

2013 Outlook – Seguros Latinoamérica Cono Sur

Retornos Expuestos a Volatilidad de los Mercados de Capitales
Reporte de Perspectiva

Outlook

Argentina
NEGATIVO

Bolivia
ESTABLE

Chile
ESTABLE

Uruguay
ESTABLE

Informes Relacionados

2013 Outlook: Latin America
Sovereigns (December 2012)

www.fitchratings.com/outlooks

Analistas

Rodrigo Salas
+56 2 2499-3300
Rodrigo.salas@fitchratings.com

Crsitina Tzioras
+54 11 5235-8100
Mariacristina.tzioras@fitchratings.com

Santiago Recalde
+56 2 2499-3300
Santiago.recalde@fitchratings.com

Perspectiva de la Clasificación

Argentina Outlook Negativo: Fitch asignó perspectiva negativa a las aseguradoras en Argentina como consecuencia de la reducción de la clasificación soberana (Nov-12) y a la serie de cambios en el marco regulatorio y operativo de la industria en los últimos años. Fitch estima que la flexibilidad operativa de las compañías podría presionarse por efecto de las modificaciones legales, realizadas o nuevas, y potencialmente reflejar ajustes de clasificación a la baja en los próximos 12-24 meses.

Bolivia Outlook Estable – Segmento Previsional Bajo Mayor Presión: Las líneas previsionales (run off), continuarán enfrentando una menor flexibilidad operativa y en el largo plazo incluso presiones sobre su solvencia. Fitch proyecta un atractivo desarrollo del primaje de las líneas de tradicionales de vida y generales, segmento que ha mostrado adaptabilidad.

Chile Outlook Estable: Fitch estima que el grueso de las clasificaciones se ratificará en los próximos 12-24 meses. A su vez destaca la madurez, solidez de suscripción y diversificación de prima a nivel de industria, así como un marco regulatorio estable.

Uruguay Outlook Estable – Mercado en Desarrollo: Fitch estima que la prima mantendrá una progresiva diversificación respecto de la posición dominante del Banco de Seguros del Estado, sin embargo será un proceso lento de largo plazo. La intensa competencia por línea de negocio se traduce en presiones significativas sobre la tarificación y en marcadas dispersiones del margen técnico por compañía, situación que se mantendría el 2013.

Inflación una Amenaza Latente - Argentina y Uruguay: Si bien ambos países enfrentan exposiciones disímiles a potenciales presiones inflacionarias, éstas son elevadas a nivel regional y redundan en altas tasas nominales de crecimiento de prima. Mientras Uruguay enfrenta un escenario de inflación algo más elevado aunque controlado, Argentina ha demostrado flexibilidad para anticipar ajuste de tarifas. Fitch estima que la amplia brecha entre los índices oficiales y no oficiales de inflación en Argentina podría presionar el margen operacional, sumado a un ambiente de negocios de menor flexibilidad operativa el 2013.

Ingresos Financieros Determinantes en los Resultados Netos: Los ingresos financieros son determinantes en el retorno neto de las aseguradoras, ya sea supliendo resultados técnicos ajustados (Argentina, Uruguay) o bien por la injerencia de carteras de administración de activos (Chile, Bolivia). La volatilidad mostrada por los mercados de capitales continuaría influyendo en un retorno neto también volátil, siendo crítico para la solvencia el manejo de un lento ajuste en variables técnicas versus los rápidos ajustes de los mercados financieros.

Factores Que Podrían Afectar la Perspectiva

Chile: El Outlook podría verse afectado negativamente frente a una presión recurrente sobre la holgura patrimonial ya sea por deterioro de márgenes técnicos o volatilidad de ingresos financieros. Algunas compañías han registrado índices de apalancamiento más ajustado respecto de los límites normativos, particularmente en seguros generales, los cuales de no corregirse en el corto plazo podrían afectar sus clasificaciones.

Argentina: Una mayor injerencia gubernamental que presione la flexibilidad operativa de la industria, así como un deterioro en la rentabilidad o la calidad de los activos que respaldan reservas podría resultar en bajas de clasificación.

Factores Relevantes

Resumen Principales Indicadores Macroeconomicos

Promedio	Variación PIB			Tasa Inflación			PIB per Cápita (US)		Prima Per Cápita (US)			Prima vs. PIB		
	Promedio			Promedio			2003	2011	2003	2011	2012E	2011	2012E	
	5 años	2012E	2013P	5 años	2012E	2013P								
(%)														
Argentina	6,9	1,7	3,0	8,8	10,0	11,3	3.410	10.941	122	313	336	2,9	3,0	
Bolivia	4,7	5,2	5,2	7,7	4,7	4,8	917	2.421	19	30	34	1,3	1,4	
Chile	3,9	5,2	4,9	3,6	3,3	3,2	4.636	14.394	186	562	634	3,9	4,2	
Uruguay	6,1	3,9	4,2	7,6	8,5	7,5	3.646	13.866	-	271	332	2,0	2,3	

E - Estimado Fitch, P - Proyectado Fitch

Fuente: Banco Mundial, Fitch Ratings

La región enfrenta niveles de penetración y densidad de seguros que si bien aún están bastante por debajo de países desarrollados, evidencian una evolución favorable, especialmente en líneas de seguros generales. Fitch recoge en ello el fortalecimiento de algunos factores críticos como; 1. Creciente nivel de empleo, 2. Mayor ingreso per cápita, 3. Accesibilidad a canales de distribución (incluyendo el acceso a la industria financiera bancaria y no bancaria) y 4. Estabilidad macroeconómica.

Fitch considera que uno de los motores relevantes en el desarrollo, penetración y masificación de los seguros radica en la capacidad de la industria de ampliar y diversificar sus canales de distribución, donde los distribuidores masivos como instituciones financieras (bancarias y no-bancarias) juegan un rol fundamental. El favorable y sostenido desarrollo económico de la región en los últimos años, incluyendo una mayor movilidad social, que ha reflejado entre otros un incremento significativo en los principales indicadores de ingreso per cápita, determinante en el desarrollo de líneas personales de aceptación voluntaria. Fitch estima que esta evolución se mantendrá en el corto y mediano plazo, aun cuando las proyecciones de crecimiento económico del 2013 sean algo más ajustadas que el histórico para el cono sur.

Las coberturas de seguros de vida, especialmente aquellas con componente de ahorro y administración de activos, requieren adicionalmente de un marco regulatorio estable y de prospección de largo plazo, que entre otros complementa la necesaria solidez del mercado de capitales de origen así como el fácil acceso a transferibilidad de divisas en tanto existan inversiones en el extranjero. Dichas condiciones de operación se han visto deterioradas en Argentina y Bolivia, en tanto en Uruguay las mismas presentan marcadas oportunidades de mejora. Chile evidencia un mayor ingreso relativo, un mercado de capitales de mayor profundidad y amplia duración, así como un marco regulatorio estable y conservador, todo lo que ha servido para potenciar el desarrollo de los seguros de vida en los últimos 25 años.

Hacia fines de la década pasada los indicadores de inflación tendieron hacia niveles acotados en Sudamérica y que no generaban presiones significativas sobre los ambientes de negocios, con excepción de Argentina. A pesar del aumento de la inflación en el 2011 en la mayor parte de los países, éstos se normalizaron al cierre 2012 (con excepción de Argentina), limitando la presión sobre el primaje y ambiente operativo. En el caso de Argentina notamos una discrepancia significativa entre las cifras oficiales de inflación (10% estimado para el 2012) y aquellas no oficiales (en torno a 25%), notando que los reajustes de precios en el segmento de seguros en el último año bordearon rangos del 20%.

