

Informe Especial**Seguros en Argentina****Analistas**

Natalia Jorgensen, Buenos Aires
Tel +54 11 4327 2444

Manuel Moreno, Buenos Aires
Tel + 54 11 4327 2444

Sofía Migueliz, Buenos Aires
Tel. +54 11 4327 2444
Sofia.Migueliz@Fitchratings.com

Javier Merighi, Buenos Aires
Tel +54 11 4327 2444
Javier.Merighi@Fitchratings.com

Introducción

El presente informe tiene por objeto analizar la situación coyuntural por la que atraviesa el mercado asegurador Argentino y sus perspectivas futuras, teniendo en cuenta la evolución histórica de las principales variables del sector durante la última década y la manera en que las mismas han influido en la determinación de la situación actual del mercado.

El análisis se acota a los últimos diez años, debido a que es durante ese período que la industria aseguradora argentina comienza a desarrollarse en un mercado más competitivo -a partir de la desregulación operada a principios de la década del 90- y muestra un crecimiento más agresivo. Este fenómeno se visualiza en toda América Latina presentándose un crecimiento promedio real anual del 4.6% para seguros patrimoniales y de más del 13% para seguros de vida y retiro.

La complejidad del sector hace que en el análisis del mismo sean tanto o más relevantes los factores cualitativos que los cuantitativos. Las particularidades del sector en Argentina, que registra pérdidas recurrentes a lo largo de los últimos siete años, hacen que la composición accionaria y la estructura societaria resulten de fundamental importancia para determinar la capacidad de pago del sistema.

Para explicar el comportamiento operado durante esta década es necesario diferenciar los submercados que componen el sector seguros, debido a que las diferencias estructurales existentes y el disímil estado de desarrollo de los mismos hacen que del análisis conjunto se llegue a conclusiones erróneas y que sea necesario estudiarlos desagregadamente para llegar a un adecuado diagnóstico de la situación de cada sector.

El informe se estructura de la siguiente manera:

1. El mercado Latinoamericano
2. El mercado Argentino:
 - 2.1. Panorama General – Evolución histórica
 - 2.2. Mercado de Seguros Generales
 - 2.3. Mercado de Vida y Retiro
3. Situación Actual
 - 3.1. Mercado de Seguros Generales
 - 3.2. Mercado de vida y retiro.
4. Conclusión

Para cada punto se realiza un análisis cuantitativo de la performance operativa y financiera del sector, como así también de la solvencia patrimonial del mismo. Dicho análisis cuantitativo se conjuga con un análisis cualitativo de las características de los operadores de mercado y de la estructura de la oferta. También se describe la cartera de las compañías y la potencialidad de crecimiento de las mismas dadas las condiciones de la demanda.

1. El mercado Latinoamericano

El sector asegurador internacional observó una fuerte globalización durante los últimos años, encauzado por la necesidad de las grandes empresas de expandir sus negocios hacia mercados pocos desarrollados en este segmento. Los factores explicativos de dicho comportamiento se resumen a continuación:

- El incremento del comercio global y las inversiones directas en todo el mundo.
- La saturación del mercado en los países industrializados, buscando las compañías nuevos nichos de mercado en los países emergentes que les permitiera invertir sus excesos de fondos, continuar creciendo y obtener una mayor diversificación geográfica para ganar economías de escala.
- La estabilidad y crecimiento observado en los países emergentes que generaba una demanda potencial, conjuntamente con las nuevas regulaciones en estos países que permitían la incorporación de compañías extranjeras con la desregulación del mercado.

El crecimiento de la industria aseguradora se dio en mayor medida en las economías emergentes, duplicando el promedio anual de crecimiento de primas de los países desarrollados durante la última década.

La presencia más pronunciada de compañías internacionales se observa en América Latina, habiéndose incorporado principalmente dentro del segmento vida. Dicho segmento aún encuentra demanda potencial en estos países y se espera que continúe una tendencia creciente. El crecimiento promedio real anual para Latinoamérica, en las primas del segmento patrimonial, fue del 4.6%, mientras que en el segmento vida fue del 13%.

Conjuntamente con el mayor crecimiento, en los principales países de Latinoamérica se observó un proceso de consolidación y depuración de los mercados, acelerado por la crisis de México del 95, que se instrumentó a través de liquidaciones, fusiones y adquisiciones.

En la actualidad, las empresas extranjeras mantienen una fuerte presencia en los mercados de seguros latinoamericanos, esperando se consolide la posición

de las mismas en el mediano plazo. El porcentaje de extranjerización del sector en América Latina es elevado. En el segmento patrimonial, el market share de empresas extranjeras va desde 30% en Brasil hasta más del 70% en Chile, mientras que en el segmento vida dichos porcentajes varían entre el 30% y 80% (este último en Argentina). El proceso de penetración de las compañías extranjeras en los mercados latinoamericanos se realizó a través de compras de compañías de seguros existentes en dichos mercados, muchas de las cuales sólo tenían la aprobación para operar pero se encontraban inactivas, por lo que las aseguradoras extranjeras pudieron adquirirlas e iniciar sus actividades desde cero. De este modo, los mercados locales se vieron beneficiados por la entrada de empresas start-up, que cuentan con importantes ventajas al compararlas con las locales, entre las que se pueden mencionar el tener una mayor capacidad de financiamiento y el poder aplicar la tecnología de la casa matriz.

Para los próximos años se espera que continúe el proceso de concentración y participación de empresas extranjeras. Las compañías con mayor penetración en países emergentes son AIG, Allianz, Aetna, ING, Metropolitan, Prudential, Tokio Marine y Zurich.

2. El mercado Argentino

2.1. Panorama general del sector - evolución histórica

Las fuertes regulaciones observadas en el sector con anterioridad a la década del 90 -regulaciones tarifarias y de coberturas- como así también la existencia de un ente Nacional de Reaseguro (INDER) generaba escasa competencia, permitiendo que prosperaran empresas con carteras de riesgo de elevada siniestralidad. En respuesta a los incentivos generados durante dicho período, las empresas se transformaron en simples intermediarias, con recurrentes pérdidas técnicas que en muchos casos eran licuadas por resultados financieros positivos. En este escenario, la calidad de las inversiones así como el grado de aversión al riesgo de los portfolio managers era decisiva a la hora de revertir los resultados negativos derivados del negocio principal de las firmas.

La desregulación, la apertura del mercado y las privatizaciones conjuntamente con la estabilidad y el crecimiento macroeconómicos dieron lugar a

profundos cambios en el sector, que pueden dividirse en:

1. Proceso de transformación: reorganización de las empresas de seguros generales en tanto debían comenzar a establecer tarifas, evaluar riesgos y disminuir gastos operativos para mejorar los niveles de eficiencia
2. Nuevos Negocios: crecimiento de nuevas ramas dentro del sector como seguros de vida y retiro.

