

BARCLAYS BANK PLC

Costa Rican Linked Notes Serie 4609
Costa Rican 2020

Sesión Ordinaria: 1022010

Información financiera no auditada: al 30 de setiembre del 2009.

Contactos: Gary Barquero Arce Gerente General gbarquero@scriesgo.com
Eduardo Monge Montes Gerente Técnico emonge@scriesgo.com
Gustavo Mena Vargas Analista gmena@scriesgo.com

1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

A continuación se presenta el análisis de la nota estructurada **Costa Rican Bond Linked Notes Serie 4609** emitida por el Barclays Bank PLC, con información financiera no auditada al 30 de setiembre del 2009.

Con base en esta información, se otorgó la siguiente calificación:

Serie	Monto (millones)	Calificación anterior	Calificación actual
4609	US\$50,0	scr AA+	scr AA+

scrAA: se otorga a aquellas "Emisiones con muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. No se vería afectada en forma significativa ante eventuales cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Muy Bueno".

(+) o (-): Las calificaciones desde "scrAA" a "scrC" pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.

2. RESUMEN EJECUTIVO

Barclays Bank PLC, emisor de la **Costa Rican Bond Linked Notes Serie 4609 (LN-20)**, es un banco con amplia trayectoria en temas de finanzas estructuradas, que a

pesar de su solidez se vio afectado por las turbulencias económicas del 2008.

La información financiera a setiembre del 2009 presenta un banco con mejores resultados respecto al mismo período del año anterior. El ingreso total se incrementó en más del 26%, mientras que el gasto total lo hizo en el 15,4%. La utilidad antes de impuesto llegó a los £4.413 millones, las ganancias por acción a los £25,30 y el dividendo por acción a £1,00.

La tasa pagada por el sintético está ligada a la London Interbank Offered Rate (Libor) más 130 puntos base, lo cual refleja una tasa de 1,73% al cierre de diciembre del 2009, misma que se ve fuertemente afectada por la reducción de la tasa Libor, la cual llega a 0,43% para la misma fecha.

En lo que respecta a la economía europea, su ritmo de crecimiento del Producto Interno Bruto fue del 0,4% para toda la zona del euro. Dentro de los factores positivos que más aporte dieron a esta variación fueron las exportaciones, con un incremento del 3,1% y el Gasto del Gobierno, con un 0,6%..

El Información publicada por el Banco Central Europeo (BCE) muestra, para el tercer trimestre del 2009, un ritmo de crecimiento del Producto Interno Bruto del 0,4% para toda la zona del euro. Dentro de los factores positivos que más aporte dieron a esta variación fueron las exportaciones, con un incremento del 3,1% y el Gasto del Gobierno, con un 0,6%. Entre estos componentes, la Formación Bruta de Capital Fijo (Inversión) tuvo la mayor caída, de un 0,8%. Estos datos, sin embargo mejoran de manera significativa lo que se observó en el primer

"La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana S.A. basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. No considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia General de Valores, Bolsas de Valores y puestos representantes."

trimestre del año, cuando el PIB de la zona del euro bajó el 0,1%, el Gobierno incrementó su consumo en un 0,6% y la inversión se redujo en el 1,6%.

3. DEL EMISOR

Barclays es uno de los mayores proveedores de servicios financieros a nivel global. Tiene una orientación hacia la banca minorista, tarjetas de crédito, banca corporativa y de inversión, entre otras, con una amplia presencia en Europa, América, África y Asia. Su operación principal se ubica en el Reino Unido, pero opera en cerca de 50 países. Emplea alrededor de 145.000 personas y maneja préstamos e inversiones de unos 49 millones de clientes alrededor del mundo.

