

**Seguros  
Argentina  
Reporte Especial**

**El mercado asegurador argentino  
Resultados y perspectivas 2010**

**Analistas**

María Fernanda López  
+54 11 5235-8100  
[mariafernanda.lopez@fitchratings.com](mailto:mariafernanda.lopez@fitchratings.com)

Eduardo Sisti  
+54 11 5235-8131  
[eduardo.sisti@fitchratings.com](mailto:eduardo.sisti@fitchratings.com)

Darío Logiodice  
+54 11 5235-8136  
[dario.logiodice@fitchratings.com](mailto:dario.logiodice@fitchratings.com)

Juan Vitali  
+54 11 5235-8134  
[juan.vitali@fitchratings.com](mailto:juan.vitali@fitchratings.com)

Rodrigo Salas  
+ 56 2 499 3300  
[rodrigo.salas@fitchratings.com](mailto:rodrigo.salas@fitchratings.com)

**Información Relacionada**

- "El Mercado asegurador argentino - Resultados y perspectivas 2009" ([www.fitchratings.com.ar](http://www.fitchratings.com.ar))
- "Latin American Insurance Review & Outlook 2010: Good Growth Prospects but Challenges Ahead" (<http://www.fitchratings.com>)

**Resumen ejecutivo**

- Después de un año 2009 con un crecimiento nulo del PBI según los datos oficiales (0,8%) y de caída del producto según cifras privadas (en torno al 3%), se espera para el presente año un crecimiento en el rango del 3/5% anual; no obstante esto último, existe aún una condición de incertidumbre por la inestabilidad política y la creciente presión inflacionaria que produce la demanda agregada expansiva por el creciente gasto fiscal, los estímulos al consumo y el bajo nivel de inversión privada que limita el crecimiento de la productividad.
- Con relación a la industria aseguradora, el crecimiento interanual de la producción (enedic) a valores constantes -Fuente: Com. SSN n° 2345- es del 3,9% a dic'09 (vs. 8,4% a dic'08) en este sentido los ramos de seguros patrimoniales y de vida mantienen una consistente dinámica con incrementos del 11,3% y del 7,2% respectivamente, mientras que cae la producción de seguros de retiro (-74,5%) afectada por la desaparición del ramo de retiro previsional. El resultado técnico de la industria a dic'09 -6 meses del ejercicio fiscal- registró un importante retroceso derivado del aumento de la siniestralidad y de los costos, con lo cual aumentó en 8 pp el ratio combinado agregado. Sin embargo, el resultado neto fue positivo y duplicó al alcanzado en dic'08 debido al fuerte aumento de los ingresos financieros que reflejaron la mejora de los rendimientos de los portafolios de inversiones (especialmente títulos públicos, que representan el 50.4% de las carteras).
- Fitch no espera mayores modificaciones durante el presente año en términos de:
  - a) Composición estructural, que se caracteriza por: a.1) una baja penetración (2.54% del PBI a jun'09), a.2) una elevada atomización de productores y compañías (aunque disminuye gradualmente los últimos años), a.3) una alta concentración de la producción en los ramos autos y riesgos de trabajo (56% de la sucrpción), además de bajos incentivos para los seguros de vida con capitalización, y a.4) un elevado nivel global de retención (mayor al 80%).
  - b) Crecimiento de la suscripción: se estima una tasa real en torno al 5/8% en función del aumento esperado del PBI, las buenas expectativas con relación a patentamientos y al desarrollo del sector agrícola que impactaría en los ramos automotores, riesgos agrícola y transporte, entre otros.
  - c) Rentabilidad: la industria sigue operando sobre el punto de equilibrio técnico a pesar del creciente índice combinado, con lo cual la rentabilidad final continúa estando sujeta a la posible volatilidad del resultado financiero.
  - d) Capitalización estable, con un ratio sistémico de Pasivo/PN en torno al 4%.
- En el mediano plazo los mayores desafíos de la industria pasan por: i) controlar el impacto de la modificación regulatoria de nov'09 para las compañías que operan en el ramo de riesgos del trabajo (a dic'09 el efecto sobre el desempeño técnico del ramo fue significativo), ii) sostener medidas de carácter integral en función de la inflación esperada y sus efectos sobre: las reservas, costos de estructura, valuación de las inversiones, tasas de reaseguros, etc., y iii) ajustar los controles y políticas de gestión de la siniestralidad y litigiosidad que conservan elevados niveles.
- La modificación normativa de mayor relevancia fue la emisión del decreto del PEN n° 1694/nov'09 dirigido a ajustar ciertas disposiciones del marco normativo de la ley de riesgos del trabajo consideradas inconstitucionales en fallos de la CSJ en 2004. Para Fitch, si bien era necesaria una reforma al sistema vigente, esta modificación no surge de un consenso entre los actores y no contribuye a atenuar la elevada litigiosidad del ramo. Por su parte, los efectos de la medida sobre las compañías serán heterogéneos en función de sus políticas de suscripción con relación a las características de las empresas abordadas, al perfil socioeconómico de los asegurados y a las políticas de prevención de accidentes.

Calificación de Argentina: IDR LT: 'B-' Techo país: 'B'
---

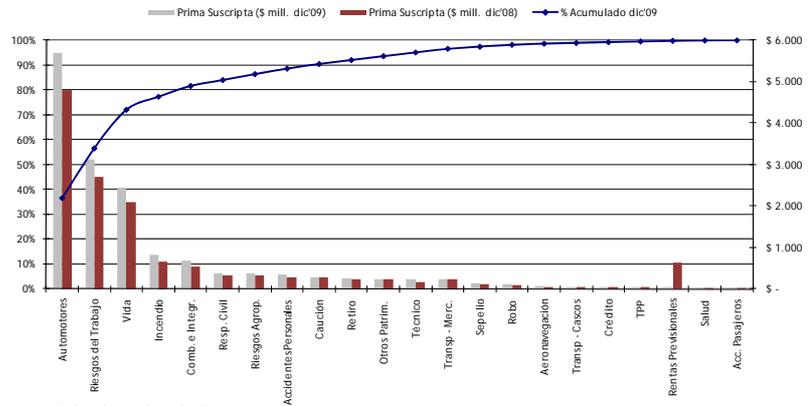
### Situación del ambiente operativo

**Condiciones macroeconómicas.** Durante 2009 se registró un crecimiento nulo del PBI (0,8%), según los datos oficiales, y una caída del producto (en torno al 3%), según cifras privadas; para el presente año se espera un crecimiento en el rango del 3/5% anual; sigue existiendo, sin embargo, una condición de incertidumbre derivada de la inestabilidad política (factor que estuvo detrás de crisis anteriores) y de la creciente presión del factor inflación (nivel esperado de 20/25% anual); la presión inflacionaria deriva de una demanda agregada expansiva afectada por el creciente gasto fiscal, de los estímulos al consumo y del estancado nivel de inversión privada. Favorablemente, se estima que un importante flujo de divisas ingresaría al país debido a las buenas condiciones de la cosecha de *commodities* agrícolas que contribuiría a sostener el consumo y el valor de la moneda local (no obstante se mantienen expectativas de depreciación gradual).

**Ambiente normativo y regulatorio.** En nov'09, el Poder Ejecutivo Nacional emitió el decreto n°1694 tendiente a ajustar ciertas disposiciones del régimen de riesgos del trabajo creadas por la Ley 24.557 y consideradas inconstitucionales en fallos de la Corte Suprema de Justicia (CSJ) en 2004. Básicamente, las medidas incluyen: primero, el incremento de las prestaciones dinerarias: i) mínimo \$180 mil y no se establece un máximo para la indemnización por accidente laboral y ii) la suba de los adicionales a la indemnización principal cuando la incapacidad es superior al 50%; segundo, la creación de un registro de prestadores médico-asistenciales; tercero, disposiciones sobre pagos de prestaciones dinerarias, y cuarto, medidas relacionadas a la gestión y coberturas del sistema de riesgos del trabajo (controles sobre la determinación de alícuotas e impulso a la creación de entidades sin fines de lucro). Para Fitch, si bien era necesaria una reforma de dicha ley, el decreto no surge de un consenso entre agentes involucrados, y se estima que no contribuye a atenuar el progresivo crecimiento en la litigiosidad del ramo (principal factor de riesgo). Respecto a las compañías que operan en el ramo, por un lado, éstas han ejecutado significativos ajustes en las primas; y por otro lado, los efectos de la medida serán heterogéneos en función de las políticas de suscripción adoptadas -p.e. características de las empresas (tamaño, sector económico, etc.), perfil socioeconómico de los asegurados y políticas de prevención de accidentes. En el anexo se exponen las principales normas emitidas por el ente regulador de la actividad aseguradora local.