Ambos procesos fueron demandantes netos de capital. Para el período comprendido entre junio de 1994 y junio de 2000 la inversión acumulada que recibió el sector asegurador fue de 2,623 MM. El 55% de dicha inversión fue absorbida por las pérdidas recurrentes de 1,434 MM acaecidas durante el período, mientras que el 45% restante fue destinado a financiar el crecimiento de nuevos negocios y a mejorar la capitalización de las empresas ante la exigencia de mayores niveles de solvencia por parte de los organismos de control.

En términos generales, las tendencias de la década pueden resumirse en:

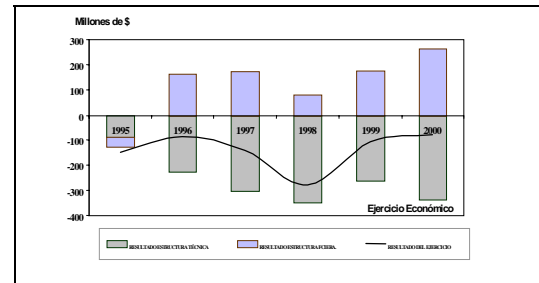
- Fuerte inversión e introducción de compañías extranjeras en el mercado
- Mayor exigencia de capitales mínimos por parte de los organismos de control.
- Creación de nuevos nichos de negocio

2.2. Seguros Generales

Las fuertes pérdidas registradas por el conjunto de compañías del sector durante la década del 90 se generaron a partir de la mayor competencia existente desde la desregulación producida a principios de la misma. La nueva situación de mercado requería la transformación de las compañías desde su posición de intermediarias con poco dinamismo comercial a entidades competitivas, solventes y confiables, proceso que no se observó en la práctica.

En contraposición, el nuevo contexto provocó una guerra de precios entre las empresas de seguros generales que operaban en el mercado, ya que fijaron como objetivo ganar mercado, sin tomar en consideración los potenciales problemas de siniestralidad e incremento de costos que esta política acarrearía en el futuro al afectar negativamente la rentabilidad de las empresas.

El siguiente gráfico muestra la evolución de los resultados obtenidos por las compañías de seguros patrimoniales para el período 1995-2000.



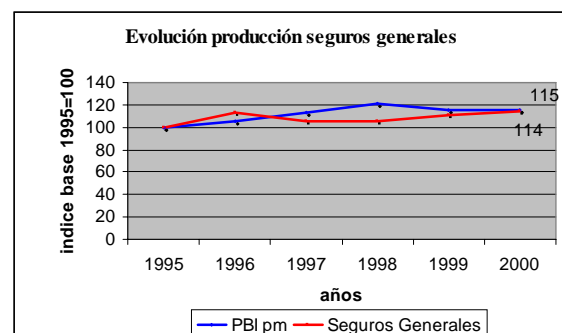
Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

Dado que los resultados técnicos fueron negativos durante toda la década, la variabilidad de los ingresos financieros provocó que el resultado final de las entidades fuera incierto. La pérdida anual promedio para el período analizado anteriormente representó el 11% del patrimonio, con una variabilidad anual del 60%, lo cual denota la alta vulnerabilidad del sector al desempeño de los mercados de capitales.

Las razones del resultado observado en este segmento de compañías de seguros pueden resumirse en:

- Negocio enfocado en volumen y no en rentabilidad
- Canales de venta utilizados ineficientemente
- Costos comerciales y administrativos elevados (50% de las primas devengadas)
- Falta de información y procesos adecuados para la toma de decisiones
- Bajo nivel de administración de los siniestros y demandas.
- Reducida escala.

Durante la década bajo análisis, la evolución anual de la producción del mercado de seguros generales muestra la misma tendencia que la de la economía global, observándose una correlación positiva aunque baja entre ambas series.



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

La participación porcentual de la producción de primas de seguros generales respecto del PBI, medido a precios constantes osciló durante toda la década entre 0.97% y 1.14%.

2.3. Seguros de vida y retiro

El comportamiento expansivo observado por la industria aseguradora durante la década del 90 -sólo interrumpido para el año 1996 por efecto de la crisis del tequila- fue liderado por el crecimiento explosivo de los seguros de vida y retiro, que siguen siendo el principal factor de desarrollo del sector, con un crecimiento real superior al 3% durante el 2000.

Para el período comprendido entre jun-90 y jun-00 los seguros de personas mostraron un crecimiento del 1000%, siendo las ramas de seguros de retiro las que mayor evolución presentan con un crecimiento del 2.500% .

El crecimiento más que proporcional que mostraron los seguros de personas respecto de los patrimoniales provocó un cambio en el mix de producción consolidado del sistema, al incrementarse la participación de los seguros de vida y retiro en detrimento de los patrimoniales. Los primeros pasaron de representar el 18% a junio de 1990 a representar el 38% a junio de 2000.

Dentro del mercado de vida, vida individual es el segmento más dinámico, mientras que los de vida previsional y colectivo se hallan más cerca del punto de maduración. Los seguros de vida individual representan el 50% del total de seguros de personas a junio de 2000.

El seguro de vida previsional muestra una evolución muy similar a la observada para el sistema de vida previsional, por encontrarse ambos sectores fuertemente correlacionados. Este ramo responde a un negocio de administración de primas con una menor rentabilidad y con mayor concentración en pocos operadores vinculados a las AFJP. Vida colectivo, por su parte, presenta oportunidades de crecimiento por coberturas a deudores, negocio que se expandiría en la medida en que el volumen del crédito muestre una evolución favorable.

El segmento de vida individual es el que mayor potencial de crecimiento presenta, dado el bajo nivel de penetración en el mercado y las propicias condiciones regulatorias, hecho que justifica la llegada de tantos operadores extranjeros y las fuertes

inversiones de los últimos años. Las compañías tradicionales y las internacionales están ofreciendo nuevos productos de gran flexibilidad y capacidad de adaptación a las necesidades de clientes más sofisticados y compatibles con aquellos ofrecidos en economías más desarrolladas.

El desarrollo del seguro de vida, y en particular del seguro individual, dependerá de que se mantengan y afiancen las condiciones más importantes para el mismo, como la existencia de un entorno macroeconómico favorable que permita y le de sentido a la planificación familiar, y la existencia de un marco jurídico e impositivo específico que tenga en cuenta sus particularidades.

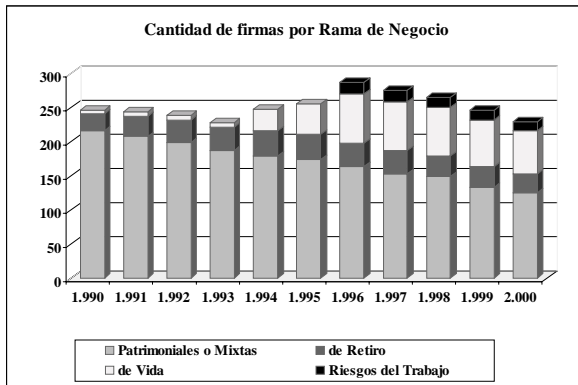
3. Situación Actual

Estructura de la oferta

A junio de 2000 la oferta del mercado está integrada por 230 compañías de seguros en comparación con las 247 establecidas a junio de 1990, de las cuales el 55% pertenece a la actividad de seguros generales.