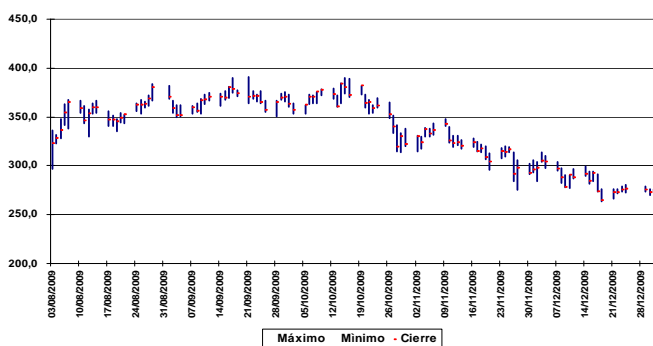
La creación de emisiones estructuradas está a cargo de la unidad de negocio Barclays Capital. Esta entidad cuenta con una reconocida experiencia en la emisión y colocación de productos derivados.

Información acumulada al 30 de setiembre - En millones de libras -			
	2009	2008	Var anual
Ingreso Total	23.786,00	18.830,00	26,32%
Gastos totales	19.373,00	16.784,00	15,43%
Utilidad antes de impuesto	4.413,00	2.046,00	115,69%
Utilidad después de impuesto	3.413,00	4.463,00	-23,53%
Ganancias por acción	25,30	56,40	-55,14%
Dividendo por acción	1,00	22,50	-95,56%

Al 30 de setiembre del 2009, Barclays Bank presenta un incremento de 26,3% en el ingreso total, el cual asciende a £23.786 millones. En relación con mismo periodo del 2008, dicha cifra representa un incremento del 26,3%. En lo que respecta a los gastos se tiene una suma de £19.373 millones, aumentando el 15,43% durante el último año.

En lo que respecta a las utilidades antes de impuesto se presenta un valor de £4.413 millones, lo cual significa un incremento anual del 115,69%. Las utilidades después de impuesto llegaron a los £3.413, un decrecimiento del 23,53%. Esto repercute directamente en la evolución de las ganancias por acción, que baja en un 55,14%, para llegar a las £25,30.

BARCLAYS: Evolución en el precio de la acción
Agosto - diciembre 2009



De acuerdo con el anterior gráfico, el precio de cierre de la acción de Barclays llegó, al finalizar el tercer trimestre del 2009, a las £370,0. A partir de ahí se incrementaría para alcanzar un máximo de £383,60 el 14 de octubre del 2009. Luego de esa fecha, la acción de Barclays tendría un proceso de baja continua en su precio de cierre, hasta alcanzar un mínimo de £264,25 el 18 de diciembre anterior.

El 10 de setiembre del 2009 Barclays anunció el establecimiento, con CNP Assurances SA, de una alianza estratégica de seguros de vida en España Portugal e Italia. El 19 de setiembre se realizó el lanzamiento de tres series de bonos de tasa fija a uno, dos y cinco años, con una tasa del 5,25%. El 29 de setiembre del 2009 Barclays Bank PLC, a través de su sucursal en Portugal, dio a conocer que acordó la adquisición del negocio de tarjetas de Crédito de Citibank en ese país europeo. Se trata de 400.000 cuentas con activos brutos por unos €644 millones. El 26 de octubre del 2009 Barclays acordó la compra de Standard Life Bank, a un costo de £226 millones y con un registro de ahorros aproximado de £5,5 billones al 30 de junio del 2009. Por último, el 1 de diciembre se anunció que Barclays completó la venta de la firma Barclays Global Investors (BGI) a Black Rock Inc., a un monto de £9,5 billones, precio que incluye la cifra de 37.567 millones de acciones nuevas de Black Rock.

Con este panorama distintas calificadoras de riesgo internacionales asignaron las siguientes calificaciones a Barclays PLC.

CALIFICADORA	Largo Plazo	Corto Plazo	Fecha
Fitch Ratings	AA-	F1+	29-Oct-09
Standard & Poors	A+	A-1+	19-Dic-08
Moody's	Aa3	P-1	01-Feb-09

3.1. Del Valor Sintético

La emisión que se analiza es un instrumento derivado (LN-20) cuyo desempeño depende del comportamiento del activo o bono de referencia, tratándose de un valor emitido por la República de Costa Rica con vencimiento en el año 2020 (Costa Rica 20).