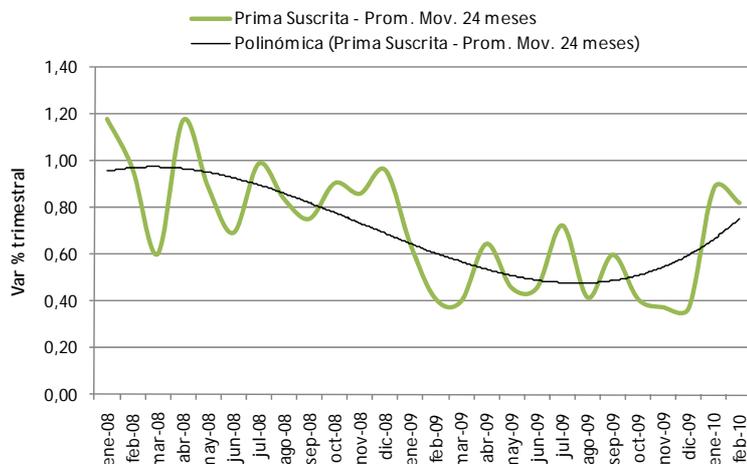
### Características estructurales del sector

**Suscripción.** El crecimiento interanual real de la producción a dic'09 fue del 3,9% a (vs. 8,4% a dic'08); siendo que los ramos de seguros patrimoniales y de vida registran incrementos del 11,3% y del 7,2% respectivamente, mientras que la producción de seguros de retiro cayó un 74,5% afectada por la desaparición del ramo de retiro previsional, téngase en cuenta que el cambio en el sistema jubilario implicó que el Estado Nacional pasara a solventar íntegramente las prestaciones por invalidez y fallecimiento. Como se observa en la gráfica, automotores y riesgos del trabajo con el 56% de la prima suscripta continúan siendo los principales focos de actividad.



Fuente: Fitch en base a datos de SSN

Hacia delante, Fitch considera que, teniendo en cuenta las mejores perspectivas para la demanda de seguros en el mercado argentino y las mayores tasas de inflación, la suscripción de la industria mostrará signos de recuperación respecto al año 2009. Ante este escenario es posible que aumente la competencia por la obtención de una mayor participación de mercado que podría derivar en cierta propensión a suscribir riesgos inadecuados y flexibilizar la política de precios de las compañías. Además, se estima probable que la industria siga operando con márgenes técnicos negativos, en la medida que la Res. 32.080 permite imputar parte de los resultados financieros a los resultados operativos por ramos, por lo que Fitch considera que la rentabilidad de la industria continuará estando sujeta a la posible volatilidad del resultado financiero.



Fuente: Fitch en base a datos de SSN.

**Concentración.** La cantidad de entidades de la industria decrece sostenidamente. Específicamente, en el período '02-'09 la disminución fue del 13%, con una mayor reducción relativa entre las compañías que realizan la operatoria de seguros de vida: -32%, las más afectadas durante y luego de la crisis. Cabe mencionar que de las 103 compañías patrimoniales o mixtas, seis no presentan actividad (no suscriben prima actualmente). A su vez, a dic'09 una segmentación de las compañías del sector por tipo de operación arroja que 76 compañías son multiproductoras patrimoniales, existen 15 compañías especializadas en ramos patrimoniales (en particular en seguros de crédito y caución), 16 aseguradoras se focalizan en ofrecer seguros de retiro, 14 en riesgos del trabajo, 5 en coberturas de transporte público de pasajeros y 36 se especializan en productos de seguros de vida. De lo anterior surge que aproximadamente el 50% de las compañías del mercado se especializa en ofrecer coberturas que corresponden a algún segmento de los ramos en particular. Esto

último, no quiere decir que dichas empresas sean monoproductoras, bajo esta modalidad sólo 43 empresas operan en el mercado.

Cantidad de compañías de seguros					
	Jun'09	Jun'08	Jun'02	Jun'97	Jun'92
Patrimoniales ó Mixtas	103	103	109	153	200
Riesgos del Trabajo	15	14	14	17	0
Vida	39	44	58	72	6
Retiro	21	22	24	34	33
<b>TOTAL</b>	<b>178</b>	<b>183</b>	<b>205</b>	<b>276</b>	<b>239</b>

Fuente: SSN

Asimismo, los indicadores de concentración en función del volumen de primas suscritas de las 3, 5 y 10 principales compañías de cada segmento, reflejan un ambiente de marcada competencia en seguros generales respecto de los otros. En general, se puede considerar que no ha variado sustancialmente, desde 2003 a la fecha, el grado de concentración en el mercado, y los incrementos de participación se producen no por adquisición o absorción de otras compañías sino por un mayor volumen de producción. Además, se destaca el incremento en la concentración en el mercado de seguros de retiro en el que las primeras tres compañías pasaron de concentrar el 57% de la producción en 2003 a representar el 80% de dicho mercado, producto de la menor operatoria en los seguros de rentas vitalicias y periódicas ligadas al anterior sistema jubilatorio, el cual representaba la principal línea de negocio para varias compañías del segmento. Por otro lado, Fitch mantiene su postura analítica respecto a lo que diagnosticara tiempo atrás: debido a la presencia de gran cantidad de compañías pequeñas, existen oportunidades futuras de consolidación para aquellas entidades que buscan crecer inorgánicamente. En general, Argentina sigue siendo el mercado menos concentrado del continente latinoamericano.

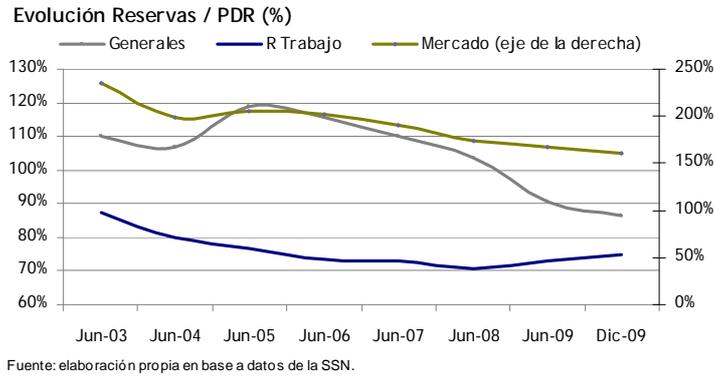
Ratios de participación de mercado								
	Generales		ART		Vida		Retiro	
	2003	2009	2003	2009	2003	2009	2003	2009
CR3	22,8%	25,6%	38,9%	43,6%	45,7%	39,9%	57,6%	79,9%
CR5	35,1%	36,2%	58,3%	61,2%	60,6%	55,2%	82,3%	86,1%
CR10	57,4%	53,4%	92,3%	93,7%	80,7%	71,3%	98,3%	97,6%

CR: Ratios de concentración de la prima suscrita de las primeras 3, 5 y 10 compañías líderes del mercado

\*Producción a junio de cada año

**Reservas.** En cuanto a los riesgos relacionados con el cálculo de reservas, Fitch hace hincapié en que se deberá atender especialmente : i) a los efectos de la presión inflacionaria y ii) a las medidas que las compañías implementen en sus balances reduciendo reservas para suavizar sus resultados técnicos.

Estos riesgos dificultan una clara proyección de la fortaleza de los balances debido a las divergencias que se pueden generar entre primas, reservas, montos de las sentencias y el aumento en los costos de los siniestros. Por lo tanto, esta situación podría generar descalces que afecten la solvencia y la rentabilidad. Al respecto, la gráfica adjunta muestra la evolución de la razón reservas sobre prima devengada retenida en la cual, si bien el ratio permanece en un nivel elevado, la tendencia es decreciente. Sin embargo dicha trayectoria parece suavizarse hacia dic'09, producto de un mayor volumen de reservas del conjunto de compañías de riesgos del trabajo y a un movimiento más estable del ratio para compañías de seguros generales.