La cantidad de empresas muestra una tendencia creciente hasta 1996, influenciada fuertemente por la aparición de compañías dedicadas al ramo de vida. La estabilización del ingreso de dichas empresas conjuntamente con las fusiones y liquidaciones de entidades del ramo generales produjo, a partir de ese momento, una tendencia decreciente en el número de empresas participantes del sector.

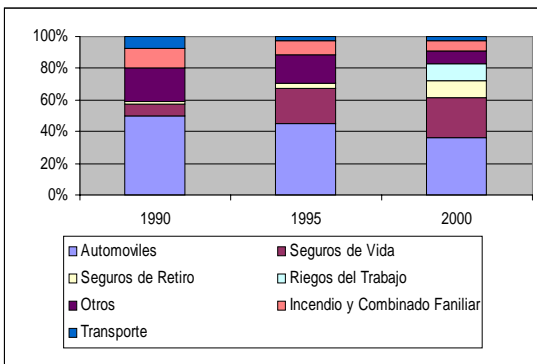
Si bien el número de empresas es aún elevado, existe un cierto grado de concentración. De acuerdo a la información correspondiente al período Julio 1999– Junio 2000, las primeras 20 empresas absorben el 50,3% del valor total de las primas netas emitidas, cifra que aumenta al 62,1% si consideramos las 30 primeras, mientras que las 140 firmas de menor tamaño concentran solamente el 9,5% del total.



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

Composición de la cartera

La distribución de la cartera por ramo asegurado continua sesgada hacia la producción de seguros patrimoniales, principalmente automotores, los cuales representan el 36% del total de la producción. Le siguen en orden de importancia los seguros de vida con el 25%, de retiro con el 11% y de riesgos del trabajo con el 10%.



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

La composición refleja una marcada tendencia hacia el crecimiento del segmento de seguros de personas, siendo los ramos más dinámicos Vida colectivo, Vida Previsional y Retiro individual.

Performance Operativa

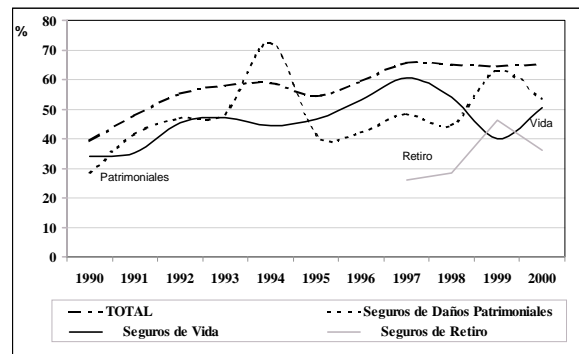
Para el ejercicio anual consolidado finalizado al 30 de junio de 2000, el sector arrojó una pérdida operativa de \$568 MM en comparación con la pérdida de \$510 MM registrada para junio de 1999. No obstante, en el último ejercicio anual considerado, dichas pérdidas fueron parcialmente mitigadas por los ingresos provenientes de rentas por inversiones que ascendieron a \$477 MM, por lo que el ejercicio anual junio de 2000 mostró una pérdida neta de \$ 11 MM

en comparación con la pérdida de \$255 MM registrada a junio de 1999.

La desagregación del análisis por entidad muestra que el insatisfactorio desempeño del sector no se concentra en pocas compañías: el 66% de las mismas tuvieron resultados técnicos negativos durante el último período anual considerado y dicho porcentaje se mantiene en esos niveles para todas las ramas. El análisis de las causas que han generado dichas pérdidas operativas se realiza desagregadamente en las secciones subsiguientes, diferenciándose en función del sector en el que operan las compañías.

Uno de los factores que afecta negativamente la performance operativa del sector es la siniestralidad. Dicha variable muestra una tendencia creciente a lo largo de la década, ya que experimentó un incremento en términos absolutos del 67% durante el período 1990-2000. Asimismo, puede observarse que el mayor crecimiento de siniestralidad lo experimentó el ramo seguros patrimoniales. A junio de 2000 la siniestralidad ascendió a \$2,605 MM representando el 60% de las primas devengadas, siendo el año que mayor siniestralidad relativa mostró.

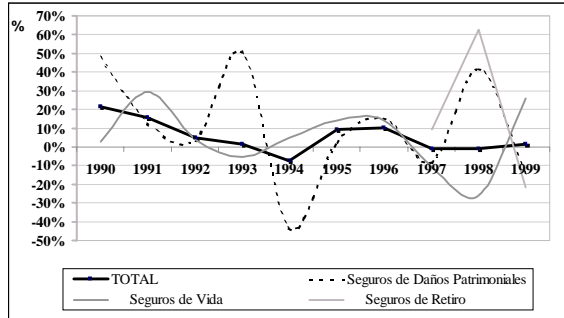
A continuación se gráfica la evolución de la siniestralidad por ramo para el período 1990 – 2000:



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

El incremento relativo implica que la siniestralidad está creciendo a una tasa más elevada que las primas devengadas, lo cual es un factor de riesgo potencial. Si bien es difícil estimar la evolución de esta variable, debido a que su comportamiento depende de la adecuada originación de las empresas, en el gráfico adjunto se observa una convergencia en la tasa de crecimiento de la misma. Por lo tanto, puede esperarse una disminución de la siniestralidad, por lo menos en términos relativos, una vez que se hayan depurado las carteras de seguros patrimoniales y

estabilizado la siniestralidad de las empresas en start-up.

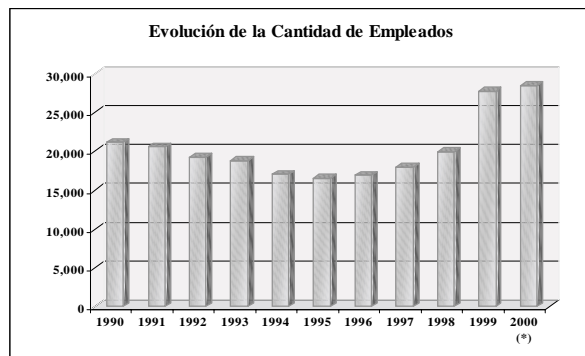


Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

Personal

La cantidad de empleados del sector disminuyó sensiblemente hasta el año 1995, a partir del cual se estabilizó y comenzó un paulatino incremento. En 1999 se observa un considerable aumento respecto del año anterior (39,4%), mientras que en el 2000 solamente creció un 2,6%.

Para producir este efecto confluyen una serie de factores que juegan en sentidos divergentes. Primero, la disminución en la cantidad de entidades durante los 5 primeros años de la serie, y la posterior apertura de compañías dedicadas a un ramo único. Segundo, en los años recientes se incorporó a personas con nuevas modalidades de relación laboral. Por ultimo encontramos que gran parte de las nuevas entidades ingresan con escaso personal pero con mayores recursos tecnológicos. Consideramos que este ultimo factor fue de gran importancia ya que si bien la cantidad de empleados viene en paulatino aumento, su productividad media (producción de seguros por empleado) se viene comportando de la misma manera, creciendo de \$102 M en 1990 a \$200 M en el año 2000.