Criterios Relacionados

Insurance Rating Methodology
(Enero 2013)

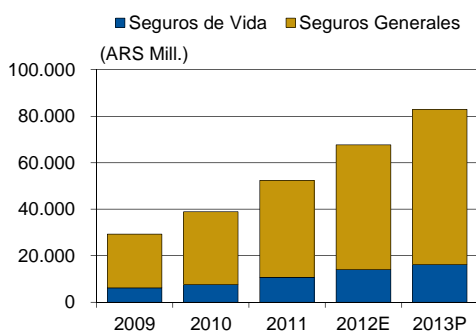
Visión General de la Industria

La industria de seguros en el Cono Sur si bien continúa mostrando tasas de crecimiento atractivas, mantiene tamaños relativamente pequeño respecto de otras industrias financieras,

como bancos. Con excepción de Chile, el desarrollo de negocios de seguros mantiene una tendencia a concentrarse con mayor fuerza en líneas de seguros generales, toda vez que el despegue de negocio de seguros de vida voluntario requiere necesariamente de un sólido y estable mercado de capitales.

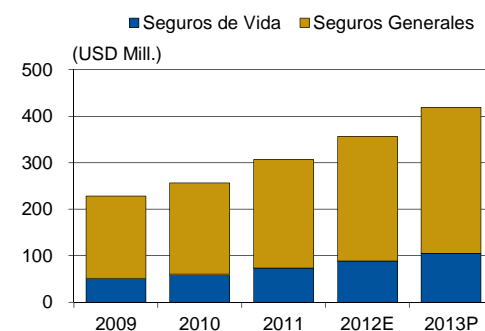
Fitch estima que las proporciones de prima entre seguros de vida y generales se mantendrán en rangos de tendencia histórica en el cono sur, donde los seguros de vida incluso podrían perder algo de injerencia considerando que potenciales disminuciones en el consumo afectaría la línea de desgravamen.

Evolución de Prima Suscrita - Argentina



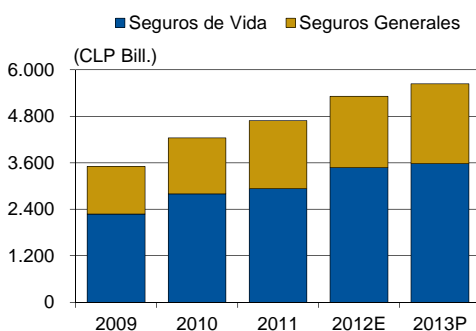
E – Estimado Fitch P – Proyectado Fitch
Fuente: Fitch Ratings.

Evolución de Prima Suscrita - Bolivia



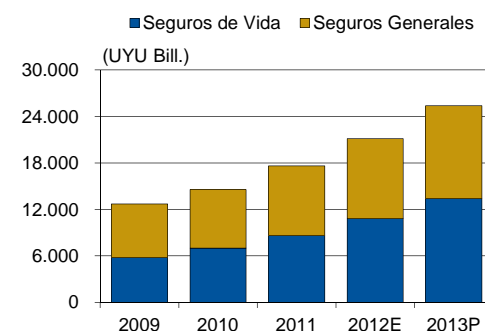
E – Estimado Fitch P – Proyectado Fitch
Fuente: Fitch Ratings.

Evolución de Prima Suscrita - Chile



E – Estimado Fitch P – Proyectado Fitch
Fuente: Fitch Ratings.

Evolución de Prima Suscrita - Uruguay



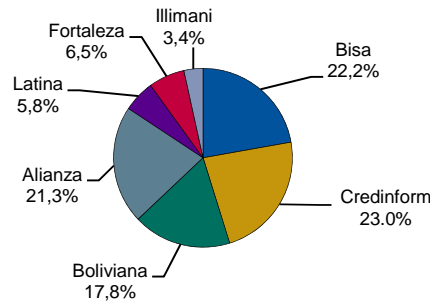
E – Estimado Fitch P – Proyectado Fitch
Fuente: Fitch Ratings.

Mercado de Seguros en Bolivia

En Bolivia operan 14 compañías de seguros y el grueso de ellas relacionadas con grupos empresariales locales. Las iniciativas de nacionalización en diversas industrias impulsada ya hace un tiempo por el Estado han significado una mayor inestabilidad del marco competitivo y operacional, influyendo en la salida de diversos grupos financieros y económicos internacionales del quehacer de negocios del país. Así, el grupo Zurich materializó a comienzos de 2012 la venta de su porción controladora en dos entidades de seguros, y anteriormente su operación en el segmento de AFP había sido nacionalizada (2010).

Participación de Mercado Seguros Generales

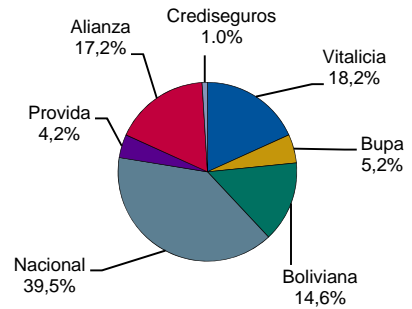
Prima Suscrita Sept. 2012 (USD201,1 Mill.)



Fuente: APS, Fitch Ratings.

Participación de Mercado Seguros de Vida

Prima Suscrita Sept. 2012 (USD65,7 Mill.)



Fuente: APS, Fitch Ratings.

La actividad de seguros en Bolivia se vio inmersa en cambios estructurales que acotaron su frontera de producción y coinciden con el proceso de nacionalización de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's). Como consecuencia de ello, el primaje del segmento de seguros de vida sufrió una sustancial caída en el 2007, arrastrando el primaje agregado.

La debilidad del mercado de capitales genera presiones respecto de la capacidad de calzar adecuadamente la duración de activos y pasivos en las líneas previsionales. Las dos compañías que mantienen un portfolio previsional en run off han debido de mantener un stock voluntario de activos de inversión relevante con el objeto de complementar las necesidades de reinversión, posición que se ha debilitado en el último año. Dichos activos continuarán proveyendo un colchón suficiente para el manejo de la tasa de reinversión, al menos en el corto y mediano plazo. A su vez, la reciente promulgación de una reforma normativa respecto de la constitución de reservas de las obligaciones previsionales (nov-12), en opinión de Fitch se traduciría en una mayor vulnerabilidad de su stock de reservas para hacer frente a obligaciones de larga duración.

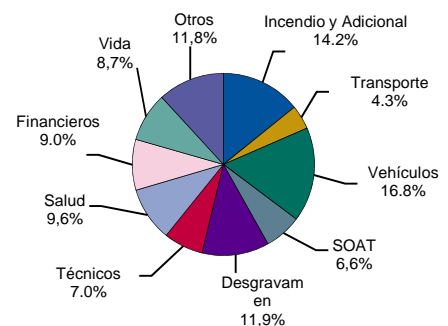
Expectativa de Crecimiento Homogéneo en Prima

De manera similar a la región, la industria de seguros en Bolivia presenta una concentración más marcada en líneas de seguros generales (66.8%), principalmente coberturas de vehículos, incendio y obligatorio de accidentes de tránsito (SOAT), en tanto la cartera de vida se concentra de manera más marcada en desgravamen y vida tradicional.