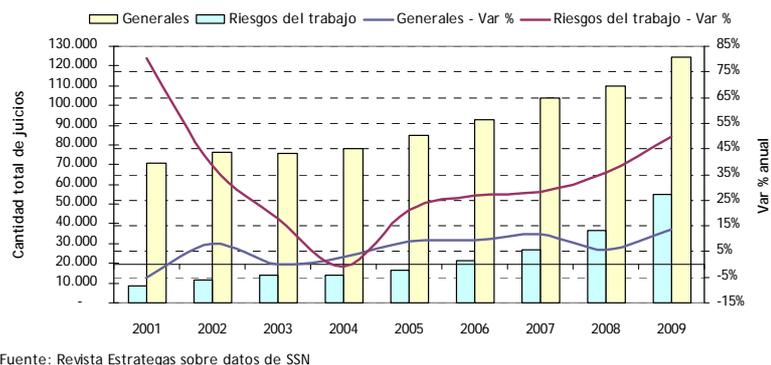


En general, se considera que las reservas de la industria son suficientes, aunque ante la perspectiva de mayores tasas de inflación y un mayor apetito por el riesgo por parte de las compañías, una disminución sustancial del ratio reservas/prima devengada retenida, para Fitch implicaría un aumento del riesgo de inadecuación de reservas.

**Juicios.** Con datos a jun'09, se observa que en los últimos cuatro años la cantidad de juicios y mediaciones aumenta a tasas superiores al 10%, y se detenta una aceleración en el último año como consecuencia de la mayor litigiosidad en las coberturas de riesgos del trabajo. Si bien la tasa de crecimiento en el segmento de generales también mostró un nivel mayor al de 2008, su porción relativa en el stock de juicios disminuye producto de la creciente participación de juicios por riesgos del trabajo (26% del total). En el resto de los segmentos la situación es estable. Fitch entiende que la gestión de la conflictividad en el reclamo de siniestros constituye un importante factor de evaluación de la calidad técnica de la administración de las compañías de seguros. De acuerdo a lo ya mencionado con relación al cambio regulatorio en seguros de riesgos del trabajo, será un aspecto relevante para las compañías que explotan este tipo de riesgo, no sólo una buena suscripción de riesgos, sino también una eficiente administración de los reclamos a fines de mantener controlada la litigiosidad del ramo.

Ranking Generales	Dic'09
Caja Seguros	9,4%
Federación Patronal	8,4%
Mapfre Argentina	6,1%
Sancor Coop. de Seguros	5,9%
HSBC Buenos Aires	5,0%
La Meridional	4,9%
San Cristobal	3,7%
Zurich Argentina	3,1%
La Segunda Seg. Generales	3,1%
Provincia Generales	3,0%
Allianz Argentina	2,8%
Nacion Seguros	2,2%
Seguros Bernardino Rivadavia	2,1%
La Mercantil Andina	2,0%
Royal & Sun Alliance	1,8%

\*Primas y recargos



### Desempeño del sector

El resultado técnico de la industria a dic'09 -6 meses del ejercicio fiscal- registró un importante retroceso respecto al año anterior derivado del aumento de la siniestralidad (ratio de siniestralidad neta: 63.8% a dic'09 vs. 59.0% a dic'08) y de los costos (ratio de eficiencia: 51.4% vs. 48.1%), con lo cual aumentó en 8 pp el ratio combinado hasta 110%. Sin embargo, el resultado neto final fue positivo y duplicó al alcanzado en dic'08 debido al fuerte aumento de los ingresos financieros que reflejaron la mejora de los rendimientos de los portfolios de inversiones (especialmente títulos públicos, que representan el 50.4% de las carteras).

### Seguros patrimoniales<sup>1</sup>

El mercado de seguros generales mostró un crecimiento de la prima suscripta del 18,4% a dic'09, pero mantuvo la desaceleración de su tasa de crecimiento observada desde sep'08 (32,7%); sin embargo, en el trimestre sep-dic'09 el mercado mejora acorde con la tendencia de la actividad económica. Los seguros de automotores son el principal ramo impulsor de las ventas del segmento con una participación de 55%, seguido por los ramos de incendio (8%), vida (8%) y combinado (6%).

Las compañías de seguros generales registraron a dic'09 un aceptable desempeño. La utilidad antes de impuestos aumentó un 161% respecto de dic'08, debido al buen resultado financiero (\$882 millones), consecuencia de la recuperación del mercado financiero local que impactó favorablemente sobre los resultados por tenencias de las compañías (y en menor medida, por intereses). Sin embargo, el resultado técnico registró un mayor quebranto comparado con al año anterior (\$502 millones) producto del mayor crecimiento en los costos operativos con relación a la prima generada.

Con respecto a la siniestralidad neta del segmento (57,9%), se mantiene en un nivel similar al observado en dic'08 (57,7%) y jun'09 (57,5%). Si bien la PDR aumentó, los siniestros incurridos netos lo hicieron en similares proporciones. La estructura de costos del mercado de seguros generales muestra una tendencia ascendente que ha implicado un progresivo incremento en el ratio costos operativos netos / PDR durante los últimos tres ejercicios. Si bien el mencionado deterioro en la eficiencia ha sido producto de los crecientes gastos de adquisición en los ejercicios anteriores, durante el pasado ejercicio adquirió importancia la aceleración de los gastos de administración.

Mercado de Seguros Generales					
Millones de \$	Dic'09	Dic'08	Jun'09	Jun'08	Jun'07
<b>Activos Líquidos</b>	12.246	9.670	11.536	8.702	7.830
Préstamos	52	51	55	41	52
Primas por Cobrar	6.496	5.461	5.663	4.782	3.455
Cuentas con Reaseguradores	349	282	329	302	253
Inmuebles y Activo Fijo	1.535	1.401	1.461	1.329	1.333
Inversiones en subsidiarias y relacionadas	0	0	0	0	0
Otros Activos	2.030	1.563	1.776	1.550	1.223
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>22.708</b>	<b>18.429</b>	<b>20.821</b>	<b>16.706</b>	<b>14.145</b>
Obligaciones con Asegurados	9.865	8.127	9.248	7.551	6.495
Compromisos Técnicos	3.783	3.271	3.420	2.924	2.213
Obligaciones con Entidades Financieras	0	0	0	0	0
Obligaciones con Reaseguradores (y coaseguradores)	861	784	617	485	391
Cuentas por Pagar	2.824	2.310	2.592	2.000	1.498
Otros Pasivos	770	332	600	259	302
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>18.103</b>	<b>14.825</b>	<b>16.478</b>	<b>13.220</b>	<b>10.899</b>
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>4.604</b>	<b>3.604</b>	<b>4.343</b>	<b>3.486</b>	<b>3.246</b>
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
Prima Devengada Retenida	7.884	6.434	14.010	10.663	8.225
Siniestros Incurridos Netos	4.565	3.710	8.053	6.134	5.063
Costos de Operación Netos	3.853	3.122	6.553	4.866	3.799
<b>Resultado de Operación o Resultado Técnico</b>	<b>-502</b>	<b>-354</b>	<b>-575</b>	<b>-315</b>	<b>-604</b>
<b>Resultado Financiero</b>	<b>882</b>	<b>467</b>	<b>1.356</b>	<b>552</b>	<b>844</b>
Partidas Extraordinarias	20	40	21	73	-4
Participación en Afiliadas o Subsidiarias	0	0	0	0	0
Utilidad Antes de Impuestos	400	153	802	310	237
Impuestos	135	36	235	118	72
<b>Utilidad Neta</b>	<b>265</b>	<b>117</b>	<b>567</b>	<b>192</b>	<b>165</b>

\*En el rubro Otros activos están incluidos los patrimonios netos de las cías que poseen ART continuadoras.  
Fuente: elaboración propia en base a datos de la SSN.

<sup>1</sup> Para el desarrollo de esta sección sólo se consideraron las compañías que, teniendo la autorización por parte de la SSN para operar en seguros generales, su producción bruta de seguros patrimoniales superaba a la producción de seguros de vida.

El indicador de ingreso financiero neto con relación a la prima devengada mejoró respecto de dic'08, y se mantuvieron los altos rendimientos obtenidos al cierre de jun'09. No obstante, cabe recordar la distorsión que generara la Res. N° 33.769 de la SSN sobre los estados de resultados de las compañías, que dio la opción a las compañías de seguros a valorar acciones, FCI y ON a precios del 30/06/2008 y títulos públicos a valor técnico. Sin embargo, las cotizaciones de títulos públicos al cierre de dic'09, en su mayoría, estaban por encima de su valor técnico, mientras que las diferencias de cotizaciones que comenzaron a amortizarse en sep'09, no reflejan montos importantes. Asimismo, Fitch considera que este tipo de ganancias son más bien volátiles, por lo tanto escasamente previsibles al momento de analizar su posible evolución a futuro.