Las principales características que tiene el LN-20 se exponen en el siguiente cuadro.

Características de la emisión	
Emisor	Barclays Bank PLC
Vencimiento	20-Sep-20
Monto	US \$ 50.000.000,0
Denominación	US \$ 100.000,0
Tasa	Libor 6 meses + 2,80 pp (0,59*+2,80= 3,39%)
Periodicidad	Semestral
Bono de referencia	Costa Rica 20
Agente de liquidación	Euroclear

* Al 8 de octubre del 2009

El flujo de pago de los intereses del LN-20 proviene de Barclays, siendo el Agente de Pago de esta emisión Bank of New York, entidad que cuenta con calificaciones internacional de Aa por *Moody's*, AA por *Standard and Poor's* y AA- por *Fitch Ratings*, a marzo del 2009. En los tres casos la perspectiva de calificación es estable, resaltando que anteriormente contaba con una calificación positiva.

Adicionalmente, debe considerarse que existen una serie de eventos que podrían generar el cese de estos flujos, estos sucesos se denominan Credit Events o Eventos de Crédito, que se encuentran especificados dentro de la estructura del instrumento y se analizan más adelante.

La emisión está inscrita en la Bolsa de Valores de Irlanda (Irish Stock Exchange), que representa una plaza común para este tipo de instrumentos. Los días de negociación establecidos son los de Londres y New York.

3.2. Información macroeconómica

Información publicada por el Banco Central Europeo (BCE) muestra, para el tercer trimestre del 2009, un ritmo de crecimiento del Producto Interno Bruto del 0,4% para toda la zona del euro. Dentro de los factores positivos que más aporte dieron a esta variación fueron las exportaciones, con un incremento del 3,1% y el Gasto del Gobierno, con un 0,6%. Entre estos componentes, la Formación Bruta de Capital Fijo (Inversión) tuvo la mayor caída, de un 0,8%. Estos datos, sin embargo mejoran de manera significativa lo que se observó en el primer trimestre del año, cuando el PIB de la zona del euro bajó el 0,1%, el Gobierno incrementó su consumo en un 0,6% y la inversión se redujo en el 1,6%.

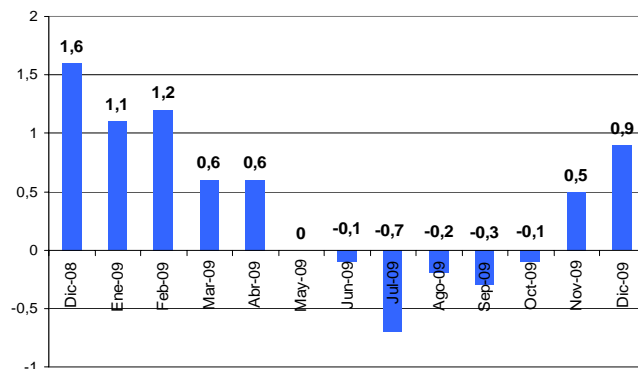
EUROPA: Estadísticas de Producción	Zona del Euro	Alemania
Tasas de Variación trimestral		
Producto Interno Bruto	0,40%	0,70%
Componentes del Gasto:		
Consumo privado final	-0,10%	-0,90%
Consumo final del Gobierno	0,60%	0,10%
Formación bruta de capital fijo	-0,80%	1,30%
Exportaciones	3,10%	3,40%
Importaciones	3,00%	5,00%

En el periodo estudiado, Alemania tiene un mayor crecimiento del PIB que la Zona del euro, principalmente por el crecimiento de las exportaciones y la inversión privada.