El volumen de prima suscrita continuó mostrando tasas de crecimiento de dos dígitos durante los primeros nueve meses de 2012 (+15,9%), impulsado de mayor manera por las líneas de vehículos, desgravamen hipotecario y ramos técnicos. Las expectativas de cierre 2012 bordearían un crecimiento agregado en torno al +16%, influido mayormente por el segmento de seguros generales dada su injerencia en el agregado (+15%). En tanto las expectativas de crecimiento en vida superarían el 20%, determinado por salud y desgravamen.

Las expectativas de crecimiento en el primaje agregado 2013 se encontraría en un rango de

Diversificación Prima Suscrita
Sept. 2012 (USD266,7 Mill.)



Fuente: APS, Fitch Ratings.

entre 17% y 20%, donde además de reconocer las expectativas de crecimiento económico, la agencia estima que el segmento de seguros generales debiera enfrentar un leve ajuste de tarifas al alza y el segmento de vida continuaría mostrándose más activo en desgravamen y salud. En opinión de Fitch, si bien el mix de prima no debería presentar variaciones significativas en el corto plazo, éste paulatinamente reflejaría una mayor importancia relativa del segmento de seguros de vida en la medida que el mercado vaya tomando un mayor grado de profundidad y sofisticación de productos.

Tanto la prima suscrita como la prima retenida neta enfrentan elevadas tasas de crecimiento en los últimos años (79,8% y 88,2% respectivamente para el periodo 2007-2011), impulsado por un crecimiento homogéneo por línea de negocios y correlacionado mayormente al desarrollo económico del país.

La industria de seguros en Bolivia ha presentado intensos niveles de competitividad en los últimos años, especialmente en líneas de retención. Sin embargo, ello se reflejó fundamentalmente en una redistribución de la prima y participaciones de mercado, y no necesariamente en márgenes técnicos más ajustados. La industria mantendría las características de concentración de prima (63,5% de la prima en las mayores 4 entidades y 76,1% de la prima en los mayores 4 grupos aseguradores, a sep-12).

En opinión de Fitch, el mercado de seguros en Bolivia enfrenta características de un mercado aun inmaduro, evidenciando brechas significativas respecto de otros mercados de la región en términos regulatorios, diversificación de canales de distribución, sofisticación de productos, penetración y densidad de seguros. La agencia estima que el volumen de primaje permite amplios espacios de crecimiento en el corto y mediano plazo, sin embargo hace hincapié en las potenciales presiones en márgenes técnicos asociados a la intensa competencia sobre la cartera de renovación.

Proyección de Retorno Decreciente

Los principales indicadores de retorno de la industria evidenciarían un alza al cierre de 2012, la cual sería extensiva en el 2013, influido principalmente por el adecuado comportamiento siniestral y control de gastos a nivel de industria. Sin embargo, el mercado de seguros Boliviano se encuentra inmerso en un ambiente altamente competitivo que podría presionar los márgenes técnicos. La reciente modificación normativa respecto de la constitución de reservas matemáticas del segmento previsional (noviembre 2012) no afectaría los indicadores de retorno toda vez que los ajustes de reservas no se contabilizarán contra resultado, sino contra la abultada cuenta de activos diferidos que se generó a partir del 2006.

La industria de seguros en Bolivia ha evidenciado una progresiva disminución de sus principales indicadores de rentabilidad agregados entre el 2007 y 2011, mientras su resultado técnico mostró un alto grado de volatilidad en igual período. Lo anterior se explica principalmente por la injerencia en el resultado neto del segmento de vida, altamente influenciado por el ingreso financiero neto y particularmente por el reenfoque del negocio previsional a partir del 2007, implicando liberaciones de reserva relevantes y ajustes de inflación por denominación de inversiones.

A sep-12 la industria registró una utilidad neta por USD 14.3 millones que permitió repuntar los principales indicadores de rentabilidad anualizados, reflejando principalmente un mejor comportamiento técnico de la cartera de seguros generales, el reenfoque de la cartera de vida, los efectos de liberaciones de reservas de la cartera previsional en run off y a un alza del ingreso financiero neto. El segmento de seguros generales alcanzó una utilidad neta de USD 7.6 millones a sep-12 y reflejó un alza en sus indicadores de retorno (ROAE 16,2% y ROAA 4,8%), sustentado en un buen comportamiento técnico y de siniestralidad controlada que

resulta en un índice combinado estable de 86.3%. El segmento de seguros de vida enfrenta un escenario de mayor volatilidad, influido tanto por efectos de ajustes de reservas previsionales e ingresos financieros netos asociados a la administración de un amplio stock de inversiones que respaldan obligaciones previsionales.

Resumen Indicadores de Desempeño Septiembre 2012 - Bolivia

(Miles USD)	Prima Suscrita	Prima Retenida Neta	Resultado Operacional	Resultado Inversiones	Resultado Neto	ROAA (%)	ROAE (%)	Margen Neto (%)	Indice Combinado (%)	Indice Operativo (%)
Total Industria	266,7	155,2	6,4	20,5	14,3	2,4	11,7	5,3	95,9	82,5
Seguros Generales	201,1	103,2	13,1	2,7	7,6	4,8	16,2	3,8	86,3	83,4
Seguros de Vida	65,7	52,0	-6,8	17,8	6,7	1,6	8,9	10,2	111,8	80,9
Tradicional	50,9	40,3	3,2	1,8	3,7	8,8	21,2	7,3	90,8	85,6
Pensiones	14,8	11,8	-10,0	16,0	3,0	0,8	5,2	20,2	142,8	73,9

Fuente: Fitch Ratings

Mercado de Seguros en Argentina

El 30 de noviembre de 2012, Fitch bajó la clasificación de una serie de aseguradoras que clasifica en Argentina y asignó una perspectiva negativa a nivel de industria, indicando la posibilidad de nuevos ajustes en un horizonte de entre 12-24 meses.

Las acciones de clasificación consideraron dos variables centrales; a) La disminución de la clasificación de riesgo soberano de Argentina (Moneda Extranjera a Categoría 'CC' desde 'B-' y Moneda Local a Categoría 'B-' desde 'B', ambos con perspectiva negativa), situación que afecta el riesgo crediticio de los portafolios de inversión de la aseguradoras, y b) La serie de reformas y nuevos requerimientos regulatorios que ha debido enfrentar la industria, lo que en opinión de la agencia, introduce un grado adicional de incertidumbre sobre un ambiente operativo de menor flexibilidad y rigidez del modelo de negocios.

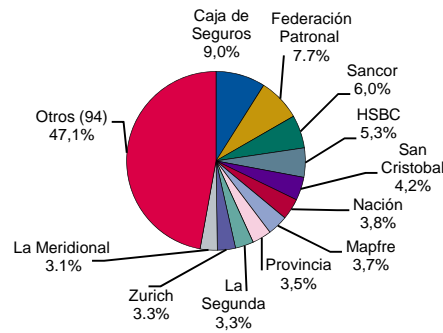
Argentina históricamente ha enfrentado el mercado de seguros más fragmentado de Latinoamérica, medido tanto por línea de negocio y/o compañía (72% de la prima suscrita se concentra en los 30 aseguradores más grandes), donde existen aproximadamente 180 entidades autorizadas a operar seguros. En opinión de Fitch, el mercado continuará mostrando altos niveles de dispersión en el corto y mediano plazo, pero reconoce que frente a un ambiente de negocios más presionado y que enfrenta un mayor grado de incertidumbre, aumenta la probabilidad de fusiones, adquisiciones, o incluso la salida de algunos actores.