Generales	Dic-09*	Dic-08*	Jun-09	Jun-08	Jun-07	Jun-06	Jun-05	Jun-04	Jun-03
% de Retención	80,2%	80,1%	82,2%	80,2%	80,6%	79,9%	79,1%	79,2%	74,1%
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	57,9%	57,7%	57,5%	57,5%	61,6%	60,4%	57,8%	61,0%	70,4%
Costos de Operación Netos/Prima Devengada Retenida (%)	48,9%	48,5%	46,8%	45,6%	46,2%	46,7%	44,5%	42,9%	42,8%
Resultado Técnico/Prima Devengada Retenida (%)	-6,4%	-5,5%	-4,1%	-3,0%	-7,3%	-6,3%	-2,9%	-2,4%	-11,1%
Combined Ratio (%)	106,4%	105,5%	104,1%	103,0%	107,3%	106,3%	102,9%	102,4%	111,1%
Operating Ratio (%)	97,6%	99,2%	96,1%	99,9%	100,9%	99,8%	96,8%	98,8%	106,3%
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada (%)	8,7%	6,3%	8,0%	3,0%	6,4%	6,5%	6,1%	3,5%	4,8%
ROAA (%)	2,4%	1,3%	3,0%	1,1%	1,2%	1,3%	2,3%	1,6%	-3,7%
ROAE (%)	11,8%	6,6%	14,5%	4,9%	4,7%	4,8%	8,1%	5,5%	-12,3%
Pasivo/Patrimonio (veces)	3,9	4,1	3,8	3,4	3,1	2,9	2,5	2,4	2,3
Reservas/Pasivo (veces)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Reservas/Prima Devengada Retenida (%)	86,6%	88,6%	90,4%	103,7%	110,3%	115,7%	118,8%	106,7%	110,1%
Primas/Patrimonio (veces)	3,4	3,6	3,2	2,6	2,2	2,0	1,7	1,8	1,6
Patrimonio/Activo (%)	20,3%	19,6%	20,9%	22,8%	24,6%	25,6%	28,3%	29,1%	30,1%
Activos Líquidos/(Reservas + Oblig) (veces)	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Activos Líquidos/Pasivos (veces)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Inmuebles/Activo Total (%)	6,8%	7,6%	7,0%	7,6%	9,2%	9,9%	11,0%	12,2%	13,6%
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	118,9	122,3	119,7	134,9	126,5	122,3	113,3	99,9	92,6

Fuente: elaboración propia en base a datos de la SSN.

\* Corresponde a los tres meses de Jul09-Sept09. Las columnas a junio son indicadores con ejercicios anuales

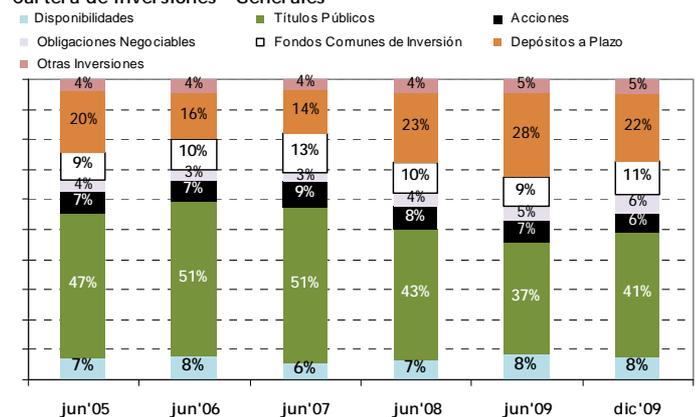
En lo relativo a la **capitalización** del sector, se observa que tanto el apalancamiento financiero como el operativo presentan una tendencia creciente y niveles relativamente elevados. Teniendo en cuenta un contexto de recuperación en el crecimiento de la producción, la aceleración de la tasa de inflación y la persistencia de resultados técnicos negativos, la solvencia de las compañías de seguros generales podría verse afectada por la volatilidad del resultado financiero.

Los dos componentes más importantes del activo de las compañías son los activos líquidos (53,9%) y los premios a cobrar (28,6%), mientras que la proporción inmovilizada del activo se mantiene en niveles aceptables (6,7%).

A dic'09 la composición de la cartera de inversiones muestra un perfil similar al observado al cierre de los últimos dos ejercicios, con una mayoritaria participación de títulos públicos (41%) y depósitos a plazo fijo (22%) de los activos líquidos totales.

El desafío para las compañías de seguros, en especial para las que comercializan seguros con una cola de siniestro mayor a un año (como puede ser los seguros de garantía extendida y responsabilidad civil dentro de las compañías de seguros generales), es minimizar la pérdida de valor real de sus reservas producto de una elevada tasa de inflación, con una adecuada política de inversión sin asumir riesgos excesivos. En este contexto adquiere mayor importancia la política de suscripción y precios de las compañías que deberán de tener en cuenta esta potencial erosión de sus reservas y un adecuado manejo de activos y pasivos.

Cartera de Inversiones - Generales



Fuente: elaboración propia en base a datos de SSN

Ranking Riesgos del Trabajo	Dic'09
Prevención ART	19,4%
Mapfre ART	12,5%
Consolidar ART	11,8%
Asociart ART	9,5%
La Caja ART	8,1%

\*Primas y recargos

### Riesgos del trabajo<sup>2</sup>

Las compañías aseguradoras de riesgos del trabajo registraron a dic'09 un marcado deterioro respecto del año anterior como consecuencia del creciente déficit técnico. La utilidad antes de impuestos acumuló una pérdida de \$4 mill (vs. resultado positivo de dic'08: \$186 mill.). El acelerado deterioro del resultado técnico es el principal factor explicativo, y se ha acumulado una pérdida en el semestre de \$333 mill. consecuencia de una mayor siniestralidad. Si bien el sector registró un buen resultado financiero (\$329 mill.), no alcanzó a compensar la pérdida operativa.

La tendencia en los indicadores de siniestralidad es creciente desde marzo de 2008, producto de dos factores, la creciente litigiosidad del sector antes mencionada y el menor crecimiento del primaje como consecuencia del menor nivel de actividad y empleo durante el último año. A pesar de la ralentización en la evolución de la producción, los indicadores de eficiencia se mantuvieron estables respecto de dic'08, y se observó una leve tendencia ascendente en los gastos de administración en porcentaje de prima a lo largo de los últimos tres ejercicios. Como consecuencia del incremento en la siniestralidad, a dic'09 el ratio combinado alcanzó niveles de 120 pb por encima del *break-even*. Si bien se espera que el incremento en las alícuotas (tarifas) implementado por las compañías de seguros a principios de 2010 impacten favorablemente en el resultado técnico de las compañías en el corto plazo, el posible mayor riesgo por litigios podría demandar un alza de precios a futuros y una mejor política de suscripción de riesgos por parte de las compañías.

Mercado de Seguros de Riesgos del Trabajo					
Millones de \$	Dic'09	Dic'08	Jun'09	Jun'08	Jun'07
<b>Activos Líquidos</b>	5.390	4.276	5.095	3.983	3.293
Préstamos	0	0	0	0	0
Primas por Cobrar	259	226	239	177	118
Cuentas con Reaseguradores	8	7	7	4	4
Inmuebles y Activo Fijo	124	91	104	75	62
Otros Activos	354	209	267	169	158
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>6.135</b>	<b>4.809</b>	<b>5.713</b>	<b>4.408</b>	<b>3.635</b>
<b>Obligaciones con Asegurados</b>	<b>3.791</b>	<b>2.834</b>	<b>3.335</b>	<b>2.494</b>	<b>1.997</b>
Compromisos Técnicos	338	283	323	225	146
Obligaciones con Entidades Financieras	0	0	0	0	0
Obligaciones con Reaseguradores (y coaseguradores)	7	4	7	4	3
Cuentas por Pagar	802	673	787	594	519
Otros Pasivos	71	72	69	71	54
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>5.009</b>	<b>3.865</b>	<b>4.521</b>	<b>3.387</b>	<b>2.720</b>
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>1.126</b>	<b>944</b>	<b>1.192</b>	<b>1.021</b>	<b>915</b>
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
Prima Devengada Retenida	2.754	2.447	5.026	3.856	2.934
Siniestros Incurridos Netos	2.221	1.849	3.790	2.735	2.147
Costos de Operación Netos	840	717	1.484	1.097	817
<b>Resultado de Operación o Resultado Técnico</b>	<b>-333</b>	<b>-121</b>	<b>-274</b>	<b>-4</b>	<b>-56</b>
<b>Resultado Financiero</b>	<b>329</b>	<b>308</b>	<b>675</b>	<b>249</b>	<b>350</b>
Partidas Extraordinarias	0	0	-2	0	7
Participación en Afiliadas o Subsidiarias	0	0	0	0	0
Utilidad Antes de Impuestos	-4	186	399	244	301
Impuestos	7	90	153	81	116
<b>Utilidad Neta</b>	<b>-11</b>	<b>96</b>	<b>246</b>	<b>164</b>	<b>185</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos de la SSN.