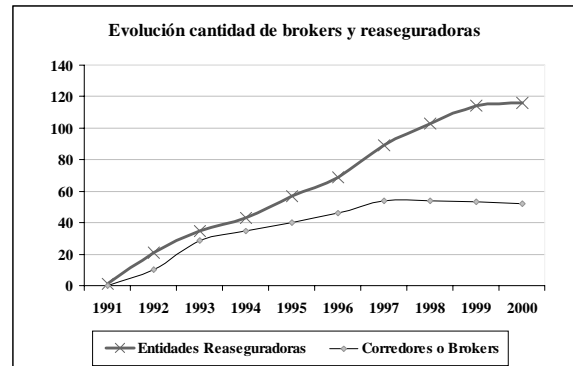


Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

Reaseguros

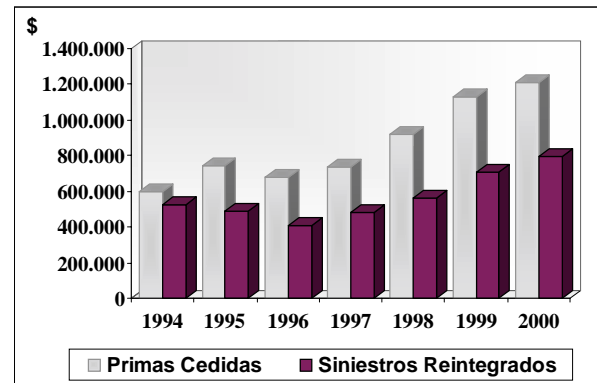
De 10 Brokers y 21 Reaseguradores en 1992 el mercado experimentó un crecimiento a 52 y 116 respectivamente para el año 2000. El crecimiento en esta actividad ha sido muy elevado y la tendencia se estima que se mantendrá.

Para el ejercicio finalizado al 30 de junio de 2000, la cesión de riesgo del sector fue del 21%, disminuyendo un 31% en términos absolutos durante la década.



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

Las compañías que más cesión de riesgo realizan son las pertenecientes a la rama de seguros patrimoniales, principalmente incendio (62%), transporte público de pasajeros (52%), responsabilidad civil (58%) y robo (54%) lo cual se corresponde con el mayor riesgo asumido por estos tipos de actividad. Las compañías de seguros de vida retienen el 73% de riesgo sobre primas emitidas, observándose un incremento en la cesión del mismo a partir de 1996. A continuación se muestra la evolución de las primas cedidas y los siniestros reintegrados:

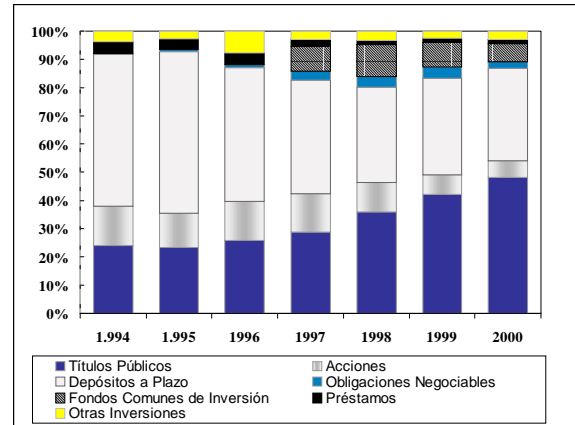


Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

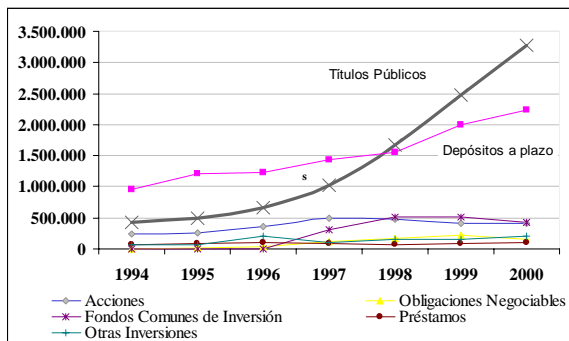
Situación Patrimonial

Inversiones

Para el período 1994-2000 las inversiones mostraron un crecimiento sesgado hacia la tenencia de títulos públicos (pasando de 24% en junio de 1994 al 48% en junio de 2000) y una fuerte disminución en la participación de las inversiones a plazo fijo (pasaron del 54% al 33% respectivamente). Asimismo, a partir de 1997 las empresas comenzaron a diversificar sus inversiones hacia otros instrumentos financieros, como fondos comunes de inversión y obligaciones negociables. El crecimiento y diversificación de las inversiones estuvo influenciado por el desarrollo del mercado de seguros de vida y retiro, en el cual las inversiones detentan una participación significativa del activo total.



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

El cambio en el mix del portafolio tiene diversos efectos:

- Mayor liquidez, en tanto las compañías están invirtiendo en instrumentos como los fondos comunes de inversión.
- Mayor exposición a riesgo de mercado, por el incremento en la posición de títulos públicos y disminución en los depósitos a plazo fijo.
- Altos rendimientos durante el ejercicio anual junio de 2000, obtenidos por las inversiones en títulos públicos que permitieron a las compañías compensar parte de sus pérdidas técnicas mediante ingresos por rentas.

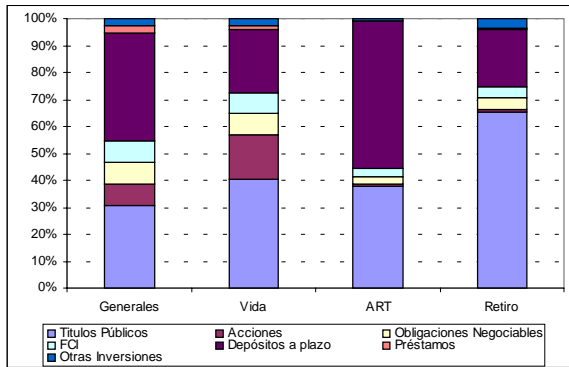
El siguiente gráfico muestra la evolución de las inversiones durante el período bajo análisis:

Con respecto a la composición de las carteras debe diferenciarse el análisis a realizar para compañías de seguros de vida – retiro y generales. En el caso de las primeras, dado que el monto de los pasivos es cierto y el momento de los mismos predecible con mayor grado de certeza, el horizonte de inversión puede ser mayor permitiendo a la compañía calzar la duration de sus pasivos con la de sus inversiones, invirtiendo en bonos a más largo plazo.

Por el contrario, las compañías de seguros generales requieren de un cash – flow mas estable en el tiempo para hacer frente a la siniestralidad. Dado que el momento y el monto del siniestro tienen un mayor grado de incertidumbre, se analiza que la cartera en este tipo de empresas sea de menor riesgo y volatilidad (cartera de bonos de renta fija, baja duration y elevada calificación de modo de evitar riesgos crediticios).

Este criterio en las decisiones de inversión se ve reflejado en la diferente composición de los portafolios de inversión mantenidos según el rubro del que se trate y el riesgo asumido.

Las compañías de retiro tienen el 66% de su portafolio invertido en títulos públicos, mientras que poseen sólo el 21% en depósitos a plazo; las compañías de seguros generales poseen el 43% y el 33% invertidos en esos activos respectivamente; mientras que las compañías de vida mantienen una estructura intermedia, ya que el 43% de sus inversiones corresponden a títulos públicos y el 25% a depósitos a plazo.

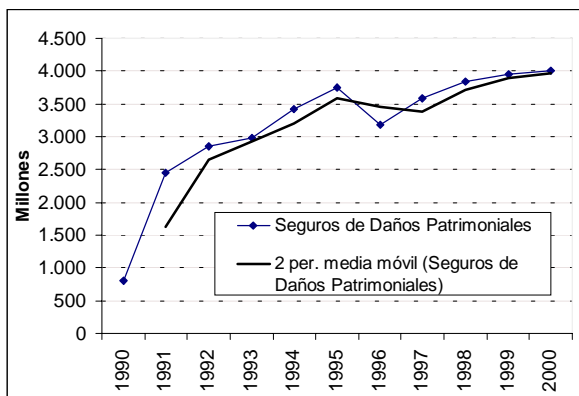


Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

3.1. Seguros Generales

Producción

El comportamiento expansivo observado por la industria aseguradora durante la década del 90 -sólo interrumpido en el año 1996 por efecto de la crisis del tequila-, sufrió una leve reversión durante el período 2000. Las primas y recargos emitidos a precios constantes de junio de 2000, según datos de la Superintendencia de Seguros de la Nación, ascendieron a \$6.450 MM, un 0,62% inferior al record histórico de 1999. Este leve decrecimiento fue producto de una caída en los Seguros Patrimoniales, principalmente automotores. Si bien el crecimiento porcentual en vida y retiro más que compensó la disminución relativa observada en los seguros patrimoniales, la elevada participación de éstos últimos (62%) provocó la citada disminución.



A junio de 2000, las primas correspondientes a la rama patrimonial ascendieron a \$4.007 MM, un 398% por encima de los niveles observados a junio de 1990. Este crecimiento se observó en casi todas las

ramas pertenecientes a seguros patrimoniales, siendo responsabilidad civil la que lideró dicho incremento.

Los Seguros Patrimoniales, a diferencia de las restantes ramas de seguros, sufrieron una caída del 2.8% a valores constantes y en términos corrientes se incrementaron solamente un 1.5% respecto de la producción registrada a junio de 1999.

Eficiencia y Rentabilidad

Los elevados niveles de siniestralidad y gastos operativos observados en el sector imposibilitan a las compañías a cubrir sus egresos operativos con recursos genuinos generados por su negocio.

Al tomar conjuntamente los indicadores gastos operativos y siniestros sobre primas devengadas se obtiene un ratio combinado que muestra la absorción total de egresos operativos con ingresos provenientes de primas. Para el período bajo análisis dicho indicador ascendió al 117%. Que el indicador sea mayor a uno implica que el sector no está cubriendo sus gastos de operación con ingresos provenientes de su negocio principal, por lo que debe recurrir a otras fuentes de financiamiento ya sean propias (ingresos financieros), como de terceros (aportes de capital) para su desarrollo.

Con respecto a la evolución de este indicador Fitch considera que la reducción absoluta de la siniestralidad no se observará en el corto plazo, y dado que los gastos operativos no presentan una tendencia decreciente para los últimos cuatro ejercicios anuales, el aumento en la eficiencia relativa se generará por la mayor concentración de firmas prevista que incrementará el nivel de primas emitidas por empresa.

Situación Patrimonial

El patrimonio neto de las compañías de seguros generales se incrementó un 51% entre jun-94 y jun-00, pasando de \$853 MM a jun-94 a \$1.290 MM a junio de 2000.

Para lograr este incremento el sector debió contar con aportes de capital por \$1.267 MM, que le permitieron absorber la pérdida de \$830 MM acumulada durante dicho período, mantener una cobertura del 40% sobre las primas emitidas y disminuir la relación Deudas sobre patrimonio neto de 2.8 veces a jun-94 a 2.4 veces a jun-00. Este incremento de la capitalización

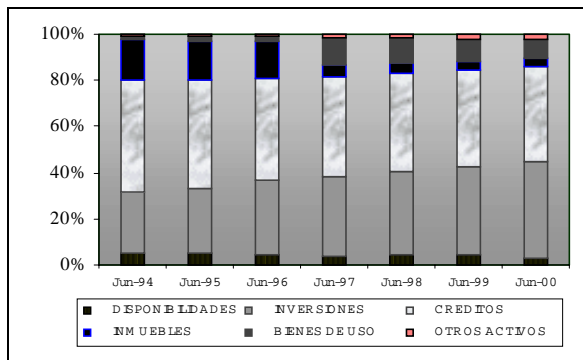
se debió a las mayores exigencias establecidas por la Superintendencia en cuanto a capitales mínimos.

Estructura del Activo

El ratio Créditos/Activos es un indicador del nivel de financiamiento de las ventas, política que en caso de ser utilizada en forma excesiva, redundaría en menor liquidez del activo. De esta manera, denota la vulnerabilidad del sector al mostrar la proporción del Activo que se encuentra en poder de terceros.

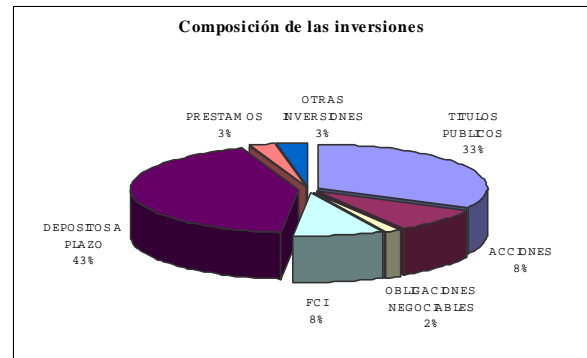
En el caso de los seguros generales dicho cociente fue del 41% para el período 2000, un 17% inferior al observado a junio de 1994. Este indicador resulta superior al observado para los estándares internacionales, en tanto Fitch considera que no debería superar el 30% del activo total.

El ratio Inversiones/Activos reviste gran utilidad a efectos de determinar el grado de liquidez del activo e indicar la capacidad de la compañía para cubrir los siniestros y respaldar sus compromisos con los asegurados. En este caso, el registro del sector muestra una evolución favorable en el tiempo, en tanto la participación de este rubro se ha incrementado desde el 27% en jun-94 al 41% en jun-00.



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

La composición de las inversiones a junio de 2000 presenta un sesgo hacia la tenencia de depósitos a plazo fijo (representaron el 43% de la cartera total), seguido por títulos públicos con un 33%.

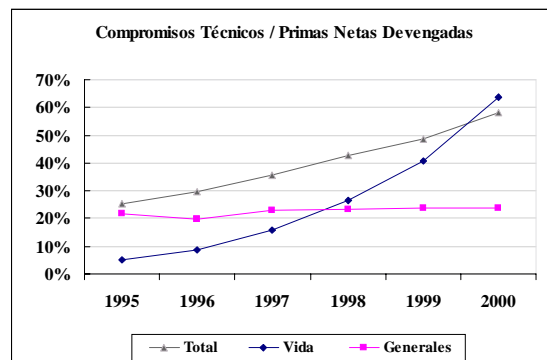


Estructura del Pasivo

El pasivo del sector, para el último período analizado ascendió a \$3,859 MM -valores constantes a junio de 2000 según datos de la Superintendencia de la Nación-. Su principal componente son las deudas con asegurados, que representan el 57% del pasivo total, siguiéndole en orden de importancia los compromisos técnicos con el 18%.

La participación de los compromisos técnicos en el total del pasivo evidencia una leve disminución para el período analizado, pasando del 21% a jun-1995 al 18% a jun-00. Asumiendo que la aceptabilidad en la metodología de cálculo de reservas es un punto discutido en el mercado y se considera que las mismas se encuentran por debajo de los estándares observados a nivel internacional, la situación del sector en cuanto a reservas es riesgosa.

Los compromisos técnicos, a junio de 2000 representaron el 20% de las primas devengadas, observándose una tendencia a mantenerse dentro de estos niveles a lo largo de todo el período analizado, a diferencia de lo ocurrido en las restantes ramas del sector. Dicho comportamiento se esquematiza en el gráfico adjunto.



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

Estructura de las deudas

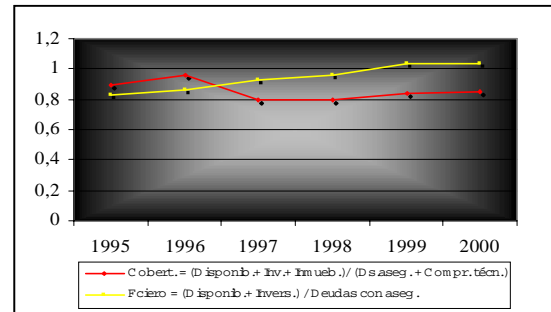
Para el período analizado las deudas alcanzaron a \$3,061 MM, siendo su principal componente las deudas con asegurados que representaron a junio de 2000 el 72% de las deudas totales. Uno de los aspectos que afectó fuertemente la rentabilidad y solvencia del sector fue el elevado número de juicios pendientes que aún mantienen las entidades. Estos juicios se generaron por la estrategia de postergación de pago de siniestros mediante la instancia judicial. Si bien esta política fue llevada adelante durante la década del 80, momento en el cual la inestabilidad macroeconómica permitía generar ganancias financieras por el sólo hecho de retrasar el pago de los siniestros, se continuó observando dicho comportamiento luego de la desregulación del mercado en 1992.

Dado que estos juicios tienen un ciclo de desarrollo que lleva tiempo en evaluarse, es importante el análisis de esta variable en tanto afectará directamente el proceso de depuración de la actividad.

Liquidez y Solvencia

Tanto la liquidez como la solvencia de las compañías de seguros generales se encuentran en niveles críticos. Del análisis de los datos se deduce que las compañías sostienen su financiamiento mediante: *el incremento de los ingresos por primas, muchas veces por debajo del precio de equilibrio, lo cual si bien les soluciona un problema de liquidez en el corto plazo aumenta el compromiso patrimonial en el mediano y largo plazo; *el retraso en el pago de siniestros, al permitir la Superintendencia la aplicación de diferimiento de reservas por pérdidas.

El ratio financiero (Disponibilidades + inversiones)/Deudas con asegurados, indicador del grado de cobertura de las obligaciones exigibles con activos líquidos, muestra una mejora para el último quinquenio al pasar de 0.8 a jun-95 a 1.03 a jun-00, considerándose todavía insuficiente. Este indicador implica, para el último período analizado, que los activos líquidos cubren las deudas exigibles en un 100%. La mejora en este indicador se debió a un crecimiento más que proporcional en las inversiones con respecto a las deudas con asegurados, que pasaron de 0.65 veces las deudas con asegurados a jun -95 a 0.97 a jun-00.



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

Un factor que afectará fuertemente la solvencia financiera de las empresas marginales del sector es el decreto de liquidación del INDER. A diciembre de 2000, se sancionó el decreto N° 1220 en el cual se establecen las pautas para la determinación de la participación del INDER en los siniestros que contaren con sentencia firme al 30 de Agosto de dicho año. La aplicación de este decreto es un comienzo en la búsqueda de una mayor transparencia en el sector.

Leverage financiero

Debido a que el crecimiento del patrimonio neto entre jun-94 y jun-00 (51%) fue más que proporcional al de los pasivos (21%), el sector muestra una mejora en los indicadores de apalancamiento financiero. La relación deudas sobre patrimonio neto, alcanzó a jun-00 2.4 veces en comparación con las 2.7 veces a jun-95. Dado el riesgo asumido en la actividad aseguradora Fitch considera que dicho indicador resulta elevado para la actividad. Si al patrimonio se le adicionan los compromisos técnicos (pasivo contingente) dicho indicador desciende de 1.9 a jun-95 y a 1.5 a jun-00.

Propuestas

La situación del mercado de seguros generales es delicada, los ratios de liquidez y solvencia muestran niveles ajustados y el riesgo de la industria es elevado.

En este contexto es necesario un aumento en las exigencias de capital y reservas por parte de la Superintendencia, que incremente aún más la solvencia del sistema. Si bien el cambio a un sistema basado en valor a riesgo para el cálculo de las necesidades de capital por parte de las compañías sería el óptimo, un sistema intermedio sería el más viable. En su informe sobre el mercado de seguros patrimoniales, la Asociación de Entidades Aseguradoras Privadas de la República Argentina recomienda implementar garantías adicionales como la aplicación de un capital mínimo por crecimiento

y por pérdidas operativas recurrentes. Este incremento en la capitalización de las empresas generaría que muchas de las compañías marginales salieran del mercado, mejorando la solvencia del mismo. Por otro lado, se debería modificar la metodología de valuación de activos y pasivos derogando las disposiciones que permiten diferir pérdidas en el tiempo y rever la composición de los activos integrantes del capital computable para aumentar la liquidez del mismo.

3.2. Seguros de Vida y Retiro

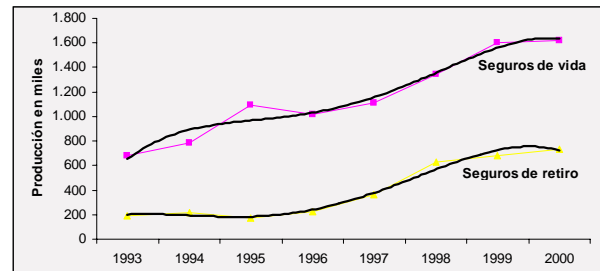
Producción

En términos de aumento de los niveles de producción, el segmento de seguros de vida se muestra más dinámico que el resto. El potencial de crecimiento implícito en el déficit que presenta el mercado argentino en coberturas del ramo vida (la producción de seguros de vida en relación al PBI es 0.8% en Argentina y más del 1% del PBI en países desarrollados) atrae oferentes con larga experiencia en el exterior y, en muchos casos, importante respaldo patrimonial.

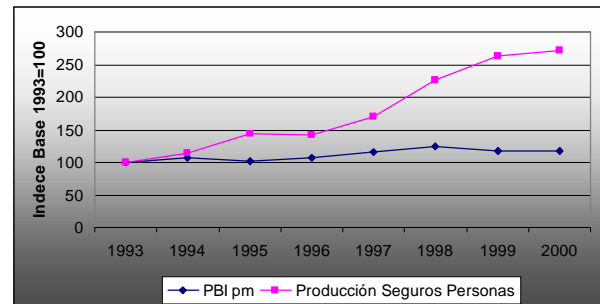
A junio de 2000 las primas correspondientes a la rama seguros de personas ascendieron a \$2.444 MM, resultando un 3% por encima de los niveles observados a jun-99.

La participación de los seguros de personas en el total de la producción de seguros se incremento significativamente durante el período, participando con un 9% a jun-90, un 25% a jun-95 y 38% a jun-00. Dentro de los seguros de personas los que mayor participación detentan en el total son los seguros de vida con un 25% , siguiéndole en importancia los seguros de retiro con un 11%.

Tanto la producción de seguros de vida como de retiro mostraron una tendencia creciente durante toda la década. Las tasas de crecimiento se incrementaron a tasas crecientes durante los años 96-98, y se desaceleraron para los dos últimos períodos anuales, reflejando el impacto de la desaceleración de la economía argentina sobre la producción de seguros de vida. A continuación se grafica dicha tendencia:



El crecimiento en los seguros de vida y retiro fue más que proporcional a la tasa de crecimiento del PBI, especialmente para los períodos posteriores a la crisis del Tequila en donde el PBI a precio de mercado creció a una tasa promedio anual del 3% mientras que la producción de seguros de personas lo hicieron al 14%. El sector no se vio afectado por la caída del 5% del PBI observada durante 1999, habiendo crecido un 16% durante dicho período anual de recesión. La evolución de ambas series se grafica a continuación:



Este crecimiento en los seguros de personas con respecto al PBI hizo que la participación de los mismos se incrementara de 0.37% a jun-93 a 0.85% a jun-00 y se espera que siga una tendencia creciente.

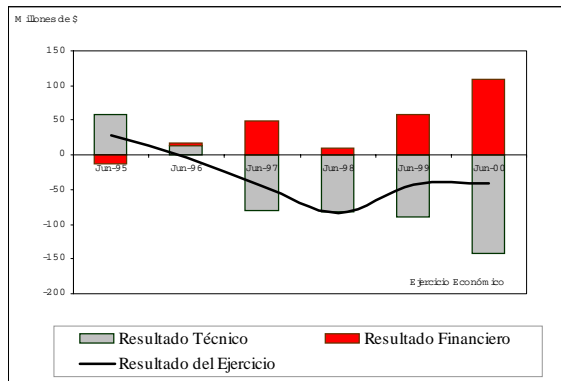
Resultados

Durante los últimos cinco años la pérdida acumulada por los seguros de vida y retiro fue de \$608 MM, observándose conjuntamente un incremento patrimonial de \$311 MM, lo cual implica que las compañías de seguros de vida recibieron aportes por \$919 MM para poder absorber la pérdida acumulada, financiar el crecimiento y mejorar la solvencia del sistema.

La pérdida del ejercicio muestra una tendencia durante los últimos dos períodos anuales considerados, producto de mayores ingresos provenientes de la estructura financiera, que permitieron compensar las mayores pérdidas técnicas.

A junio de 2000 los sectores de vida y retiro muestran la mayor pérdida técnica del quinquenio, consecuencia del leve crecimiento anual observado en las primas, el fuerte incremento en los niveles de rescates (214%), y un aumento del 6% en los gastos operativos y del 3% en la siniestralidad, al compararlos con los observados el año anterior. Este comportamiento se condice con la situación macroeconómica acaecida en la Argentina para el período 1999-2000.

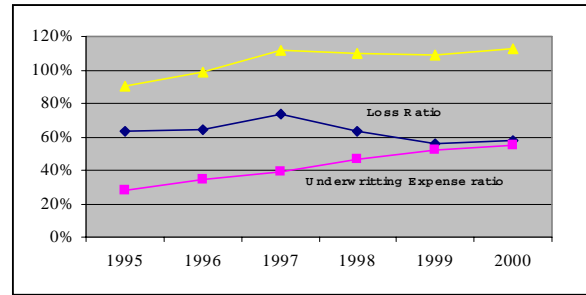
Se espera que de mejorar las condiciones macroeconómicas, el potencial de crecimiento del sector permita incrementar los niveles de producción y de esta manera mejorar la eficiencia relativa.



Eficiencia y Rentabilidad

La etapa de start-up en la que se encuentran la mayoría de las compañías de seguros de vida hace que el análisis de los indicadores contables y financieros habitualmente utilizados a los efectos de evaluar la eficiencia, rentabilidad y solvencia de largo plazo no deba abstraerse de la etapa previa a la maduración de las inversiones en la cual se encuentra el sector.

El siguiente gráfico adjunto muestra la evolución de tres indicadores que muestran la absorción de gastos operativos y siniestralidad con ingresos genuinos provenientes de la actividad principal:



A partir de 1996, momento en el cual comienza el mayor crecimiento en el sector, la siniestralidad y los gastos operativos no logran ser cubiertos por las primas devengadas y observan una tendencia creciente hacia el 2000. La tendencia de este indicador está determinada por el aumento de los gastos operativos sobre primas, que alcanzó a jun-00 un 55%. Que sea creciente implica que los gastos se han incrementado, en promedio, a una tasa superior a la de las primas, lo cual se condice con la etapa de start-up en la que se encuentran la mayoría de las empresas del sector.

En términos absolutos los gastos de producción presentan un crecimiento lineal durante la década, alcanzando a jun-00 \$420 MM en comparación con los \$173 MM observados a jun-95. La serie de siniestros presenta un pico en 1997 con \$501 MM, disminuyendo a \$438 MM a jun-00. Por su parte, la siniestralidad relativa muestra la misma evolución que la absoluta, creciente hasta 1997, disminuyendo hasta 1999 y estabilizándose en el 2000. A junio de dicho período el loss ratio fue del 58% inferior al observado a junio de 1997 (73%).

El análisis anterior implica que la siniestralidad de las empresas está absorbiendo, a jun-00, el 58% de los ingresos provenientes de primas, dejando un 42% para la absorción de gastos operativos, lo cual no alcanza a cubrirlos, debiendo recurrir a los ingresos financieros y los aportes de capital para sustentar la operatoria corriente del sector.

Si bien la tendencia de los gastos es continuamente creciente, se espera que una vez salidas las empresas de la etapa de start-up, los niveles absolutos de gastos comiencen a decrecer mejorando la eficiencia. Por otro lado, de observarse una mejora en los indicadores macroeconómicos y en el PBI per-cápita, el nivel de primas es potencialmente incrementable y por lo tanto permitirá licuar los elevados niveles de gastos operativos del sector.