La economía Argentina mostró una brusca desaceleración el 2012, evidencia una creciente intervención estatal en diversas industrias y, en opinión de Fitch, presenta un deterioro sostenido en sus riesgos fundamentales. Ello se ha visto resaltado por el progresivo control de capitales, nacionalización de YPF y la incapacidad de algunas provincias para acceder a divisas para cumplir con obligaciones denominadas en USD. Mientras la autoridad ha sido capaz de estabilizar las reservas internacionales por medio de un progresivo control de capitales, ello ha sido a costa de mayores distorsiones económicas. La sustentabilidad de dicha estrategia es, a la vez, vulnerable a los precios internacionales de commodities, especialmente soya.

Las expectativas de crecimiento económico para el cierre 2012 bordearían el 1,7% y para el 2013 un 3,0%, los cuales comparan negativamente con el 8.9% de alza del PIB en el 2011 y el promedio de 6.9% del periodo 2007-2011. Los niveles de inflación muestran un incremento sobre bases de medición oficial y más notoria sobre bases no oficiales. Ello ha tenido un impacto relevante en la industria aseguradora, redundando en ajustes de tasas, costos de siniestros y costos de operación.

Participación de Mercado Seguros Multiproducto

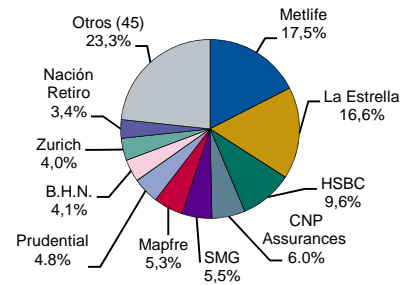
Prima Suscrita Jun. 2012 (ARS40.657 Mill.)



Fuente: Fitch Ratings.

Participación de Mercado Seguros de Vida

Prima Suscrita Jun. 2012 (ARS4.782 Mill.)

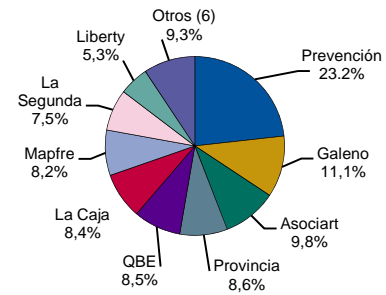


Fuente: Fitch Ratings.

La industria de seguros en Argentina enfrenta condiciones de madurez y amplia experiencia de suscripción y actuarial, alcanzando niveles de penetración y densidad por sobre el promedio de la región (2.9% prima/PIB y USD 313 prima per cápita, respectivamente). Es importante mencionar que el desarrollo del segmento asegurador se ve fuertemente influenciado por el segmento de seguros generales. Las coberturas ligadas a productos de ahorro y administración de activos enfrentan una frontera de producción muy limitada como consecuencia de una acotada profundidad del mercado de capitales y un ambiente operativo sujeto a permanentes cambios que desincentiva las coberturas de protección de largo plazo o de acumulación de activos.

Participación de Mercado Seguros ART

Prima Suscrita Jun. 2012 (ARS14.168 Mill.)



Fuente: Fitch Ratings.

Exposición a Nuevos Requerimientos Normativos

Fitch no descarta que continúen surgiendo nuevos requerimientos regulatorios para la industria de servicios financieros y específicamente la industria de seguros, destacando que en los últimos años el Estado ha impulsado una serie de modificaciones regulatorias que en opinión de la agencia responden en mayor medida a políticas macroeconómicas relacionadas con el mercado cambiario y las necesidades de flujos fiscales.

Además de las medidas que afectaron el mercado de ahorro previsional y retiro hace ya algunos años, en el pasado reciente se puede hacer referencia a las siguientes medidas de mayor relevancia sobre la industria de seguros:

1. Febrero 2011. Se modificó el marco regulatorio de la actividad reaseguradora. Ello significó la creación de una serie de reaseguradoras domiciliadas en el país, las cuales actualmente absorben una parte acotada de los riesgos y luego retroceden a pools de reaseguradores internacionales.
2. Octubre 2011. Se ordenó a las aseguradoras repatriar sus inversiones y disponibilidades en el exterior. Ello implicó la liquidación de instrumentos por parte de las aseguradoras y su reemplazo por instrumentos emitidos localmente, con fuerte injerencia de obligaciones del Estado.

3. Diciembre 2011. Cambios en el régimen de capitales mínimos.
4. Octubre 2012. Obligación de invertir una porción relevante de las inversiones de cada compañía en instrumentos seleccionados por comité dependiente del Estado y destinados a financiar proyectos productivos y de infraestructura.
5. Octubre de 2012. Nueva Ley de Riesgos del Trabajo que tiene como objetivo eliminar la doble vía judicial y resolver uno de los mayores focos de litigiosidad del sector, y paralelamente pone techo a los gastos de comercialización.

Injerencia de la Inflación en Primaje

El nivel de primaje en Argentina ha evidenciado fuertes alzas nominales en los últimos años (+33.6% promedio para los cierres de 12 meses 2010 y 2011), en tanto las expectativas de crecimiento a dic-12 se mantienen en torno al +30%. Si bien el primaje se ha visto influenciado positivamente por líneas ligadas a mayor consumo, las fuertes alzas registradas han sido mayormente determinadas por ajustes de tarifas asociadas a altos niveles de inflación en el país, donde los índices oficiales presentan diferencias sustanciales respecto de las mediaciones no gubernamentales. Fitch estima que las presiones inflacionarias se mantendrán en el corto y mediano plazo como consecuencia de la restricción sobre divisas y necesidades de liquidez que enfrenta el país.

Durante los primeros nueve meses de 2012, la industria registró un alza nominal de primaje agregado de 31,1%, influido mayormente por la injerencia de líneas de negocios de amplio volumen de prima, como vehículos (+32,2%), riesgos del trabajo (+34,5%), combinado familiar (+30,8%) y vida (+34,9%).

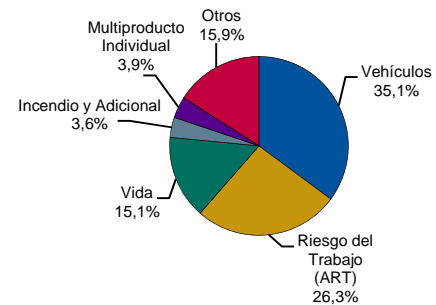
Las expectativas de crecimiento de primaje para el 2013 no son muy optimistas sobre la base de desarrollo de nuevos negocios, aun cuando creemos que las compañías mantendrán la flexibilidad que han mostrado hasta hoy para ajustar tarifas y traspasar a los asegurados las estimaciones de inflación esperada. Fitch estima que el crecimiento en el volumen de prima agregada se alinearía a las estimaciones de inflación no oficiales en rangos más cercanos al 20%-25%, e incluso podrían ser inferiores dado el escenario de crecimiento acotado de la economía y las menores expectativas de consumo para el 2013 frente a una mayor rigidez esperada en el mercado de créditos.