El indicador de ingreso financiero neto sobre PD (9,6%) se mantuvo en un nivel similar a dic'08 (10,5%), reflejando el adecuado resultado financiero que le provee las tenencias de títulos públicos e intereses por depósitos a plazo (aunque se debe también aquí considerar los ajustes en la valuación de las inversiones permitido por el ente regulador). Aunque a diferencia de lo observado en los otros segmentos de la industria, los resultados financieros no han sido capaces de compensar las crecientes e importantes pérdidas técnicas.

<sup>2</sup> Los indicadores presentados corresponden a las compañías que operan seguros de riesgos del trabajo en forma exclusiva.

Riesgos del trabajo	Dic-09*	Dic-08*	Jun-09	Jun-08	Jun-07	Jun-06	Jun-05	Jun-04	Jun-03
% de Retención	95,9%	99,8%	97,8%	99,7%	99,5%	99,3%	99,2%	92,6%	90,3%
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	80,6%	75,6%	75,4%	70,9%	73,2%	73,7%	72,8%	67,6%	71,0%
Gastos de Adquisición/Prima Devengada (%)	10,6%	10,2%	10,5%	10,0%	9,8%	9,5%	9,2%	10,0%	8,8%
Gastos de Administración/Prima Devengada (%)	19,8%	19,0%	19,0%	18,4%	17,9%	18,4%	20,1%	23,0%	24,5%
Costos de Operación Netos/Prima Devengada Retenida (%)	30,5%	29,3%	29,5%	28,5%	27,8%	28,0%	29,5%	33,9%	34,4%
Resultado Técnico/Prima Devengada Retenida (%)	-12,1%	-5,0%	-5,4%	-0,1%	-1,9%	-2,3%	-3,3%	-4,8%	-8,5%
Combined Ratio (%)	112,1%	105,0%	105,4%	100,1%	101,9%	102,3%	103,3%	104,8%	108,5%
Operating Ratio (%)	102,5%	94,4%	92,8%	95,8%	94,3%	95,1%	94,8%	98,8%	87,1%
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada (%)	9,6%	10,6%	12,6%	4,4%	7,6%	7,3%	8,6%	6,0%	21,4%
ROAA (%)	-0,4%	4,2%	4,9%	4,1%	5,6%	4,7%	3,9%	2,6%	0,2%
ROAE (%)	-1,8%	19,6%	22,2%	16,9%	20,7%	14,5%	10,2%	6,2%	0,5%
Pasivo/Patrimonio (veces)	4,4	4,1	3,8	3,3	3,0	2,4	1,8	1,5	1,2
Reservas/Pasivo (veces)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
Reservas/Prima Devengada Retenida (%)	75,0%	63,7%	72,8%	70,5%	73,0%	73,3%	76,9%	79,9%	87,2%
Primas/Patrimonio (veces)	4,9	5,2	4,2	3,8	3,2	2,5	1,7	1,2	0,9
Patrimonio/Activo (%)	18,4%	19,6%	20,9%	23,2%	25,2%	29,8%	36,1%	40,0%	45,1%
Activos Líquidos/(Reservas + Oblig) (veces)	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,7	1,9	2,2	2,5
Activos Líquidos/Pasivos (veces)	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Inmuebles/Activo Total (%)	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,9%	2,3%
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	16,3	16,6	16,7	16,5	14,4	18,7	13,7	14,2	18,2

Fuente: elaboración propia en base a datos de la SSN.

\* Corresponde a los tres meses de Jul-09-Sept-09. Las columnas a junio son indicadores con ejercicios anuales

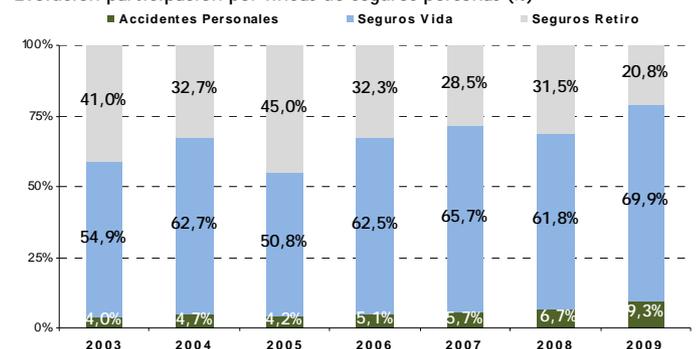
Respecto a la composición del activo de las compañías de seguros de riesgo de trabajo, el 87% corresponde a activos líquidos; esto representa una baja proporción de los activos inmovilizados (2%). Los dos instrumentos financieros con mayor peso en las carteras de inversión de las compañías aseguradoras de riesgos del trabajo son los títulos públicos y los depósitos a plazo (a dic'09 baja la participación de estos últimos en favor de FCI, ON y títulos públicos).

Como consecuencia del deterioro en la rentabilidad del sector y el incremento en la deuda con asegurados, el sector exhibe una tendencia creciente en el apalancamiento financiero, sin embargo no se esperan mayores incrementos en este indicador en la medida que mejore el resultado operativo de las compañías sobre la base de mayores precios por riesgo y de mejores políticas de suscripción de riesgos. Por otro lado, el indicador de reservas/PDR se muestra creciente respecto del año anterior, como resultado de la mayor cantidad de juicios de las compañías. Finalmente, los niveles de liquidez del sector permanecen en niveles satisfactorios con relación a sus pasivos.

### Seguros de personas<sup>3</sup>

La producción de los seguros de personas se compone de seguros de vida (69,9% de la prima suscrita), accidentes personales (9,3%) y seguros de retiro (20,8%). La tasa de variación real de la producción total de seguros de personas a jun'09 fue negativa (del -15,8%) producto de la caída en el segmento de Vida Previsional y Rentas Vitalicias y Periódicas como consecuencia del cambio del sistema jubilatorio (desaparición de las AFJP durante el segundo semestre de 2008), al cual estaba ligada la operatoria de este tipo de cobertura y que actualmente presenta carteras en *run-off*.

Evolución participación por líneas de seguros personas (%)



Fuente: Fitch en base a datos de SSN

### Seguros de vida

En lo relativo a las compañías que comercializan seguros de vida, a dic'09 (6 meses de ejercicio fiscal) la prima suscrita registró un incremento del 23,3% impulsado por el

<sup>3</sup> Para el desarrollo de esta sección se consideraron las compañías autorizadas para operar y comercializar seguros de vida exclusivamente y el conjunto de compañías de seguros que, teniendo la autorización por parte de la SSN para operar en seguros generales, su producción bruta de seguros de vida superaba a la producción de seguros patrimoniales.

Ranking Vida	Dic'09
Zurich Life	14,7%
MetLife	14,5%
HSBC- New York Life	13,5%
Mapfre Vida	10,7%
Prudential	8,7%
SMG Vida	8,0%
BHN Vida	5,7%
La Segunda Personas	3,9%
CNP Assurances	2,9%
Instituto de Salta	2,8%

\*Primas y recargos

dinamismo del ramo de vida colectivo directamente vinculado al crecimiento del crédito bancario. Este ramo se ha constituido en los últimos años en el principal factor de crecimiento del sector, al cierre del ejercicio (jun'09) representó el 76,6% de la prima suscripta de los seguros de vida.