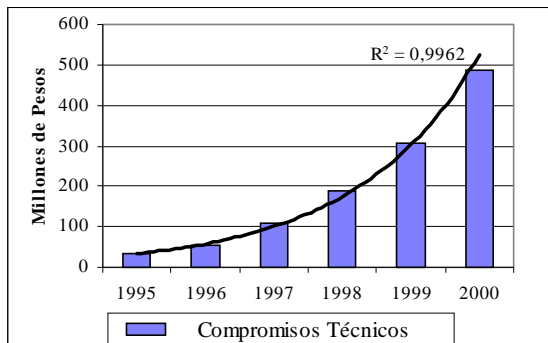
Situación Patrimonial

El patrimonio neto del sector ascendió a jun-00 a \$515 MM, un 153% por encima de los registrados a jun-95. El incremento patrimonial permitió financiar el crecimiento en la producción del 22% durante el período analizado y mejorar los indicadores de solvencia. En este sentido, las primas devengadas representaban a jun-95 3.5 veces el patrimonio neto en tanto a jun-00 dicho indicador disminuyó a 1.5 veces.

Estructura de pasivo

El pasivo del sector, para el último período analizado ascendió a \$1,332 MM -valores constantes de junio de 2000 según datos de la Superintendencia de la Nación-. Su principal componente son las deudas exigibles que representan el 63% del total, siguiéndole en orden de importancia los compromisos técnicos con el 36%.

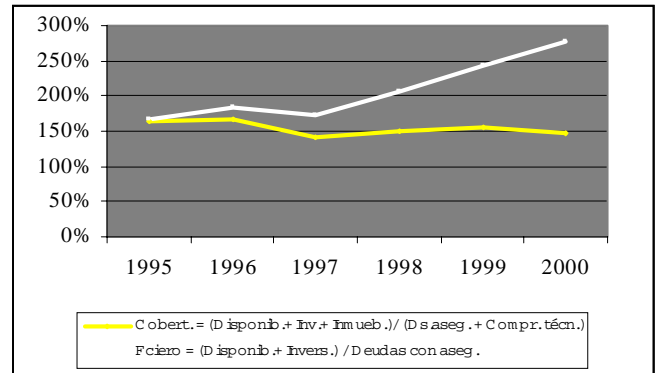
Como se observa en el gráfico adjunto, los compromisos técnicos crecieron exponencialmente durante el período analizado, alcanzando a jun-00 \$485 MM. Consecuentemente, la relación primas-compromisos técnicos disminuyó sustancialmente durante el período, alcanzando a junio de 2000 1.6 veces, evidenciándose una mejora sustancial en el riesgo operativo asumido con respecto a los niveles de 1995.



Liquidez y Solvencia

La mayoría de las compañías de vida y retiro que se encuentran en la etapa de start-up o saliendo de la misma, representan a subsidiarias de empresas extranjeras, lo que les permite contar con una mayor holgura financiera.

El ratio financiero (Disponibilidades + inversiones)/Deudas con asegurados, indicador del grado de cobertura de las obligaciones exigibles con activos líquidos muestra una mejora para el último quinquenio, al pasar de 1.6 a jun-95 a 2.7 a jun-00. Este indicador implica, para el último período analizado, que los activos líquidos cubren las deudas exigibles en un 270%.



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

Leverage financiero

El crecimiento del patrimonio neto entre jun-94 y jun-00 fue del 153%, mientras que los pasivos crecieron durante dicho período el 293%, por lo que se observa un incremento en el apalancamiento financiero, que pasó de 1.7 veces a 2.6 veces. Sin embargo, este incremento se debió al aumento en los compromisos técnicos, por lo que si se deducen del pasivo las reservas dichos indicadores se mantuvieron constantes en valores de 1.6 veces el patrimonio neto para ambos períodos.

4. Conclusión

A pesar de que en términos de producción la actividad consolidó el crecimiento iniciado en 1997, durante los últimos años se observó una importante caída del número de compañías participantes, causada por autoliquidaciones (la mayoría de ellas forzosas) y transferencias a manos de nuevos operadores extranjeros (a través de procesos de compra o fusión).

A medida que se acentúe el proceso de concentración del mercado y se resuelva la deuda pendiente con el INDER, se espera que las nuevas entidades puedan operar con precios más competitivos, sin poner en riesgo el cumplimiento de sus compromisos, ya que utilizarán los ingresos por primas para hacer frente a sus nuevas obligaciones y no para cancelar hechos

del pasado que hayan sido producto de la insuficiencia de reservas. Muchas empresas de hoy, al no ajustarse a los requerimientos que exige el mercado, se encuentran con dificultades financieras que los obligan a bajar sus costos para poder cumplir con sus compromisos más urgentes. La principal causa de la pérdida consolidada del sector es la sobreestructura de los gastos de comercialización y administración, traducidos en un mayor peso del gasto de siniestros.

El ritmo de recuperación de la actividad aseguradora se concentra principalmente en los ramos de vida individual y retiro, mientras que los seguros patrimoniales experimentan una baja. El crecimiento más acelerado de Vida, fenómeno que se está dando a nivel mundial, confirma el mayor dinamismo de este mercado en la actualidad, y es parte de la modernización de la sociedad, que privilegia más la seguridad frente a diversas contingencias de la vida (vejez, muerte, invalidez, enfermedad, accidentes y enfermedades laborales). Esta penetración creciente se está desarrollando a través de empresas existentes y nuevas, con larga experiencia en el exterior y que han traído al país la tecnología que este negocio requiere.

Los pronósticos indican que para el año 2001 persistirá la caída paulatina de operadores, por lo que los aportes de capital y la entrada de nuevas compañías extranjeras continuarán siendo habituales, así como también los mayores controles de la

Superintendencia sobre las aseguradoras. Entre las medidas más recientes se encuentran la reprogramación de los pagos del 75% de las reservas pendientes con el INDER, la nueva exigencia de reservas y capitales mínimos y la apertura del mercado asegurador; las que se suman a otras impuestas desde otros ámbitos, como son la calificación de las compañías de seguros que deseen operar en la cobertura de riesgos de los préstamos prendarios e hipotecarios, y el decreto que permite la conversión de cooperativas en sociedades anónimas a fin de flexibilizar la incorporación de capital. En este contexto, se espera que el año 2001 sea un año de reconversión de las aseguradoras, a través de la reforma de sus estructuras internas, ajustando tarifas, gastos y niveles de reserva, medidas que tardarán en reflejarse en los balances a través de rentabilidad.

La salida de las grandes compañías está por el lado de los procesos de reingeniería, logrando una mejor relación entre los ingresos y los egresos para obtener mayor productividad, y también por el mayor desarrollo de canales no tradicionales de distribución (incluida la venta de seguros a través de bancos), nuevas tecnologías que abaraten los productos para hacerlos competitivos, diseño de productos más especializados y con mayor valor agregado, y formas modernas de comercialización con atención personalizada. La determinación de la viabilidad de las empresas dependerá de la conjunción de dos factores: respaldo patrimonial y gerenciamiento eficiente.