Fitch no espera grandes cambios en el mix de prima para el corto y mediano plazo, destacando que la industria Argentina evidencia una acotada diversificación de primaje para su tamaño y nivel de competitividad. Así los ramos de vehículos (35,1% a sep-12), riesgos del trabajo (26,3% a sep-12) y vida (15,1% a sep-12), continuarán concentrando el grueso de la actividad de la industria.

Las líneas de seguros patrimoniales de menor injerencia en el primaje total evidencian tasas de crecimiento individuales bastante más acotada que los promedios reflejados en el agregado, como por ejemplo crédito y caución (+18.7%), aeronavegación (+1,2%), transporte (+9,3%) o ramos técnicos (+12.6%), y que evidencian también una evolución de tasas marginales decrecientes en los últimos periodos, reflejando en opinión de la agencia un desempeño de la economía más presionado.

Diversificación Prima Suscrita

Sept. 2012 (ARS49.675 Mill.) - Nine Months



Fuente: SSN, Fitch Ratings.

El segmento de vida presenta un mayor nivel de actividad en el grueso de las líneas que aborda, con excepción de aquellas ligadas a administración de activos y ahorro, destacando la concentración del segmento en líneas de vida (72.7%), altamente influidas por desgravamen. Las coberturas de saldo deudor se mantienen altamente correlacionadas con el dinamismo de la colocación de créditos, razón por la cual la agencia prevé que el 2013 el segmento podría enfrentar un fuerte freno en el primaje en comparación al dinamismo de los últimos años.

Rentabilidad Expuesta a Ingresos Financieros

La industria de seguros Argentina ha mostrado una favorable evolución de primaje, incluyendo una notable flexibilidad de ajuste de tarifas que le ha permitido compensar las presiones inflacionarias sobre su estructura de costos técnicos y de suscripción. Sin embargo paralelamente enfrenta un débil desempeño operacional que en los últimos ejercicios ha cerrado con una evolución paulatinamente creciente de pérdidas operacionales, mientras sus principales indicadores de desempeño técnico mantienen un perfil estable (siniestralidad neta de 59.9% e índice combinado de 105.0% para el promedio de los últimos tres cierres del ejercicio fiscal).

Como ocurre en otros países de la región, los ingresos financieros terminan jugando un rol fundamental en los retornos netos, sin embargo en opinión de Fitch, ello limita la capacidad de reacción de ajustes técnicos frente a escenarios macroeconómicos o financieros de mayor volatilidad, como el proyectado para el país el 2013.

Fitch estima que el resultado operacional podría verse levemente presionado durante el 2013 como consecuencia de un ambiente operativo más ajustado, incluyendo una mayor dificultad de ajustes de tarifas. Por su parte, el ingreso financiero tendría un efecto más marcado sobre el resultado neto agregado, tomando en consideración un escenario potencial de tasas de interés al alza. Sin embargo en opinión de la agencia el resultado neto de la industria estaría expuesto a una mayor volatilidad en el 2013.

Al cierre del ejercicio fiscal 2012 (junio 2012) la industria registró un resultado neto agregado por ARG\$4.111 millones (USD908 millones), el cual refirmó una favorable evolución del ingreso financiero y estabilidad técnica, que permitió mantener competitivos indicadores de retorno en comparación con otros mercados de la región (ROAA de 4,7% y ROAE de 23,9%). Las pérdidas operacionales a nivel agregado son extensivas a cada subsegmento de negocio y no responden a la injerencia particular que pueda tener una línea de negocios en particular sobre el total. En opinión de la agencia, durante el 2013 se mantendría la operación con márgenes operacionales deficitarios, con excepción del subgrupo de compañías que brindan coberturas de riesgos del trabajo (ART), las cuales podrían reflejar una reducción en su indicador de siniestralidad como consecuencia del reciente cambio normativo que elimina la doble vía judicial y limitaría así la elevada judicialización del segmento.

Resumen Indicadores de Desempeño Junio 2012 - Argentina

(Millones AR\$)	Prima Suscrita	Prima Retenida	Resultado Operacional	Resultado Inversiones	Resultado Neto	ROAA (%)	ROAE (%)	Margen Neto (%)	Indice Combinado (%)	Indice Operativo (%)
Total Industria	59.607	52.948	-2.245	7.950	4.111	4,9	24,6	6,9	104,6	88,4
Seguros Generales	20.331	18.595	-1.123	2.395	842	4,2	19,7	4,1	106,1	93,1
Tradicionales	6.163	5.201	-352	557	137	2,0	6,7	2,2	106,9	96,0
ART	14.168	13.394	-771	1.838	705	5,3	31,7	5,0	105,8	92,0
Multiproducto	34.494	29.758	-709	3.126	1.828	5,4	23,9	5,3	102,5	91,6
Seguros de Vida	4.782	4.595	-413	2.429	1.441	4,7	30,2	30,1	119,0	7,2
Tradicionales	3.551	3.364	-140	1.053	639	9,6	33,0	18,0	104,8	69,0
Retiro	1.231	1.231	-273	1.376	802	3,4	28,4	65,1	64,7	-247,7

ART: Aseguradoras de Riesgos del Trabajo

Fuente: Fitch Ratings

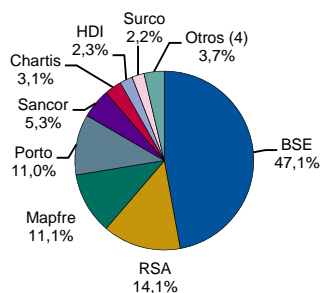
Mercado de Seguros en Uruguay

A pesar de operar en una economía pequeña, el sector de seguros de Uruguay mantiene atractivos índices de penetración (2,0% del PIB a dic-11), densidad de seguros (USD 271 per cápita) y PIB per cápita (USD 13.866), posicionándose en los rangos altos de la región. Fitch estima que existen atractivos espacios de crecimiento, más marcados en el segmento de seguros generales pero que requieren de un emprendimiento industrial y comercial más intenso.

En Uruguay operan 15 compañías de seguros, destacando si bien existe una alta presencia de entidades internacionales, el mercado mantiene una elevada concentración de su actividad en el Banco de Seguros de Estado (64,6% de la prima suscrita a sep-12). La apertura de la industria de seguros en 1995 implicó una paulatina diversificación de prima y mayores alternativas de cobertura. Aun así, en términos de prima, ésta mantiene una concentración más marcada en líneas de vida, ya sea accidentes (25%), vida previsual (13%) y vida tradicional (14%), en tanto el segmento de seguros generales mantiene una relevancia preponderante el segmento vehicular (30% de la prima agregada), destacando que Uruguay mantiene una alta tasa de penetración del parque automotriz per cápita a nivel regional (aproximadamente 220 vehículos por cada 1.000 personas).

Participación de Mercado Seguros de Generales

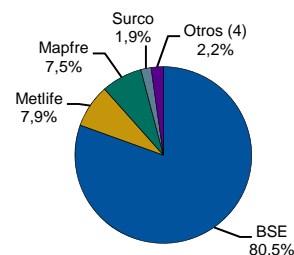
Prima Suscrita Sept. 2012 (UYU7.164 Mill.)



BSE – Banco de Seguros del Estado.
Fuente: Fitch Ratings.