Mercado de Seguros de Vida					
Millones de \$	Dic'09	Dic'08	Jun'09	Jun'08	Jun'07
<b>Activos Líquidos</b>	5.442	4.719	5.059	4.964	4.670
Préstamos	19	33	22	39	13
Primas por Cobrar	527	393	448	345	523
Cuentas con Reaseguradores	15	13	14	24	41
Inversiones en subsidiarias y relacionadas	0	0	0	0	0
Otros Activos	474	380	480	375	334
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>6.709</b>	<b>5.687</b>	<b>6.217</b>	<b>5.876</b>	<b>5.694</b>
Obligaciones con Asegurados	898	808	854	994	1.558
Compromisos Técnicos	2.463	1.888	2.179	1.816	1.730
Obligaciones con Entidades Financieras	0	0	0	0	0
Obligaciones con Reaseguradores (y coaseguradores)	89	75	87	62	50
Cuentas por Pagar	805	640	774	606	384
Otros Pasivos	120	105	109	106	137
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>4.376</b>	<b>3.516</b>	<b>4.003</b>	<b>3.584</b>	<b>3.859</b>
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>2.333</b>	<b>2.171</b>	<b>2.215</b>	<b>2.292</b>	<b>1.836</b>
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
Prima Devengada Retenida	1.586	1.680	2.790	3.108	2.961
Siniestros Incurridos Netos	574	292	642	826	1.938
Costos de Operación Netos	1.225	964	1.909	1.323	960
<b>Resultado de Operación o Resultado Técnico</b>	<b>-257</b>	<b>355</b>	<b>116</b>	<b>766</b>	<b>53</b>
<b>Resultado Financiero</b>	<b>774</b>	<b>-124</b>	<b>571</b>	<b>83</b>	<b>575</b>
Partidas Extraordinarias	0	-1	3	6	5
Participación en Afiliadas o Subsidiarias	0	0	0	0	0
Utilidad Antes de Impuestos	517	230	690	855	633
Impuestos	159	96	239	267	133
<b>Utilidad Neta</b>	<b>359</b>	<b>134</b>	<b>452</b>	<b>588</b>	<b>501</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos de la SSN.

A dic'09, la rentabilidad del conjunto de compañías cuyos principales productos son seguros de vida, aumentó considerablemente afectado fundamentalmente por el buen desempeño financiero que más que compensó el déficit del resultado técnico. La utilidad antes de impuestos acumuló en el primer semestre del ejercicio un saldo \$517 mill., producto de la recuperación de los mercados financieros, lo que se vio reflejado en el ROAA (11,1%) que estuvo por encima de lo observado a dic'08 (4,6%) y jun'09 (7,4%), tendencia que no necesariamente deberá mantenerse dada la volatilidad inherente a las ganancias por valuación de títulos.

La siniestralidad neta refleja un fuerte aumento a dic'09 (36,1%) con respecto a dic'08 (17,3%) y acorde con el incremento observado al cierre de jun'09. Esto se debió a varios factores, por un lado, a la menor prima devengada retenida debido a los mayores compromisos técnicos generados por los productos de vida con ahorro (producto de la recuperación en el valor de las carteras durante el segundo semestre) y a la menor retención de prima del sector. Por otro lado, al mayor volumen de siniestros netos consecuencia del incremento en el pago de siniestros y en las reservas netas de siniestros (téngase en cuenta que en los dos períodos anteriores las compañías liberaron reservas).

Los indicadores de eficiencia de las compañías de vida reflejan un creciente deterioro acorde con la dinámica de incremento de los costos, tanto de adquisición como administrativos, ante un volumen de producción relativamente estable a lo largo de los últimos tres ejercicios, en parte relacionada a la pérdida del mercado de vida previsional lo que implicó la pérdida de economías de escala. Ambos efectos, la mayor siniestralidad y costos, han significado que el ratio combinado registrase un nivel muy por encima de su punto de equilibrio (116,2%), aunque dicho comportamiento es menos delicado que el observado en el segmento de seguros generales, dado el peso de las coberturas de vida con ahorro que distorsionan el indicador combinado de alguna manera.

La pérdida técnica del sector se vio compensada por un muy buen resultado financiero, que se reflejó en el indicador de ingresos financieros/PD (38,5%). Finalmente, la liquidez del sector es buena acorde al tipo de productos que se comercializa. Los indicadores de apalancamiento financiero son bajos teniendo en cuenta el perfil de negocio, y esto podría estar relacionado con la creciente participación que ha tomado el ramo de vida colectivo dentro del segmento.

Vida	Dic-09*	Dic-08*	Jun-09	Jun-08	Jun-07	Jun-06	Jun-05	Jun-04	Jun-03
% de Retención	87,3%	92,0%	90,2%	92,6%	92,7%	92,4%	92,2%	94,2%	89,0%
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	36,2%	17,4%	23,0%	26,6%	65,5%	73,5%	72,0%	92,1%	309,4%
Costos de Operación Netos/Prima Devengada Retenida (%)	77,2%	57,4%	68,4%	42,6%	32,4%	33,2%	34,7%	34,4%	125,7%
Resultado Técnico/Prima Devengada Retenida (%)	-16,2%	21,1%	4,2%	24,6%	1,8%	-8,0%	-9,2%	-18,4%	-297,5%
Combined Ratio (%)	116,2%	78,9%	95,8%	75,4%	98,2%	108,0%	109,2%	118,4%	397,5%
Operating Ratio (%)	77,7%	89,1%	78,6%	72,2%	82,7%	92,5%	95,5%	106,5%	334,7%
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada (%)	38,5%	-10,2%	17,2%	3,2%	15,5%	15,4%	13,7%	11,9%	62,8%
ROAA (%)	11,1%	4,6%	7,5%	13,2%	11,8%	6,7%	3,9%	-3,5%	-1,2%
ROAE (%)	31,5%	12,0%	20,0%	39,8%	42,7%	26,9%	18,9%	-16,4%	-4,4%
Pasivo/Patrimonio (veces)	1,9	1,6	1,8	1,7	2,4	2,9	3,2	4,4	2,8
Reservas/Pasivo (veces)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Reservas/Prima Devengada Retenida (%)	105,9%	80,2%	108,7%	71,5%	98,8%	111,6%	135,4%	263,2%	546,0%
Primas/Patrimonio (veces)	1,4	1,5	1,3	1,9	2,2	2,2	2,1	1,5	0,5
Patrimonio/Activo (%)	34,8%	38,2%	35,6%	37,6%	29,1%	26,0%	23,9%	18,5%	26,2%
Activos Líquidos/(Reservas + Oblig) (veces)	1,6	1,8	1,7	1,7	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1
Activos Líquidos/Pasivos (veces)	1,2	1,3	1,3	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0
Inmuebles/Activo Total (%)	3,4%	2,6%	3,1%	1,6%	1,1%	1,2%	1,6%	3,8%	5,8%
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	52,3	38,7	52,1	15,9	43,9	44,6	44,3	67,6	143,8

Fuente: elaboración propia en base a datos de la SSN.

\* Corresponde a los tres meses de Jul09-Sep09. Las columnas a junio son indicadores con ejercicios anuales

El activo de las compañías está mayoritariamente compuesto de activos líquidos (81,1%), un 7,8% de premios por cobrar y el resto por otros activos (7,1%) y activos inmovilizados (3,4%). La cartera de inversiones refleja una elevada posición de títulos públicos (39%), mayormente con riesgo local, debido al calce entre la vida promedio que le brindan estos instrumentos con relación a la madurez de los productos comercializados. Sin embargo, en el último semestre las compañías han reducido sus colocaciones en depósitos a plazo, títulos públicos y acciones (cabe aclarar que a raíz de la volatilidad financiera, las entidades habían optado por posicionarse en instrumentos de mayor liquidez y menor duración), y así aumentó el peso en cartera de las tenencias en FCI (22%) y ON (14%).

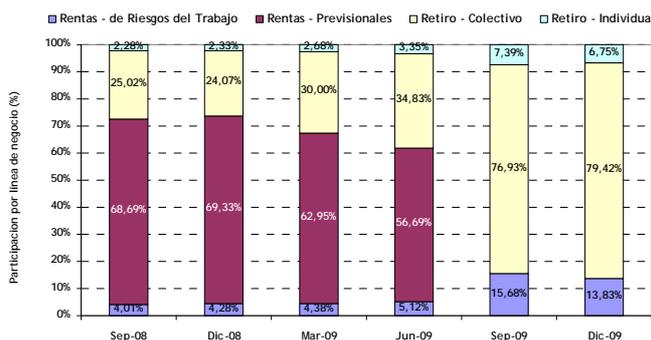
Fitch considera que la histórica volatilidad de la economía argentina, sumado a elevadas tasas de inflación, desincentivan a la demanda de seguros ligados a productos de ahorros, por lo que ve limitada la posibilidad de crecimiento del sector a través de este tipo de cobertura; por esta razón, es factible que en el corto y mediano plazo el crecimiento de la producción de seguros de vida esté directamente ligada al crecimiento de las coberturas obligatorias de vida colectivo vinculadas al crecimiento del crédito en el sistema financiero.