En lo que respecta al sistema financiero, según datos del Banco Central Europeo, el volumen acumulado de los créditos a entidades financieras, corporativas y hogares, fue de €4.909,9 billones al cierre de setiembre del 2009, mientras que la tasa de crecimiento fue de -0.3%. Los depósitos, por su parte, llegaron a los €1.865,0 billones, para una tasa de crecimiento anual del 4,9%.

En la zona del euro, el mayor gasto del Gobierno empieza a tener un impacto sobre los niveles de inflación, tras un periodo en el que los signos de recesión llevaron a niveles muy bajos de los índices de precios. A diciembre del 2009, la inflación interanual se acerca al 1%, nivel que aún es relativamente bajo con respecto a la tasa objetivo máxima del BCE, del 2%.

ZONA DEL EURO: Tasa de Inflación Anual



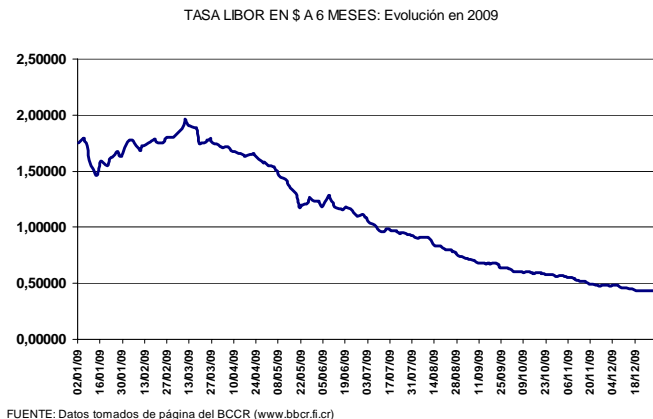
El nivel actual de la inflación y de la economía en general, obliga a una política precavida en términos de las tasas de interés. En este sentido, pese a que la inflación aumentó en Europa en los dos últimos meses del 2009, aún existe margen para que las autoridades incentiven una política económica de reactivación, principalmente si se toma en cuenta que aún no se alcanza la tasa objetivo de inflación que se plantea el BCE.

La tasa Libor que refleja la tasa de interés a la que los bancos de todo el mundo se hacen préstamos a corto plazo entre sí. Esta tasa es calculada todos los días en Londres y es un indicador clave para conocer la situación de los sectores real y monetario de la economía.

En el 2009, la LIBOR presenta reducciones significativas a todo lo largo del año, alcanzando el mínimo exactamente al final de diciembre, con un nivel del 0,42969%. Esta situación afecta directamente la tasa de interés que contempla la emisión de instrumentos financieros indexados a la Libor.

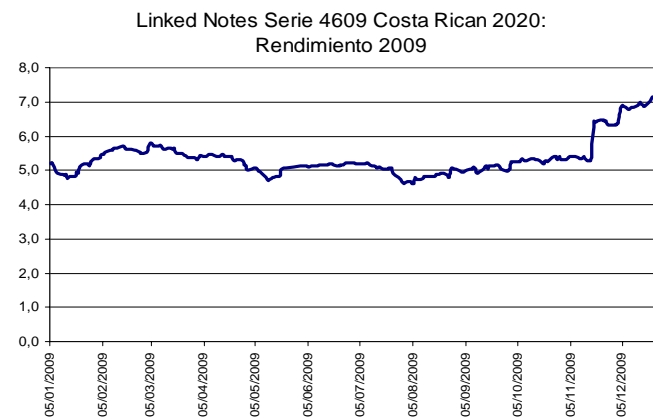
Debe destacarse que la LN-11 tiene una tasa variable, mientras que el bono de referencia (Bde11) cuenta con una tasa fija, establecida en un 9,0%, esta diferencia genera un "spread" que permite cubrir una serie de gastos y comisiones de la emisión, así como enfrentar eventuales incrementos en la tasa de referencia.

El siguiente gráfico muestra el comportamiento de la tasa Libor a seis meses durante el 2009.



Al igual que ha sucedido en meses anteriores la tasa Libor continúa con constantes reducciones, hasta llegar a 0,43% a finales del 2009.

Con respecto al valor del sintético se ha presentado incrementos importantes durante casi todo el 2009. El comportamiento del precio de Costa Rican Bond Linked Notes Serie 4609 se presenta en el siguiente gráfico.

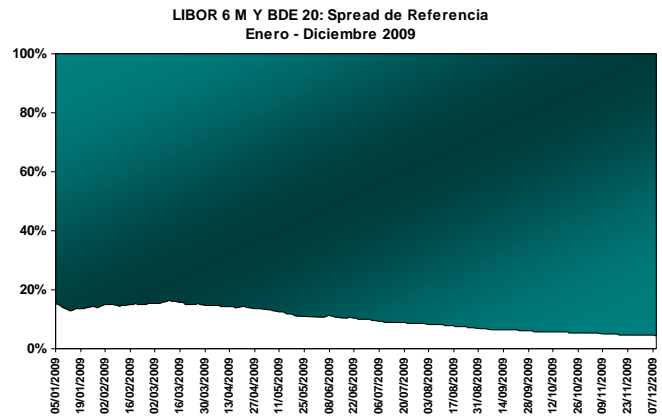


Cabe destacar que la LN-20 posee una tasa variable, mientras que el bono de referencia (Costa Rica 20) cuenta con una tasa fija, establecida en un 9,99%, cuya diferencia genera un "spread" que permite cubrir gastos y comisiones de la emisión, así como enfrentar eventuales incrementos en la tasa de referencia.

Como resultado de la reducción tan drástica de la tasa Libor en 2009 y la tasa fija del bono Bde 20, se presenta un incremento en el "Spread" llegando a un máximo en

diciembre de ese año del 9,52%. Durante todo el 2009, sin embargo, este *Spread* se mantuvo en niveles superiores al 8%.

En el siguiente gráfico se puede apreciar la evolución del spread del LIBOR (US\$ 6M) con respecto a la tasa facial del Costa Rica 20 entre enero y diciembre del 2009.



Una característica importante del LN-20 es que las entidades que participan dentro de la estructura de la emisión tienen un importante reconocimiento internacional, Barclays Bank PLC y Bank of New York, ambos con calificación de riesgo internacional sobre el grado de inversión.

Adicionalmente, otra característica importante que posee la emisión son los agentes de liquidación, ya que según se estableció, se cuenta con Euroclear o Clearstream para este servicio. Esto provee a la emisión de una mayor transparencia, presencia y liquidez, que favorece a los inversionistas.

Al tener la participación de estas entidades dentro de la estructura de la emisión, se espera una reducción importante en los riesgos operativos que se puedan presentar en el proceso de liquidación de los pagos correspondientes.

El LN-20 considera dentro de su estructura los llamados Eventos de Crédito (Credit Events) que se refieren a situaciones o escenarios que puedan suceder al emisor del bono de referencia, que podrían afectar el desarrollo normal del CR-20, en este caso el emisor del Bono es la República de Costa Rica por medio del Ministerio de Hacienda. Los Eventos de Crédito que se contemplan son:

- No pago del principal
- Solicitud de un Período de Gracia
- Reestructuración de la deuda
- Moratoria
- Pago Anticipado
-

En caso de que alguno de estos eventos ocurra, podría provocar el cese del flujo de intereses o la redención

anticipada del LN-20 y los inversionistas recibirían el bono de referencia, menos los costos e intereses pendientes de pago.

Se debe tener presente que en el caso de que ocurra alguno de los eventos de crédito, el bono de referencia podría tener un valor de mercado menor al facial o inclusive de cero.

En el documento de referencia del LN-20 se contemplan los momentos en los que se pueden dar la cesión de pago de los intereses, los cuales son prácticamente en cualquier momento de existencia del LN-20. En cuanto a la redención anticipada, se contempla la obligación de deducir del valor de redención todos los costos o intereses que queden pendientes de pagar a la fecha de la redención.

4. DE LA ENTIDAD DE REFERENCIA

Es importante considerar que el riesgo de crédito que asumen los inversionistas del LN-20 corresponde en una porción muy significativa del bono de referencia, tratándose en este caso de una emisión de la República de Costa Rica. Actualmente este país posee una calificación de riesgo internacional que se ubica por debajo del grado de inversión.

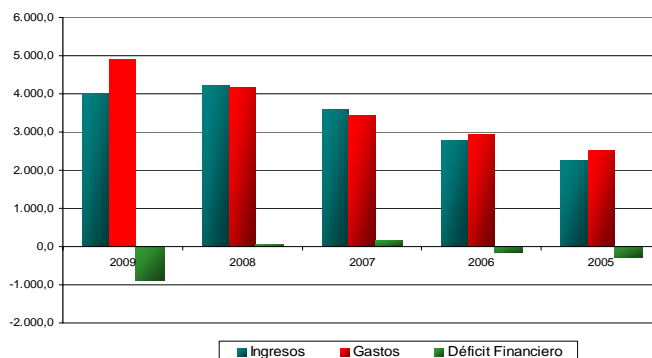
El riesgo de crédito, arriba mencionado, que asumen los inversionistas en el LN-20 corresponde en gran medida al riesgo de crédito del bono de referencia, que en este caso es una emisión de la República de Costa Rica. Así, al revisar la calificación de riesgo de emisor para Costa Rica, se observa que por mucho tiempo y aún en la actualidad, el país tiene una calificación por debajo del grado de inversión, según tres distintas agencias internacionales, tal como se muestra a continuación.

República de Costa Rica: Calificación de riesgo en moneda extranjera a Septiembre 2009			
Agencia	Última revisión	LP/perspectiva/CP	Techo país
Standard & Poor's	Mar-09	BB/Estable/B	
Moody's Investors Services	Mar-09	Ba1/Positiva/-	Baa3
Fitch Ratings	Mar-09	BB/Estable/B	BB+

Fuente: Moody's, Fitch Ratings y Standard & Poor's

De acuerdo con el documento "Flujo de Caja del Gobierno Central", publicado por el Ministerio de Hacienda, a diciembre del 2009 Costa Rica presenta un déficit fiscal primario acumulado de \$247,0 millones y un déficit financiero de \$878 millones (conversión mediante el tipo de cambio de referencia del BCCR de ₡571.81 por dólar). Los ingresos totales del Gobierno cayeron el 5% respecto al año previo y los gastos aumentaron en el 20%. En el 2008 se obtuvo un superávit financiero de \$63,6 millones.

GOBIERNO DE C.R.: Ingresos, gastos y déficit financiero
Millones de dólares



Con la crisis suscitada en los mercados internacionales y de la producción se dificulta que Costa Rica alcance el grado de inversión de acuerdo a las distintas calificadoras internacionales de riesgo.

De acuerdo con la segunda revisión del Acuerdo Stand-By que el Fondo Monetario Internacional (FMI) realizó con las autoridades económicas costarricenses (fecha en enero del 2010), los riesgos enunciados en la anterior revisión y en el documento original se han reducido y ahora aparecen balanceados. El mayor reto ahora es que se dé una recuperación más lenta de lo esperado. Dado que los peligros externos también han declinado, las siguientes revisiones del programa por parte de la entidad se harán ahora semestrales (no trimestrales) y la próxima tendrá efecto en junio del 2010.

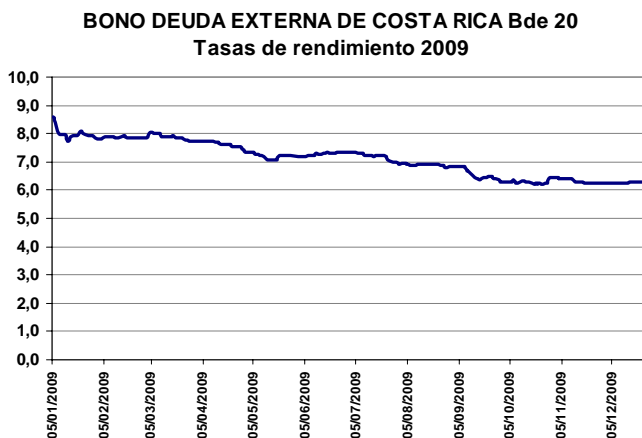
4.1. Activo Subyacente

Como se indicó, el bono de referencia que tiene el LN-20 es una de las emisiones realizadas en la República de Costa Rica. Las características de la emisión se presentan en el siguiente cuadro resumen.

Características de la emisión	
Emisor	Rep. De Costa Rica
Vencimiento	01-Ago-20
Monto	US\$ 250.000.000,0
Denominación	US \$ 1.000,0
Tasa	9,995% (Fija)
Periodicidad	Semestral
Inscrito	Luxemburgo

El rendimiento del bono bde20 ha mantenido una clara tendencia a la baja durante todo el 2009, teniendo su mínimo del año a finales de octubre (23-10-09), cuando registró un 6,217%. La alta demanda por estos valores, como forma de cobertura ante el riesgo de tipo de cambio, hace que muchos participantes en el mercado de valores, principalmente inversionistas institucionales,

hagan que el instrumento tienda a la baja durante todo el año anterior.



El detalle de los principales indicadores sobre el rendimiento se presenta en el siguiente cuadro.

Bono de Deuda Externa República de Costa Rica 2020: bde20				
Indicador de Rendimiento (%)	Trimestre			
	IV-08	I-2009	II 2009	III 2009
Promedio	8,57	7,87	7,38	6,88
Desv. Est.	0,84	0,31	0,24	0,00
Coef. Var.	0,10	0,04	0,03	0,00
Máximo	10,29	8,66	7,74	7,33
Mínimo	6,55	7,83	6,38	6,30

5. OTRAS CONSIDERACIONES

- Al ser el LN-20 un instrumento de tasa variable resulta esperable que muestre una menor volatilidad en su precio que el bono de referencia asociado además a un nivel de riesgo crediticio similar al de la entidad de referencia.
- El riesgo de este tipo de instrumento no sólo se ve afectado por la calidad del emisor del al nota estructurada, sino además y de manera muy importante por la calidad crediticia del bono y la entidad de referencia.
- El inversionista debe tener claro que la inversión la está realizando en un instrumento con un bono de referencia proveniente de un mercado emergente.
- La emisión cuenta con un riesgo de inconvertibilidad, con el cual el inversionista podría estar expuesto a que su inversión sea liquidada en la moneda de curso legal de la entidad de referencia, que en este caso serían colones de la República de Costa Rica y no en dólares de los Estados Unidos de América, o que tenga que incurrir en costos adicionales para poder liquidar su inversión en esta moneda.
- Se deben considerar los efectos que podría tener sobre el valor de referencia los eventos de crédito considerados, ya que podrían afectar la

recuperación del principal e intereses de los inversionistas del LN-20.

- Un factor al que los inversionistas deben prestar atención es la calidad de las entidades que forman parte de la estructura de este tipo de emisiones, las cuales para este caso son entidades que a la fecha cuentan con un importante grado de reconocimiento a nivel internacional y con calificaciones de riesgo que hacen asumir un buen desempeño de las entidades.
- El agente colocador de la emisión en Costa Rica es el Banco Nacional de Costa Rica, entidad con una importante participación en el mercado de valores costarricense y un amplio reconocimiento.
- Aunque la variación en las tasas de interés internacionales de referencia no afecte directamente el comportamiento del precio del LN-20, se debe tener claro que sí afecta el precio del bono de referencia.
- No se contemplan dentro de la estructura de la emisión ningún mejorador crediticio.
- El vencimiento del LN-20 tiene un plazo mayor al que muestra el bono de referencia que tiene.