Participación de Mercado Seguros de Vida

Prima Suscrita Sept. 2012 (UYU7.899 Mill.)



BSE – Banco de Seguros del Estado.
Fuente: Fitch Ratings.

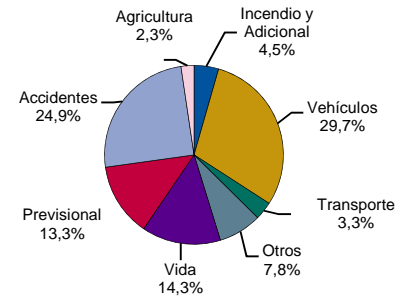
Fitch prevé una progresiva, aunque lenta, atomización de la industria, impulsada principalmente por el desarrollo de productos de mayor especialización que permitan ir expandiendo la frontera de producción, y a su vez una mayor bancarización y diversificación de la industria bancaria como canal central de distribución para una industria que presenta altos niveles de concentración en todas las líneas de negocio.

Seguros de Vida - Determinante en el Crecimiento de Prima.

La industria de seguros en Uruguay evidencia tasas de crecimiento atractivas en torno a 20% promedio anual en los últimos 5 años bajo parámetros de inflación que si bien son relativamente altos se mantienen estables (7,5% de inflación proyectada para el 2013). El crecimiento de prima se mantiene relativamente homogéneo por línea de negocio, sin embargo y a diferencia de la región, la mayor injerencia se enmarca en el segmento de vida. A sep-12 el primaje agregado alcanzó los URU\$ 15.063 millones (USD 709.1 millones) y reflejó un alza nominal de 22,6%, impulsado por las líneas de vida, particularmente vida previsual. Fitch estima que el crecimiento al cierre del ejercicio 2012 sería en torno a 20%.

Las expectativas de crecimiento del primaje para el 2013 se mantienen en el rango de 20%-25%, pudiendo enfrentar una presión leve de ajustes de tarifas por inflación y no prevemos cambios significativos en el mix de negocios a nivel agregado. Lo anterior incorpora las estimaciones de crecimiento más intenso de la economía durante el 2013 (PIB proyectado 4.2% el 2013 vs. las estimaciones de cierre 2012 de 3.9%), indicadores de empleo que evidencian un fortalecimiento progresivo en los últimos años e indicadores de ingreso per cápita altamente competitivos a nivel regional.

Diversificación Prima Suscrita
Sept. 2012 (UYU15.063 Mill.)



Fuente: Fitch Ratings.

Si bien la economía Uruguaya tiene hoy una menor exposición a la economía Argentina, ésta aún es relevante y podría presionar las proyecciones de crecimiento económico de Uruguay en el 2013 como consecuencia de las acotadas expectativas de desempeño de la economía Argentina. Las proyecciones de crecimiento también son acotadas para Brasil y Europa, lo que en conjunto podría tener un efecto negativo, aunque no determinante, en el primaje de seguros.

Fitch estima que la capacidad de potenciar la penetración de seguros generales es uno de los desafíos centrales de mediano plazo para la industria de seguros en Uruguay, particularmente líneas comerciales, con el objetivo de dar una posición más balanceada al flujo de ingresos de seguros.

La agencia prevé que un escenario de intensa competencia podría resultar en una mayor presión en márgenes, toda vez que Uruguay enfrenta altos niveles de concentración de prima por compañía en cada ramo y un acotado volumen de prima agregada en líneas de especialización. La prima de vehículos se vislumbra atractiva dado su volumen y foco de competencia, destacando la experiencia local e internacional de las compañías que operan en el mercado. Fitch prevé una tasa de crecimiento levemente superior al 20% en el resto de las líneas de seguros generales, destacando que es un segmento en pleno de desarrollo, que mantiene volúmenes de prima aún acotados y enfrenta un mayor grado de dispersión de prima por compañía, especialmente en responsabilidad civil, transporte y otros misceláneos. El primaje del segmento de vida reflejaría un alza en torno a 25% en el 2013, impulsado por las tres líneas centrales de negocio (vida, previsional y accidentes), destacando la posición monopólica del Banco de Seguros del Estado en dos de los ramos de mayor injerencia respecto de la prima agregada (accidentes y previsional).

Retorno Agregado Expuesto a Disparidad de Resultado Técnico

De manera similar a otros países de la región, los resultados netos de la industria de seguros en Uruguay se mantienen expuestos al comportamiento de los ingresos financieros, los cuales históricamente han sido capaces de compensar un desempeño operacional más ajustado a nivel agregado y favorecer los principales indicadores de retorno. Sin embargo, es importante mencionar que el comportamiento operacional presenta grandes disparidades por compañía, tanto en términos de comportamiento siniestral por ramo e indicadores de eficiencia, redundando en una amplia dispersión del índice combinado y de retorno de cada entidad.

Fitch estima que los intensos niveles de competencia en un mercado altamente concentrado por ramo y cuyos volúmenes de operación aún se mantienen ajustados, no presentarían grandes variaciones durante el 2013, enfrentando un resultado técnico de comportamiento

volátil a nivel agregado. Así, los niveles de retorno de la industria continuarán siendo determinados por el comportamiento del ingreso financiero, aun cuando prevemos un comportamiento técnico estable en el grueso de compañías que conforman la industria. El retorno esperado en el 2013 se sustenta en un índice combinado estimado levemente inferior al 100%.

A sep-12 la industria de seguros registró un resultado de operación por URU\$ 138,7 millones (índice combinado de 98,97%), el cual si bien evidenció una disminución respecto del período anterior se mantiene por encima del comportamiento histórico de los últimos años. Aun cuando las pérdidas operacionales de un grupo reducido de compañías presionaron el resultado operacional agregado, es importante notar que los márgenes técnicos a nivel de industria se mantienen acotados y se ven presionados por costos de suscripción relativamente elevados.

Fitch estima que la amplia dispersión en los indicadores de siniestralidad de cada ramo se mantendrá en el corto y mediano plazo, especialmente en aquellas líneas de mayor significancia en primaje y a su vez presentan una mayor amplitud competitiva como vehículos, vida y algunas líneas de seguros generales (responsabilidad civil, transporte, e incendio). Lo anterior implicaría también una alta dispersión en los indicadores de retorno por compañía para el 2013, los cuales venían manifestando una evolución favorable en el período 2011-2012 en la mayor parte de las entidades que componen la industria.

Resumen Indicadores de Desempeño Septiembre 2012 - Uruguay

(Millones UYU\$)	Prima Suscrita	Prima Retenida	Resultado Neta Operacional	Resultado Inversiones	Resultado Neto	ROAA (%)	ROAE (%)	Margen Neto (%)	Índice Combinado (%)	Índice Operativo (%)
Total Industria	15.046	13.735	139	3.074	910	2,7	13,6	6,1	99,0	87,5
Seguros Generales	2.071	1.650	40	117	160	7,4	21,9	7,7	97,5	85,7
Seguros de Vida	1.335	1.279	3	175	127	5,6	24,1	9,5	99,7	82,8
Multisegmentos	11.639	10.806	96	2.782	623	2,2	11,5	5,4	99,1	88,2
BSE*	9.735	9.218	69	2.659	524	2,0	11,7	5,4	99,2	88,4
Cias. sin BSE	1.903	1.587	27	122	99	3,8	10,4	5,2	98,3	87,0

*BSE: Banco de Seguros del Estado

Fuente: Fitch Ratings

Mercado de Seguros en Chile

En opinión de Fitch, la industria de seguros en Chile enfrenta una madurez elevada en la región, fuertes niveles de competencia y un mix de productos balanceado, destacando que ha demostrado una sólida base técnica de suscripción. La industria enfrenta una perspectiva estable, por lo que la agencia no prevé cambios significativos en el mapa de clasificaciones en los próximos 12-24 meses.