### Seguros de retiro

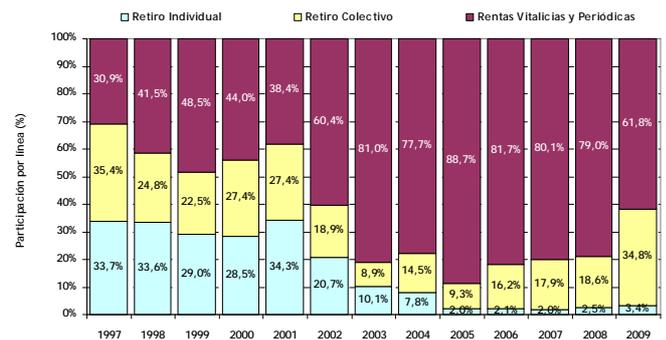
Este es uno de los segmentos más afectados en los últimos nueve años, primero por la crisis 2001-2002 y luego por el cambio del régimen previsional durante el segundo semestre de 2008. Estos hechos han implicado que la demanda por seguros de retiro individual se haya reducido notablemente posterior a 2002 y, por otro lado, la desaparición del mercado de rentas vitalicias y periódicas ligadas a las antiguas AFJPs, lo cual implicado una natural concentración del mercado.

Ranking Retiro	Dic'09
Estrella Retiro	57,5%
HSBC NY Life Retiro	10,7%
Nacion Retiro	10,6%
San Cristobal	3,5%
Consolidar Retiro	3,0%

\*Primas y recargos



Fuente: Fitch en base a datos de SSN



Fuente: Fitch en base a datos de SSN

A dic'09 la producción del sector está altamente concentrada en seguros de retiro colectivo (79,4% de la prima suscripta total) y, en menor medida, en seguros de rentas de riesgos del trabajo que son de carácter obligatorio (13,8%). Fitch considera que la evolución de este sector es altamente dependiente de un contexto macroeconómico estable y de tasas de interés reales positivas que garanticen el valor real de los ahorros, por lo que no se prevé un incremento en el volumen de los negocios ni un cambio estructural en cuanto a los participantes del sector en el mediano plazo.

Mercado de Seguros de Retiro					
Millones de \$	Dic'09	Dic'08	Jun'09	Jun'08	Jun'07
<b>Activos Liquidos</b>	19.451	13.884	18.384	16.012	13.439
Préstamos	20	24	22	30	25
Primas por Cobrar	0	0	0	0	0
Cuentas con Reaseguradores	0	0	0	0	0
Inmuebles y Activo Fijo	259	204	265	218	167
Otros Activos	387	323	505	258	502
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>20.118</b>	<b>14.436</b>	<b>19.177</b>	<b>16.518</b>	<b>14.134</b>
Obligaciones con Asegurados	57	72	76	132	113
Compromisos Técnicos	16.637	12.279	15.947	14.127	11.807
Obligaciones con Entidades Financieras	0	0	0	0	0
Obligaciones con Reaseguradores (y coaseguradores)	0	0	0	0	0
Cuentas por Pagar	290	113	346	167	185
Otros Pasivos	678	601	716	635	626
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>17.662</b>	<b>13.064</b>	<b>17.085</b>	<b>15.061</b>	<b>12.731</b>
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>2.455</b>	<b>1.372</b>	<b>2.091</b>	<b>1.457</b>	<b>1.403</b>
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
Primas Suscritas	287	811	1.293	2.172	1.722
Prima Devengada Retenida	-406	-100	-508	-37	-244
Siniestros Incurridos Netos	124	192	380	264	175
Costos de Operación Netos	158	184	406	270	236
(+) o (-) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales netos	651	485	1.159	328	439
<b>Resultado de Operación o Resultado Técnico</b>	<b>-37</b>	<b>10</b>	<b>-135</b>	<b>-242</b>	<b>-216</b>
<b>Resultado Financiero</b>	<b>484</b>	<b>166</b>	<b>702</b>	<b>443</b>	<b>663</b>
Partidas Extraordinarias	0	0	0	0	0
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	<b>447</b>	<b>175</b>	<b>567</b>	<b>201</b>	<b>447</b>
Impuestos	62	16	14	64	6
Participación de minoritarios	0	0	0	0	0
<b>Utilidad Neta</b>	<b>385</b>	<b>159</b>	<b>552</b>	<b>137</b>	<b>440</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos de la SSN.

La rentabilidad de las compañías de seguros de retiro durante el primer semestre del ejercicio es buena (ROAA: 3,9%) y se mantuvo en los niveles observados a jun'09. El incremento en el resultado neto respecto del año anterior, estuvo dado por la mejora en el resultado financiero producto del alza en las cotizaciones de los títulos públicos hacia la segunda mitad del año.

Los indicadores de siniestralidad y eficiencia del sector son volátiles, en parte, por la naturaleza del negocio de retiro que implica un importante volumen de reservas matemáticas que lleva a una PDR acotada o negativa, y en parte, a la reducción de la escala de producción del sector. No obstante, se observa que el volumen de siniestros netos disminuyó debido a la caída en los rescates, y que el sector ha adecuado su estructura de costos, lo que le ha permitido minimizar la pérdida técnica. La mejora en los indicadores operativos y el incremento del resultado financiero (\$484 mill. en el semestre, un 190% superior al año anterior) se vio reflejado en el ROAA (3,9%) que continúa mostrando una tendencia creciente. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, Fitch considera que el mercado de seguros de retiro presenta un reducido volumen de producción y estima que de no registrarse una evolución positiva en la prima, es probable que sector necesite reducir aún más sus costos a fin de mantener los actuales niveles de rentabilidad.

Los indicadores de liquidez del sector se mantuvieron estables y acorde al tipo de riesgo administrado. Mientras que el apalancamiento financiero exhibe una tendencia descendente, debido al reducido incremento en las reservas matemáticas por el menor volumen de negocios y al creciente patrimonio de las compañías consecuencia de los buenos resultados acumulados.

Retiro	Dic-09*	Dic-08*	Jun-09	Jun-08	Jun-07	Jun-06	Jun-05	Jun-04	Jun-03
% de Retención	100,0%	100,1%	100,0%	100,6%	100,1%	100,2%	100,4%	100,0%	99,6%
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	-30,4%	-192,6%	-74,9%	-719,0%	-72,0%	-88,5%	-380,3%	130,4%	322,9%
Costos de Operación Netos/Prima Devengada Retenida (%)	-38,9%	-184,2%	-79,9%	-734,6%	-96,8%	-109,2%	-740,7%	36,5%	131,2%
Resultado Técnico/Prima Devengada Retenida (%)	9,0%	-9,7%	26,6%	659,8%	88,7%	155,4%	1269,3%	-66,7%	-201,0%
Combined Ratio (%)	91,0%	109,7%	73,4%	-559,8%	11,3%	-55,4%	-1169,3%	166,7%	301,0%
Operating Ratio (%)	407,2%	979,0%	536,4%	3551,7%	689,9%	545,7%	-137,4%	56,6%	-459,6%
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada (%)	-316,2%	-869,3%	-462,9%	-4111,5%	-678,6%	-601,1%	-1031,9%	110,1%	760,6%
ROAA (%)	3,9%	2,1%	3,1%	0,9%	3,4%	1,9%	-7,2%	-2,6%	0,3%
ROAE (%)	33,8%	22,5%	31,1%	9,6%	36,1%	28,5%	-127,4%	-32,7%	4,5%
Pasivo/Patrimonio (veces)	7,2	9,5	8,2	10,3	9,1	10,1	27,2	11,1	12,0
Reservas/Pasivo (veces)	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9
Reservas/Prima Devengada Retenida (%)	-2056,6%	-6197,0%	-3156,2%	-38839,8%	-4887,4%	-4125,8%	-11609,6%	1312,7%	4681,9%
Primas/Patrimonio (veces)	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,8	0,2
Patrimonio/Activo (%)	12,2%	9,5%	10,9%	8,8%	9,9%	9,0%	3,5%	8,3%	7,7%
Activos Líquidos/(Reservas + Oblig) (veces)	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Activos Líquidos/Pasivos (veces)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Inmuebles/Activo Total (%)	1,3%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%	1,3%	0,8%	1,0%	1,0%
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	-0,2	-0,8	-0,3	-4,1	-0,7	-0,7	-2,9	0,5	1,7

Fuente: elaboración propia en base a datos de la SSN.

\* Corresponde a los tres meses de Jul'09-Sept'09. Las columnas a junio son indicadores con ejercicios anuales

El activo del conjunto de compañías de retiro presenta una elevada liquidez: sus activos líquidos representan el 96,7% del activo total. La cartera de inversiones se compone esencialmente de instrumentos de renta fija y a más largo plazo, lo que le permite adecuar sus inversiones a la duración de sus pasivos, que son más largos que los de las compañías que ofrecen productos patrimoniales. Es por ello que se observa una alta participación de títulos públicos (61%), y en menor medida, ON (13%) y depósitos a plazo (11%).

### Perspectivas

En el mediano plazo, Fitch no espera mayores modificaciones en el sector en lo relativo a la composición estructural caracterizada por una baja penetración (2.54% del PBI a jun'09), elevada atomización de productores y compañías (aunque viene disminuyendo gradualmente los últimos años), elevada participación de los ramos autos y riesgos de trabajo como generadores de producción, bajos incentivos para la demanda de seguros de vida con capitalización, y elevado nivel global de retención de riesgo (mayor al 80%).

Fitch estima que el crecimiento de la suscripción se ubicaría en torno del 5/8% en términos reales, en función del aumento esperado del PBI, las buenas expectativas con relación a patentamientos y el desarrollo del sector agrícola que impactaría en ramos tales como automotores, riesgos agrícolas, transporte, entre otros. Asimismo, se considera altamente probable que la industria siga operando sobre el punto de equilibrio técnico con lo cual la rentabilidad final continuaría estando sujeta a la posible volatilidad del resultado financiero. No obstante, se considera que las condiciones de capitalización permanecerán estables, con un ratio sistémico de Pasivo/PN en torno al 4%. En el mediano plazo los mayores desafíos de la industria pasan por:

- i) Controlar el impacto de la modificación regulatoria de nov'09 para las compañías que operan en el ramo de riegos del trabajo (a dic'09 el efecto sobre el desempeño técnico del ramo fue significativo).
- ii) Sostener medidas de carácter integral en función de la inflación esperada y sus efectos sobre: las reservas, costos de estructura, valuación de las inversiones, tasas de reaseguros, etc.
- iii) Ajustar los controles y políticas de gestión de la siniestralidad y litigiosidad que conservan elevados niveles.

Calificaciones en escala nacional - Argentina

Compañía	Calificación	Perspectiva
Assurant Argentina	AA-(arg)	Estable
Berkley International Seguros	AA(arg)	Estable
Cardif Seguros	AA-(arg)	Estable
CNP Assurances	AA-(arg)	Estable
Compañía Argentina de Seguros Victoria	A(arg)	Estable
Galicia Seguros S.A.	AA(arg)	Estable
Santander Rio Compañía de Seguros S.A.	AA(arg)	Estable
Segurcoop Cooperativa de Seguros Ltd.	AA-(arg)	Estable
SMSV Cía de Seguros de Vida S.A.	A+(arg)	Estable
Zurich Argentina Compañía de Seguros S.A.	AA-(arg)	Estable
Zurich International Life Ltd. Sucursal Argentina	AAA(arg)	Estable

**Anexo**

**Principales normas emitidas por la SSN (2009-2010)**

Fecha	Observaciones
	<p>A partir de la presente, la SSN modifica el punto 39.1.2.4.1. del RGAA. El mismo si bien hasta ahora brinda las pautas para valuar a valor técnico en forma diaria las tenencias de títulos públicos de renta con cotización emitidos por la Nación Argentina, exclusivamente para las Rentas Vitalicias Previsionales (RVP) derivadas de la Ley 24241 y Ley 24557, a partir del 1° de Julio de 2009, inclusive, será de aplicación exclusiva para las entidades que operen en seguros de retiro, siempre con la autorización previa de la SSN. No obstante, a diferencia de lo normado anteriormente, la autorización será para cada partida de instrumentos y no generalizada. Si bien el mecanismo de valuación no se ha modificado, son varias novedades respecto de la normativa vigente hasta fin del presente ejercicio (jun'09):</p> <p>a) los títulos públicos valuados opcionalmente con este criterio deberán mantenerse en el patrimonio de la aseguradora hasta su vencimiento, siendo que esta decisión deberá constar como punto expreso en el Acta del Órgano de Administración en la que se decida solicitar la autorización ante la SSN; b) el límite máximo de tenencia de títulos públicos valuados a valor técnico se mantiene en el 40% del total de inversiones de la aseguradora (excluidos los inmuebles), pero ingresan dentro de este límite también los títulos públicos ajustables por CER que integren los activos de afectación específica estipulados en los puntos 9.1 y 9.2. del Anexo I de la Res SSN 32704; c) no podrá verificarse una diferencia superior al 20% entre el valor técnico contabilizado y el valor de cotización a dicha fecha del título respectivo. Si la tenencia de títulos valuados a valor técnico es inferior al 40% de las inversiones, las aseguradoras ya no estarán obligadas a ajustar la diferencia entre el valor técnico contabilizado y el valor de cotización a dicha fecha del título respectivo de manera tal que dicha diferencia, respecto al total de inversiones, no supere el 8%. El procedimiento estará vigente hasta el 30/06/09.</p> <p>Asimismo, en el artículo 2° de la presente Resolución se dispone que aquellas entidades que contaran con tenencias de títulos públicos nacionales contabilizados en los términos de la Res SSN 33207, y que ello generara excesos a los límites señalados precedentemente respecto de la diferencia de valuación y de la tenencia de títulos valuados a valor técnico sobre el total de inversiones, podrán continuar valiéndolos conforme lo dispuesto por la presente norma. Sobre ello, se aclara que: i) en caso de superar el límite del 20% de diferencia de valuación, se suspenderá el devengamiento diario indicado en el punto 39.1.2.4.1.c), hasta tanto se verifique una diferencia inferior, y ii) en caso de superar el límite del 40% de tenencia de títulos valuados a valor técnico, no podrán efectuar nuevas compras de títulos para ser valuados por el método previsto en el artículo 1° de la presente Resolución.</p>
Res. 34.103	19/06/2009
Res. 34.144	30/06/2009
Res. 34.165	14/07/2009
Res. 34.564	02/12/2009
Res. 34.573	09/12/2009
Res. 34.642	23/12/2009
Res. 34.717	21/01/2010
Res. 34.761	12/02/2010

Fuente: Fitch en base a SSN y MBA System

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH RATINGS ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y RESTRICCIONES DE RESPONSABILIDAD. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y RESTRICCIONES DE RESPONSABILIDAD EL SIGUIENTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADICIONALMENTE, LAS DEFINICIONES DE LAS CALIFICACIONES Y LOS TÉRMINOS DEL USO DE DICHAS CALIFICACIONES SE ENCUENTRAN DISPONIBLES EN LOS SITIOS WEB PÚBLICOS DE LA CALIFICADORA EN [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com) Y [WWW.FITCHRATINGS.COM.AR](http://www.fitchratings.com.ar). LAS CALIFICACIONES, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS PUBLICADAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTOS SITIOS WEB EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA, CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTO DE INTERESES, CONTROL DE COMUNICACIONES ENTRE AFILIADAS, CUMPLIMIENTO DE LAS NORMAS Y OTRAS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS RELEVANTES TAMBIÉN SE ENCUENTRAN DISPONIBLES DESDE LA SECCIÓN DEL CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO WEB.

Copyright © 2010 de Fitch, 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. Se prohíbe la reproducción total o parcial excepto con consentimiento. Derechos reservados. Toda información contenida en el presente informe se basa en información obtenida de los emisores, otros obligacionistas, underwriters, u otras fuentes que Fitch considera confiables. Fitch no audita ni verifica la veracidad o exactitud de tal información. En consecuencia, la información volcada en este informe se provee como fue recibida, sin representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión de la calidad crediticia de un título. La calificación no releva el riesgo de pérdidas generadas por otros riesgos que no sean crediticios, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe que contenga una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes con relación a la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento y por cualquier razón a discreción de Fitch. Fitch no otorga asesoramiento respecto de inversiones de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación de compra, venta o tenencia de ningún título. Fitch recibe honorarios de los emisores, aseguradores, garantes, otros obligacionistas y underwriters, por la calificación de los títulos. Dichos honorarios generalmente varían desde US\$ 1.000 hasta US\$ 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por un sólo honorario anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre US\$ 10.000 y US\$ 1.500.000 (u otras monedas aplicables). El otorgamiento, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en relación con ningún tipo de registración ante las autoridades del mercado de valores de los Estados Unidos, el Financial Services Act de 1968 de Gran Bretaña, o las leyes que regulan el mercado de valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de los medios electrónicos de publicación y distribución, los informes de Fitch pueden estar disponibles a suscriptores electrónicos hasta tres días antes que para los suscriptores de información impresa.