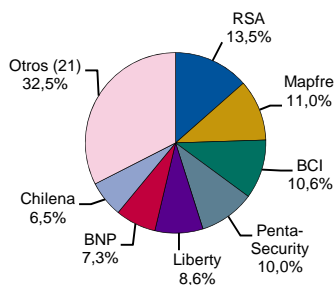
En Chile operan 59 compañías (31 de vida y 28 generales), evidenciando uno de los índices de penetración (3,9% del PIB) y densidad (USD 562 per cápita) de seguros más altos de la región. Lo anterior se ve mayormente favorecido por un segmento de productos ligados a administración de activos que evidencia una mayor consolidación que otros países en Latinoamérica, destacando un mercado de capitales de mayor estabilidad y profundidad relativa sustentado en el sólido marco regulatorio de la industria financiera.

Fitch no prevé cambios significativos en la estructura del mercado de seguros, manteniendo niveles de atomización adecuada tanto en términos de mix de productos, mapa de participaciones de mercado y balance entre holdings locales e internacionales. El mercado de seguros en Chile, a pesar de ser relativamente pequeño en comparación con economías desarrolladas (USD 8.542 millones en los primeros 9 meses de 2012), mantiene un atractivo potencial de crecimiento y profundización que se ha traducido en el ingreso de nuevas aseguradoras, incluyendo tanto compañías nuevas (con foco a nichos) y

fusiones/adquisiciones, destacando incluso la ampliación de holdings eminentemente aseguradores hacia otros segmentos de la industria financiera.

Participación de Mercado Seguros Generales

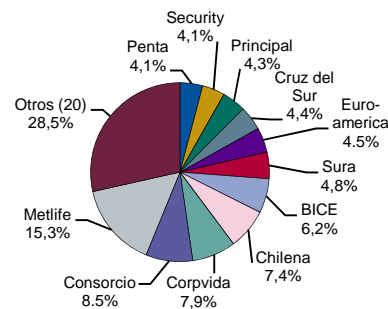
Prima Suscrita Sept. 2012 (CLP1.367 Bill.)



Fuente: Fitch Ratings.

Participación de Mercado Seguros de Vida

Prima Suscrita Sept. 2012 (CLP2.680 Bill.)



Fuente: Fitch Ratings.

Las expectativas de desarrollo de la economía incorpora tasas de crecimiento atractivas considerando el deprimido escenario mundial (PIB esperado de 4.9% para el 2013), manteniendo la tendencia de fortalecimiento de los indicadores de penetración y densidad de prima. La industria mantiene una distribución multicanal balanceada, destacando la injerencia de los canales de distribución masivos (bancarios y no-bancarios) en el fortalecimiento de la profundización de la industria en líneas personales.

La industria ha enfrentado durante los últimos años una serie de cambios normativos y regulatorios que han afectado los diversos segmentos de operación de seguros, sin embargo en opinión de Fitch estos tienden a fortalecer el marco regulatorio y ambiente operativo hacia las mejores prácticas internacionales. El mayor desafío se centra en el manejo de los niveles de capitalización e indicadores de apalancamiento de la industria, de cara a los cambios regulatorios mencionados, teniendo especial consideración que el nivel de apalancamiento de la industria de seguros en Chile es de los más elevados de la región.

Descenso en Crecimiento Económico y Reducción de Tarifas Moderará la Expansión del Primaje 2013

El 2012 fue un año que evidenció una brecha respecto de las expectativas iniciales de crecimiento, registrando un atractivo dinamismo en el primer trimestre que paulatinamente se fue deprimiendo durante el segundo y tercer trimestre de 2012, influido tanto por el comportamiento de líneas relevantes de vida como generales.

A sep-12 el primaje agregado registró un alza nominal de +7.8% respecto de igual período del año anterior (Generales +5.9% y Vida +8.9%), mientras que las estimaciones de cierre de año son algo más alentadoras (+13.2% en el agregado, +18.5% Vida y +4.5% Generales) acusando la influencia de un mayor dinamismo de líneas específicas durante el último trimestre del año, como vehículos, rentas vitalicias y coberturas de vida con ahorro y en menor grado el efecto de ajustes de precios en otras líneas de vida, como salud.

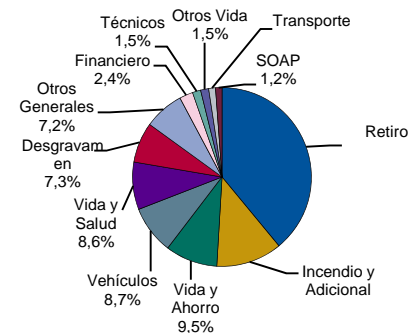
Las expectativas de crecimiento para el 2013 son menos optimistas reafirmando la condición de madurez del mercado, las menores expectativas de crecimiento económico y ajustes a la baja de tasas esperadas en líneas de relevancia, que bordearía un +6% en el agregado (rangos de entre +1%/+3% en Vida y +9%/+12% en Generales). Es importante mencionar que

el menor crecimiento esperado en vida refleja la expectativa de un ajuste en la brecha de la tasa de retiro programado y renta vitalicia, el cual explicó durante el 2012 el amplio crecimiento del segmento. Así en opinión de Fitch de mantenerse la brecha actual de tasas podríamos enfrentar otro año record en prima de rentas vitalicias y el crecimiento del segmento de vida podría ubicarse en un rango de entre +4%/+6%. Paralelamente, el segmento de vida incorpora los potenciales efectos de ajustes de tarifa asociados a procesos de licitación de carteras bajo los nuevos parámetros regulatorios (AFP y carteras hipotecarias) y en SOAP como consecuencia de la caída siniestral por los estrictos castigos por manejo bajo la influencia del alcohol.

El 2013 supone importantes desafíos a la industria aseguradora en su conjunto, frente a un escenario económico internacional que mantendrá altos niveles de incertidumbre, recurrentes desafíos en términos de requerimientos regulatorios y canales de distribución más consolidados.

La agencia prevé que el escenario de intensa competencia histórico se mantendrá en todos los ámbitos de negocios, aunque mantiene su percepción de sólidos criterios de suscripción a nivel de industria, por lo que no vislumbra una guerra de precios por participación de mercado. Estimamos que la incipiente expansión de algunas compañías de capitales locales fuera de las fronteras de Chile es un indicio de una tendencia de expansión de mayor masividad en el mediano plazo, la cual si bien hoy incorpora ventajas comparativas de nicho, en un futuro cercano podrían alcanzar posicionamientos multiproducto. En este sentido, Fitch valora las fortalezas de la calidad técnica de suscripción en el mercado local y la gestión de canales de distribución, especialmente masivos, lo que sumado a la buena posición de riesgo soberano del país se traduce en un buen trampolín de crecimiento fuera de las fronteras.

Diversificación Prima Suscrita
Sept. 2012 (CLP4.047 Bill.)



Fuente: Fitch Ratings.

Adecuado Resultado de Operaciones y Alta Injerencia de Ingresos Financieros

La industria de seguros en Chile enfrenta una elevada injerencia de los ingresos financieros sobre la utilidad neta al cierre de cada período, explicando la volatilidad de retornos. Sin embargo, a diferencia de otros países de la región ello tiene un componente centrado en la injerencia del segmento previsional y de administración de activos en la actividad agregada, y no a presiones sobre la suscripción en las líneas de seguros generales y vida tradicional.

Fitch estima que la evolución volátil del resultado neto se mantendrá durante el 2013, fuertemente alineado al comportamiento de los mercados bursátiles en Chile y el exterior. En términos de resultado técnico de seguros, las expectativas se mantienen favorables, destacando criterios técnicos de suscripción que no hacen prever cambios significativos en el índice combinado, aun cuando el segmento previsional enfrentaría un mayor ajuste de reservas como consecuencia de los nuevos requerimientos de valorización de descalce. En opinión de Fitch la exposición de resultado neto a eventos catastróficos es limitada, dada una adecuada protección de reaseguro.

A sep-12 la industria evidenció un fuerte aumento del resultado neto agregado nominal respecto de sep-11 (+213.5%), el cual compensó ampliamente los mayores requerimientos de

reservas asociados a la implementación del formato IFRS a partir del 2012. Lo anterior se explicó fundamentalmente por un escenario de pérdidas financieras menos significativas que el período anterior provenientes de inversiones en instrumentos de renta variable. Como ha sido costumbre en los últimos períodos, durante el 2012 los ingresos financieros han continuado enfrentando altos niveles de volatilidad producto de posiciones de inversiones en instrumentos de renta variable de algunas compañías en particular, que desde el 2° trimestre de 2012 vienen enfrentado un mercado bursátil deprimido y altamente volátil.

El segmento de seguros generales registró a sep-12 un fuerte incremento de su resultado neto que se reflejó en un alza de los indicadores de retorno, mayormente explicado por un mejor comportamiento del producto de inversiones (+126%), tanto por mayores ingresos financieros devengados como ingresos financieros no realizados. Si bien la injerencia de las inversiones en instrumentos de renta variable es muy limitada respecto del patrimonio (1,4% a sep-12) y se concentra en pocas compañías, el 2012 tuvo un efecto determinante en el agregado y favorable en comparación al año anterior. Lo anterior permitió compensar holgadamente un leve aumento en los niveles de siniestralidad e índice combinado, destacando que en términos generales el grueso de la industria mantiene competitivos y positivos retornos operacionales así como combinados inferiores a 100%.

Como es costumbre el segmento de seguros de vida presenta retornos volátiles determinados por el comportamiento de los ingresos financieros asociados a los amplios stocks de reservas previsionales administradas por las compañías que aseguran rentas vitalicias. A sep-12 la utilidad neta del segmento alcanzó los \$241.661 millones (USD510 millones) y evidenció un alza cercana a 336% respecto de igual período del año anterior con el consecuente impulso en los principales indicadores de retorno, determinada por un limitado impacto en el agregado proveniente de pérdidas por valorización de inversiones en instrumentos de renta variable en comparación al período anterior.

Resumen Indicadores de Desempeño Septiembre 2012 - Chile

(Millones CLP\$)	Prima Suscrita	Prima Retenida Neta	Resultado Operacional	Resultado Inversiones	Resultado Neto	ROAA (%)	ROAE (%)	Margen Neto (%)	Indice Combinado (%)	Indice Operativo (%)
Total Industria	4.047.000	3.385.956	-559.549	885.430	283.728	1,5	12,9	7,0	117,6	89,7
Seguros Generales	1.366.879	783.587	11.085	25.836	42.067	2,5	11,4	3,1	98,5	94,9
Tradicional	1.331.928	774.177	10.624	24.054	36.893	1,8	10,8	2,8	98,5	95,1
Credito y Garantias	34.951	9.410	461	1.783	5.174	7,6	18,5	14,8	95,3	77,1
Seguros de Vida	2.680.121	2.602.369	-570.634	859.594	241.661	1,4	13,3	9,0	123,3	88,2
Tradicional	446.071	427.377	71.799	38.846	93.831	10,3	21,9	21,0	83,5	74,6
Pensiones	2.234.050	2.174.992	-642.433	820.748	147.830	1,0	11,0	6,6	131,9	91,1

Fuente: Fitch Ratings

Nivel de Apalancamiento – Estabilidad Agregada vs. Alzas Particulares

Los indicadores de apalancamiento a nivel agregado se ven influidos mayormente por la volatilidad asociada a la valorización de inversiones de instrumentos ligados a retornos variables, el cual si bien responde a un acotado número de entidades con operaciones en rentas vitalicias, tienen amplia injerencia a nivel de industria. Paralelamente, los nuevos requerimientos regulatorios alineados a la supervisión basada en riesgo incentivarían el fortalecimiento patrimonial inicialmente vía inyección de capital.

El segmento de seguros generales enfrenta indicadores de apalancamiento de tendencia bastante estable (2.6x promedio los últimos 7 años), sin efectos relevantes el 2010 cuando la industria absorbió el efecto catastrófico del terremoto del 27 de febrero. Sin embargo, es importante destacar una mayor dispersión en los niveles de apalancamiento entre las distintas compañías, donde parte de las entidades relevantes de mercado en los segmentos de personas han evidenciado rangos más altos de apalancamiento (superior a 3.5x) y enfrentan niveles de menor holgura respecto del límite normativo de 5x.

El subgrupo de compañías de seguros de vida que no opera líneas de rentas vitalicias enfrentó un leve incremento en el nivel de apalancamiento el 2009 y desde entonces se mantiene en rangos estables y moderados (1.6x a sep-12). Fitch estima que dicho segmento se mantendrá sin alteraciones significativas en el corto y mediano plazo.

El subgrupo de compañías de seguros que administra carteras de rentas vitalicias mantiene niveles de apalancamiento elevados, tanto para el ámbito local como regional, alcanzando a sep-12 un índice de pasivo exigible sobre patrimonio de 10,7x. La volatilidad de los mercados financieros ha redundado en alzas del leverage agregado en torno a 1x y 1,5x respecto de la media histórica en rangos más cercanos a 9x, notando que los peaks de endeudamiento son coincidentes con años bursátiles deprimidos, como fue el 2008, 2010 y 2011. Fitch está consciente de la mayor dispersión del apalancamiento entre las compañías que componen el segmento, correlacionadas a la volatilidad implícita de los retornos financieros, sin embargo estima necesario un paulatino fortalecimiento patrimonial que permita limitar cualquier presión sobre la capacidad de las compañías de enfrentar tanto volatilidad en la valorización de inversiones como potenciales efectos de pérdidas realizadas ligados al riesgo crediticio de la cartera.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP:// FITCHRATINGS.COM.](http://fitchratings.com/) / UNDERSTANDINGCREDITRATINGS. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una clasificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una clasificación. La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una clasificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la clasificación. La clasificación no incorpora el riesgo de pérdida por otros riesgos que no estén relacionados con el riesgo crediticio, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados sólo con el propósito de ser contactos. Un informe con una clasificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 10.000 y USD 1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una clasificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes del mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular.