

**REESTRUCTURACION DE DEUDA CORPORATIVA:
EXPERIENCIAS, EXITOS Y PENDIENTES**

*Dolores Terán – Director Finanzas Corporativas
Matías Maciel, Analista - Finanzas Corporativas*

La última década ha puesto a prueba la capacidad del sector corporativo argentino de adaptarse a una diversidad de escenarios políticos y económicos. El crecimiento de la economía de los años 1996 y 1997, el lento desgaste que se comenzó a evidenciar hacia fines de 1998 y culminó en la crisis política y económica de fines de 2001, con el consecuente desplome del PBI en 2002, y luego la recuperación de la estabilidad política y de las variables macroeconómicas, enmarcado en un proceso de reestructuración de la deuda soberana en default que aun no ha concluido. El objetivo del presente informe es resumir los distintos procesos y reestructuración de deuda que han atravesados las compañías calificadas por Fitch Argentina.

Fitch ha comentado en varias oportunidades sobre la debacle política y económica de 2001 y su dramático efecto sobre la capacidad de pago del sector corporativo, lo cual generó incumplimientos masivos durante el 2002. Aproximadamente el 80% de los emisores con calificación nacional vigente de Fitch durante ese período se embarcaron en procesos de reestructuración de sus pasivos. Los incumplimientos o reestructuraciones se dieron por varios motivos, entre ellos: el efecto de la devaluación de la moneda sobre estructuras de deuda mayormente nominadas en dólares y con fuerte concentración de vencimientos en el corto plazo, profunda recesión y su impacto sobre la actividad económica y generación

Ver REESTRUCTURACION DE DEUDA en Página 2

**FINANZAS ESTRUCTURADAS DURANTE 2004 Y
PERSPECTIVAS PARA 2005**

Eduardo D’Orazio, Director Finanzas Estructuradas

Durante 2004 se calificaron y emitieron 80 operaciones estructuradas en oferta pública en el mercado local (de las cuales FITCH Argentina calificó 40). Las operaciones denominadas en pesos prevalecieron con aprox. \$ 1.740 millones (aproximadamente USD 580 millones), mientras que sólo 6 operaciones fueron en

dólares por un total cercano a USD 37 millones correspondientes básicamente a flujos futuros de exportaciones. Estas cifras son sensiblemente superiores a los montos de emitidos durante todo el año 2003 (\$ 806 millones y USD 90 millones (año a su vez en el cual se había más que duplicado a las emisiones del 2002).

Encuentre este Boletín en:
www.fitchratings.com.ar
www.fitchratings.com.uy

Ver FINANZAS ESTRUCTURADAS en Página 3

EN ESTA EDICIÓN

Reestructuración de Deuda Corporativa:
Experiencias, Éxitos y Pendientes 1

Finanzas Estructuradas durante 2004 y
Perspectivas 2005.....1

Seguros en Argentina – Perspectivas 2005
..... 4

Mercado de Fondos Comunes de Inversión
durante 2004.....9

Fitch sube la Calificación Soberana de
Uruguay..... 10

Volumen 2 • Edición 1

ABRIL 2005

Comentarios o sugerencias
contáctese con Fitch Argentina:

Marcela Tisselli
argentina@fitchratings.com
Tel.: 54 11– 5235-8104

LINKS RELACIONADOS

- www.fitchratings.com
- www.fitchratings.com.ar
- www.fitchratings.com.uy

REESTRUCTURACION DE DEUDA CORPORATIVA

Viene de la página 1

de flujos de fondos, pesificación de tarifas, etc. Si bien el acceso a los mercados de capitales fue limitado durante el 2001, la falta de liquidez y el acortamiento de los plazos para la refinanciación de pasivos ya afectaban al mercado desde antes. Durante el 2002 fue muy poco lo que se pudo avanzar en materia de reestructuraciones, principalmente debido al alto grado de incertidumbre imperante en todos los niveles de la economía.

La recuperación observada durante el 2003 se afianzó durante el 2004, observándose cierta estabilidad económica, aun sin haber resuelto temas de carácter macro, como ser la reestructuración de la deuda soberana y reformas estructurales. Bajo este escenario, la reestructuración de la deuda privada registró varios casos de éxito o con elevado grado de avance. No obstante, aun hay una porción de deuda corporativa pendiente de reestructuración, en gran parte representada por empresas proveedoras de servicios públicos. La incertidumbre asociada a la redefinición de sus respectivos contratos de concesión dificulta el avance de dicho proceso dada la falta de previsibilidad del negocio en el mediano plazo, si bien se registraron ciertos avances durante el primer trimestre de 2005.

En lo que respecta a las modalidades de reestructuración se observó una gran variedad de alternativas. Por un lado se encontraban empresas con deudas concentradas en pocos acreedores (mayormente préstamos bancarios), las cuales llevaron a cabo sus procesos de reestructuración en forma privada e involucraron decididamente plazos más cortos. En el caso de empresas con deuda en el mercado de capitales y una fuerte atomización de acreedores la figura elegida por la mayoría fue el Acuerdo Preventivo Extrajudicial (APE). Para realizar la reestructuración en el marco de un APE se requiere alcanzar los

porcentajes de aceptación que fija la ley, es decir, el 66.66% del monto de deuda y el 50% del total de acreedores. Si el APE es homologado judicialmente el mismo se considera vinculante para todos los acreedores. Si bien este proceso mostró una fuerte adhesión en una etapa inicial por parte de las Compañías, el mismo presentó fuertes desventajas como ser el tiempo que demanda y el costo involucrado en el mismo. Por lo mencionado, varias compañías que inicialmente optaron por esta alternativa decidieron llevar a cabo el proceso de reestructuración en forma privada. Las combinaciones ofrecidas en el marco de las reestructuraciones fueron mayormente la emisión de nuevos bonos, contemplando extensión en los plazos y disminución en las tasas de interés. Esta alternativa fue combinada en la mayoría de los casos con una opción de pago en efectivo a través de una subasta holandesa modificada la cual fue posible gracias a los importantes saldos de caja acumulados desde la declaración del default hasta la finalización de los procesos de reestructuración.

Reestructuraciones Cerradas

- Alto Palermo
- Arte Gráfico Editorial Argentino
- Compañía Latinoamericana de Infraestructura & Servicios (CLISA)
- CTI Holdings
- Empresa Distribuidora Sur
- Hidroeléctrica Piedra del Aguila
- Imagen Satelital
- Industrias Metalúrgicas Pescaerona (IMPESA)
- IRSA Inversiones y Representaciones
- Petrobras Energía
- S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia (SAIEP)
- Sideco Americana
- Siderar
- Tecpetrol
- Telefónica de Argentina
- Transportadora de Gas del Sur

Avanzadas Negociaciones

- Acindar
- Cablevisión
- Capex
- Multicanal
- Telecom Argentina
- Transener

Pendientes

- Central Puerto
- Compañía de Alimentos Fargo
- Editorial Perfil – Diario Perfil
- Electricidad Argentina
- Empresa Distribuidora de Electricidad de Mendoza
- Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte
- Gas Argentino
- Inversora Eléctrica de Buenos Aires
- MetroGAS
- Transportadora de Gas del Norte

Se entiende por reestructuración de deuda, todo proceso que implica un cambio en el perfil de endeudamiento vigente de la empresa, mediante el cual se modifican los plazos y condiciones originales de emisión. En algunos casos la reestructuración no implica un incumplimiento respecto de la deuda vigente al momento de encarar el proceso, como ser el caso de Telefónica de Argentina. También se observan casos en los cuales la deuda vigente obtiene “waivers” de los acreedores para suspender los pagos hasta la reestructuración. En este caso puede haber pago de intereses solamente manteniendo pendiente la amortización de capital hasta la reestructuración, o la suspensión de capital e intereses. La situación mas frecuentemente observada implicó una cesación de pagos de todos los servicios de capital e intereses, y la reestructuración íntegra de los pasivos de la compañía.

Ver REESTRUCTURACION DE DEUDA en Página 3

REESTRUCTURACION DE DEUDA CORPORATIVA*Viene de la página 2*

La recuperación económica y la posibilidad de reestructurar o refinanciar deuda corporativa se refleja en la tendencia positiva de las calificaciones de riesgo, registrándose durante 2004 más acciones de suba que bajas de calificación. En línea con las mejoras crediticias registradas, se observó durante el 2004 un tímido retorno al mercado de capitales por parte del sector corporativo registrándose emisiones de deuda genuinas (excluyendo reestructuraciones) por aproximadamente US\$ 400 millones. Las empresas elegidas fueron aquellas que honraron sus compromisos financieros, o bien aquellas que lograron reestablecer rápidamente su capacidad de pago, con particular énfasis

al sector exportador. Los emisores se pueden agrupar en dos categorías, aquellos que emitieron deuda en dólares y a plazos más largos como ser Petrobras Energía y Pan American Energy y los que emitieron deuda en pesos, como ser Telefónica de Argentina y Edesur S.A.

Perspectivas

Fitch anticipa que el acceso a fuentes de financiamiento a través del mercado de capitales para el sector corporativo será gradual y en montos y plazos sustancialmente inferiores a los registrados durante la década del '90. Si bien la mejora en el entorno económico es

un factor importante a considerar al momento de estimar que es lo que pasará en el mercado de deuda corporativa, aún existen temas pendientes de resolución por parte del Gobierno que crean un marco de incertidumbre respecto la sustentabilidad del crecimiento económico en el mediano plazo. Si bien el grado de avance en materia de reestructuración de la deuda pública constituye un paso importante, el gobierno aun enfrenta importantes desafíos, incluyendo el mantenimiento de la disciplina fiscal, el establecimiento de un marco jurídico estable y la renegociación de los contratos de servicios públicos. ■

FINANZAS ESTRUCTURADAS DURANTE 2004 Y PERSPECTIVAS PARA 2005*Viene de la página 1*

En relación a los tipos de activos involucrados, cerca del 75% de los montos correspondió a créditos de consumo y tarjetas de crédito. Esto se debió tanto al lanzamiento de sucesivas series de empresas que históricamente han utilizado la titulización de cartera para el financiamiento de su negocio, como así también de nuevas empresas que incursionaron en el uso de esta alternativa de financiamiento. La mayoría de las empresas que han incursionado se dedican a la venta de electrodomésticos que dan financiamiento a sus clientes.

El éxito de los fideicomisos de consumo en Argentina es una consecuencia directa de la muy buena performance de este tipo de activo en la crisis del 2001. Dado que muchas de las operaciones

fueron originalmente denominadas en pesos, la "pesificación" no impactó de manera directa la calidad crediticia. Si bien existió un aumento en las moras y defaults en todas las carteras subyacentes, las mejoras crediticias con que contaban las operaciones cubrieron a los inversores de pérdidas por tenencia de bonos senior.

Cerca del 20% del total emitido en el año 2004 correspondió a operaciones de Flujos Futuros de Fondos y pool de empresas en un fideicomiso. A través de estas estructuras empresas que tradicionalmente no tenían acceso al mercado de capitales, tuvieron la posibilidad de ampliar sus fuentes de financiamiento. Alrededor del 5% de las emisiones del 2004 correspondió a operaciones de hipotecas residenciales, previéndose más operaciones de este tipo en el futuro.

Gradualmente a medida que ocurren las emisiones, plazos más extensos van siendo aceptados por los inversores para las operaciones en moneda local a tasa fija. Asimismo se intenta incorporar cambios en las estructuras que permitan extender las duraciones de los instrumentos, rompiendo la barrera actual de 14 meses para operaciones en pesos a tasa fija.

En los primeros tres meses del año 2005, el mercado local de Fideicomisos se mantuvo muy activo, con 21 emisiones; 17 operaciones de securitización de créditos de consumo y tarjetas de crédito por un total de \$ 448 millones; y 4 transacciones por US\$ 173 millones. De las operaciones nominadas en dólares se destaca un fideicomiso financiero cuyo activo subyacente es un préstamo a Cervecería y Maltería Quilmes por un monto de US\$ 150 Millones .

Ver FINANZAS ESTRUCTURADAS en Página 4

FINANZAS ESTRUCTURADAS DURANTE 2004 Y PERSPECTIVAS PARA 2005

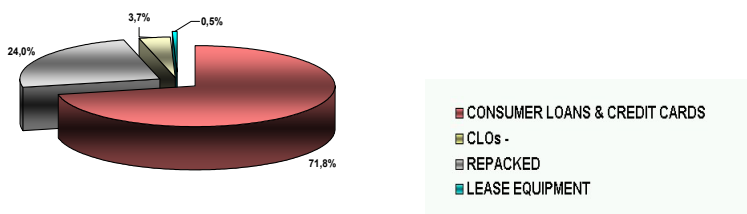
Viene de la página 3

Para el resto del año, Fitch prevé que se mantenga la securitización de préstamos de consumo y tarjetas de crédito (tal vez participación de hipotecas residenciales. Asimismo se espera ver otros tipos de estructuras utilizando activos como

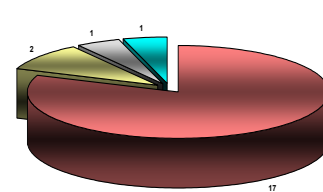
cuentas por cobrar, leasing de equipos y operaciones colateralizadas por un conjunto de préstamos o bonos a diversas compañías (CLOs -Collateralized Loans Obligations y CBOs -Collateralized Bond Obligations). Adicionalmente, podrían

observarse transacciones destinadas al financiamiento de capital de trabajo para algunas industrias exportadoras e inclusive para estructurar préstamos destinados a la financiación de obra en el sector público.

OPERACIONES POR TIPO DE ACTIVO
Montos Emitidos de Enero-Marzo 2005



CANTIDAD DE OPERACIONES POR TIPO DE ACTIVO
Enero-Marzo 2005



SEGUROS EN ARGENTINA – PERSPECTIVAS 2005

Evelyn Paradela, Associate Director - Seguros

Si bien nuestro país presenta una alta volatilidad caracterizada por períodos cortos de estabilidad y progreso, y a pesar de que existen aún numerosos factores pendientes de resolución que condicionan el desarrollo del sector seguros en general y de determinados segmentos en particular, tomando en consideración los buenos resultados obtenidos en el proceso de renegociación de la deuda externa y que se espera que Argentina continúe transitando la senda de recuperación económica, resulta razonable pensar que la industria de seguros estará en condiciones de acompañar la tendencia económica general durante el 2005 y de continuar mostrando una positiva performance.

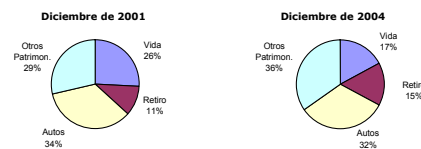
Sin embargo, tal como se comentó precedentemente, el sector enfrenta en la actualidad numerosos interrogantes

y desafíos. En línea con nuestra intención de dar a conocer las expectativas de Fitch para la industria de seguros durante el 2005, presentaremos resumidamente a continuación nuestras perspectivas de evolución de sus rubros más representativos y algunos de los focos de preocupación que consideramos más importantes.

Refiriéndonos a los seguros generales, podemos comenzar por el rubro automotores, el cual si bien mostró en el tiempo una paulatina disminución de su participación en términos de producción y vio amenazado su protagonismo a fines de la década del '90 por el auge de los seguros de vida y retiro, ha sido en el pasado y continúa siendo en la actualidad el principal segmento dentro del sistema asegurador argentino, con una

participación cercana al 50% de la producción total de los ramos generales y de más del 30% sobre la generación de primas del total de la industria (ver gráfico).

Participación de la Producción de Seguros por Ramo de Actividad Diciembre 2001 vs. Diciembre 2004



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación.

Ver SEGUROS EN ARGENTINA en Página 5

SEGUROS EN ARGENTINA – PERSPECTIVAS 2005

Viene de la página 4

Este segmento, como es sabido, observó durante el último año de operaciones una fuerte reversión positiva en términos de performance, habiendo

incidido en ello la conjunción entre menores índices de siniestralidad y ajustes de tarifas, a lo que se sumaron también los superiores niveles de eficiencia

alcanzados por las compañías en lo que se refiere a suscripción de riesgos y control de gastos, y la contribución de los resultados financieros (ver cuadro).

Evolución Indicadores de Gestión Rubro Vehículos Automotores

Automotores	Jun'98	Jun'99	Jun'00	Jun'01	Jun'02 (*)	Jun'03	Jun'04
Siniestralidad	71,7	69,5	70,2	69,4	55,0	73,9	64,7
Gastos Totales	50,5	49,4	51,2	46,8	44,1	42,1	30,5
<i>Producción</i>	22,6	21,8	21,8	21,1	18,2	18,8	22,3
<i>Explotación</i>	27,9	27,6	29,3	25,7	25,9	23,3	8,2
Siniestralidad + Gastos	122,2	118,9	121,4	116,1	99,0	116,0	95,1

Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

(*) Indicadores a Jun'02 distorsionados por efecto de la devaluación de la moneda a ppios. de dicho año.

En lo que se refiere a perspectivas futuras, Fitch considera que para el 2005 las mismas continuarán siendo favorables, pudiendo agregar en este sentido que la reactivación del sector automotriz llevará sin dudas a un incremento en el número de vehículos asegurados. Sin embargo, alertamos sobre la existencia de una fuerte presión sobre la rentabilidad del segmento en el mediano plazo, debido, entre otros factores, al incremento del delito en el interior del país, a la tendencia al alza de los costos siniestrales, a los límites naturales al ajuste de tarifas con el resurgimiento de la competencia por precios y a la fuerte dependencia de la continuidad de las medidas gubernamentales que contribuyeron a mejorar los resultados recientes del ramo. Adicionalmente, cabe destacar que el positivo impacto de la menor frecuencia siniestral por robos de vehículos experimentada desde el tercer trimestre de 2003 se ha visto contrarrestada por la evolución creciente que observó la

litigiosidad, factor más preocupante en la medida en que las compañías pueden ejercer muy poco control sobre el mismo. Este último hecho podría opacar en forma importante el satisfactorio desempeño reciente del ramo y es por ello que en la actualidad constituye una de nuestras principales preocupaciones.

Para los restantes ramos generales auguramos un crecimiento moderado durante el 2005. Sin embargo, para los seguros agrícolas, las coberturas de transporte y los seguros de caución, los que alcanzaron el 3.1%, 2.5% y 1.5% de la producción total de la industria en el ejercicio económico anual finalizado en Junio de 2004, prevemos un crecimiento más acelerado y un consecuente aumento en su participación en el corriente año. En el primer caso, basamos nuestras perspectivas en el impulso que observó la actividad agrícola a partir de la devaluación y en la aún baja proporción de superficies que cuentan con algún tipo de cobertura respecto del total, lo que brinda amplio potencial de negocios a las

compañías que compiten en el segmento. Respecto a los seguros de transporte, nuestra visión tiene en cuenta el repunte que observó dicha actividad en 2004 de la mano del crecimiento registrado por las actividades de comercio exterior, las que se espera continúen en aumento hacia 2005. Por último, en lo que se refiere a los seguros de caución, además de considerar el salto en comercio exterior, tenemos en cuenta las mayores expectativas en torno a la inversión en obras públicas y privadas para el corriente año y la reciente entrada en vigencia de la Resolución General 20/04 (emitida en Sep'04 por la I.G.J.), que exige a los directores y a los integrantes de los órganos de administración de las sociedades inscriptas en Capital Federal la constitución de garantías a favor de las mismas. Debido a que estas garantías podrán materializarse, entre otros vehículos, a través de seguros de caución, y teniendo en cuenta a su vez las ventajas que ofrece esta cobertura en relación a las restantes alternativas que contempla la nueva disposición normativa (tanto en

Ver SEGUROS EN ARGENTINA en Página 6

SEGUROS EN ARGENTINA – PERSPECTIVAS 2005

Viene de la página 5

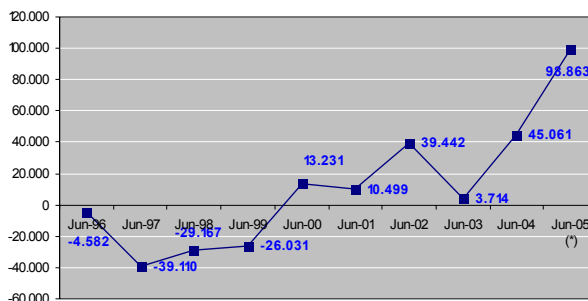
términos de costo como de eficiencia), se espera un rápido desarrollo de este producto a partir de su primer año de vigencia. Sin embargo, cabe en este sentido mencionar también que, a pesar de nuestras favorables perspectivas para el mercado de cauciones en términos de generación de negocios, la rentabilidad del ramo podría verse afectada por el reciente ingreso de nuevos operadores (entre ellos aseguradoras locales líderes en otros ramos generales) y el consecuente impacto de la competencia sobre las tarifas.

Una mención aparte merece riesgos del trabajo, ramo que ha verificado un crecimiento sostenido y un satisfactorio desempeño en los últimos años, alcanzando a significar el 11% de la producción total de la industria en el

último período anual Jul'03-Jun'04. En vista de los progresivos resultados alcanzados por el segmento, nuestras perspectivas hasta fines de 2004 eran muy auspiciosas. Sin embargo, a partir de los fallos a favor de la inconstitucionalidad del artículo 39 que reglamenta la actividad y el consecuente vacío e incertidumbre legal que dichos fallos instalaron, las expectativas para el corto plazo han cambiado. En relación a este punto son muchas las propuestas que se plantean. Si bien Fitch espera que finalmente se arribe a una solución intermedia en la que tanto el empleador como la aseguradora respondan en forma solidaria ante los beneficiarios, aún no se han producido definiciones ni avances concretos en este sentido. A pesar de la satisfactoria

tendencia que mostraron la producción y los resultados del sector hasta el cierre del primer trimestre del ejercicio en curso (ver gráfico), de no resolverse el tema en el corto plazo, la Calificadora entiende que, bajo un escenario de mayor litigiosidad y conflictividad, las ART's inevitablemente registrarán deterioros tanto en sus niveles de actividad como en su rentabilidad. En contrapartida, el ramo accidentes personales - cuyo crecimiento ha sido significativo en el 2004 y se espera continúe igual tendencia en el 2005 -, podría encontrar una fuente adicional de crecimiento a través de la oferta de seguros que complementen en forma adecuada a las coberturas anteriormente citadas.

**Evolución Histórica de Resultados
Sistema de Riesgos del Trabajo
(Cifras en miles de \$ - moneda constante)**



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación
(*) Cifras correspondientes al trimestre Jul-Sep'04 anualizadas.

Para el mercado de ART's por su parte, también puede preverse una mayor concentración en términos de cantidad de operadores. Desde el surgimiento de los últimos fallos de la Corte, ya se han verificado dos traspasos de carteras importantes. A la fecha asciende a 24 el número de compañías operativamente activas del sistema, concentrando las 10 primeras más del 85% del primaje.

Para finalizar con seguros generales, a nivel consolidado vale la pena mencionar que las más favorables condiciones del entorno y los esfuerzos realizados por las compañías tras la devaluación permitieron al sector quebrar una trayectoria de resultados negativos que se prolongó por más de diez años, hecho que parecía casi imposible de esperar frente a una historia

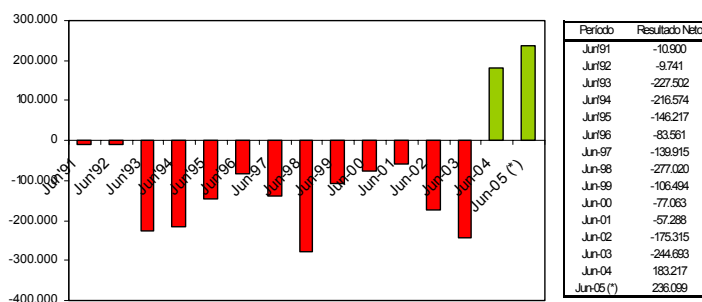
como la acumulada (ver gráfico).

Teniendo en cuenta esta favorable performance reciente y las buenas perspectivas que se auguran para el corto plazo, los resultados consolidados para el 2005 se esperan también positivos y en línea con la tendencia del 2004.

SEGUROS EN ARGENTINA – PERSPECTIVAS 2005

Viene de la página 6

Evolución de Resultados en Seguros Generales desde inicios de la década del '90 (Cifras en miles de \$ - moneda constante)



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

(*) Cifras correspondientes al trimestre Jul-Sep'04 anualizadas.

En lo que respecta a los seguros de personas, podemos distinguir entre las coberturas exclusivamente de protección, para las cuales prevemos que habrá satisfactorios incrementos de primaje, y las que incorporan componentes de ahorro, para las cuales entendemos el entorno aún no se presenta del todo auspicioso. Respecto del primer grupo, auguramos los mayores crecimientos en términos de producción principalmente en vida colectivo obligatorio y en todo tipo de coberturas ligadas al crédito, como producto de la evolución de la actividad económica y su impacto sobre el nivel de empleo, el consumo y la adquisición de bienes durables. A pesar del mayor nivel de actividad esperado, Fitch considera que resulta difícil prever significativas mejoras en términos de performance, debido a la gran atomización y a la fuerte competencia que aún caracteriza a este mercado en nuestro país, y a los elevados niveles de costos a los que se enfrenta. Asimismo, se suma a lo dicho la más agresiva penetración de los bancos en el negocio de los seguros tras la devaluación de la moneda nacional y sus consecuentes dificultades para generar ingresos por su negocio principal de intermediación, lo que incrementa la competencia. En lo que se refiere al grupo de compañías que operan en vida con ahorro, las mismas aún

enfrentan una delicada situación, no sólo por los conflictos post devaluación aún pendientes de resolución, sino también por el profundo quiebre de confianza por parte del público, que continúa siendo una amenaza para su viabilidad al menos en el corto plazo. La pérdida de confianza de los asegurados en este tipo de coberturas ha llevado a los operadores a concentrar grandes esfuerzos en la recomposición de los negocios suscritos con anterioridad a la devaluación y en la búsqueda de nuevas alternativas de inversión y ahorro que puedan resultar atractivas para mantener vivo el negocio a pesar de los impedimentos impuestos por la coyuntura. A tres años de desatado el conflicto, podemos afirmar que el grueso de las compañías ha logrado mitigar satisfactoriamente tanto el efecto de potenciales acciones judiciales en su contra como el impacto negativo de las pérdidas de cartera con nueva producción, hecho que entendemos altamente favorable. Sin embargo, más allá de estos logros, la evolución futura del segmento seguirá estando íntimamente ligada a la actitud que tomen los individuos frente al ahorro a largo plazo, y es por esto que consideramos muy difícil que el sector pueda recuperar en el corto plazo las favorables expectativas de crecimiento con las que contaba a fines de la década

pasada. Por otra parte, dadas las pérdidas de cartera y las menores posibilidades que ofrece el negocio en la actualidad, prevemos también que la salida de operadores desalentados y la concentración del negocio en un grupo menor de compañías fuertemente posicionadas seguiría observándose en el corriente año. Durante el primer trimestre del ejercicio en curso fueron 35 las compañías que reportaron ingresos por esta rama, concentrando las 4 primeras cerca del 70% de la producción consolidada.

Por su parte, el negocio de seguros de retiro también sigue enfrentando un duro contexto como producto de la última crisis. Si bien durante el 2004 la rama observó a nivel consolidado una importante recuperación en términos de producción, con ingresos totales que se ubicaron levemente por debajo de los alcanzados en el año anterior a la última crisis (\$ 1.912 millones a Dic'04 vs. \$ 1.968 millones a Dic'00), la rama continúa mostrando resultados fuertemente deficitarios (ver gráficos). Adicionalmente, cabe citar que la mencionada recuperación que mostraron los ingresos del sector durante el 2004 estuvo impulsada por el fuerte crecimiento que continuaron observando las coberturas

SEGUROS EN ARGENTINA – PERSPECTIVAS 2005

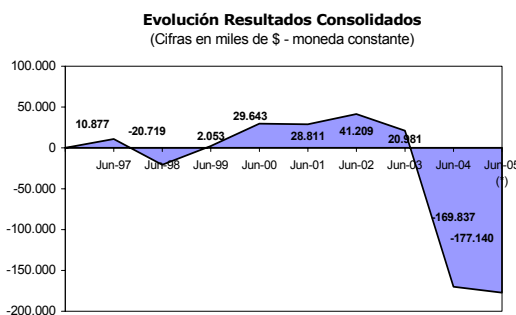
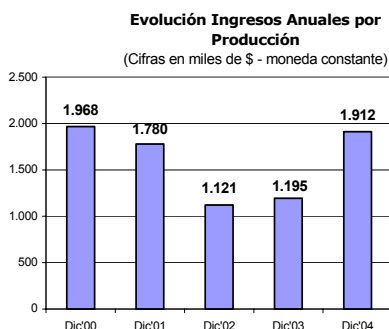
Viene de la página 7

ligadas al seguro colectivo de invalidez y fallecimiento, por conjunción de numerosos factores como ser el incremento gradual de los aportes a las AFJP a partir de marzo de 2003, el aumento del número de aportantes y del ingreso imponible (por los ajustes salariales producidos tras la devaluación y la incipiente recuperación del nivel de

empleo a nivel nacional) y el incremento en las primas de seguro. La rama retiro voluntario por el contrario acumuló una contracción de aproximadamente un 40% en los últimos tres ejercicios económicos, no habiendo perspectivas de que su tendencia cambie de sentido en el corriente año. A lo comentado puede

sumarse la reciente disposición en materia impositiva que, al convertir a las compañías de seguros de retiro en agentes de retención, podría desalentar aún más el uso de estos vehículos voluntarios de inversión por efecto de los mayores tributos asociados.

Compañías de Seguros de Retiro



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

(*) Cifras correspondientes al trimestre Jul-Sep'04 anualizadas.

Para finalizar, algo que consideramos merece destacarse es que en los últimos años la industria local de seguros ha evolucionado hacia un mayor profesionalismo que la condujo a manejarse prudentemente y con eficacia y eficiencia ante los cambios y las dificultades impuestas por el entorno. En opinión de Fitch, esto es altamente favorable ya que lleva a inferir que, ante un contexto caracterizado por la presencia de alta volatilidad, las compañías se encuentran mucho mejor posicionadas para mitigar en forma adecuada el impacto de crisis macro sobre su situación económica y financiera. Lo comentado

quedó demostrado con la última crisis de 2001-2002, la cual, más allá de su complejidad y del profundo quiebre que produjo sobre la estructura legal de los contratos y sobre la viabilidad de las operaciones de todas las ramas de la industria, pudo ser inicialmente amortiguada y finalmente superada por las aseguradoras de una manera mucho más favorable y en un tiempo muy inferior al que cualquier analista podía prever en aquellos tiempos, sin requerir -en la mayoría de los casos-, de inyecciones de capital por parte de los accionistas. En ello también jugó un importante papel la Superintendencia de Seguros de la

Nación, que oportunamente emitió normas que permitieron amortiguar el efecto negativo de la crisis sobre cada rama de la industria según su impacto. Por otra parte, si bien aún son muchos los temas por resolver, desde el ámbito del organismo de supervisión y control se han dictado importantes normas vinculadas a una más correcta valuación de activos y pasivos, al incremento de las reservas técnicas y la solvencia del sistema y se ha trabajado fuertemente sobre el control de la siniestralidad y el fraude, permitiendo todo ello inferir que el sector se dirige en sentido positivo. ■

MERCADO DE FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN DURANTE 2004

Nicolás Battilana, Analista - Fondos Comunes de Inversión
Gustavo Avila, Analista - Fondos Comunes de Inversión

Durante el 2004 la industria de los fondos comunes de inversión totalizó un patrimonio administrado que superó los \$7.000 millones, reflejando un importante crecimiento con respecto al 2003 donde dicha cifra alcanzó los 5.674 millones.

Las mejoras en el sector comenzaron a emerger en el año 2003 y continuaron con

la misma tendencia durante el 2004, como consecuencia del crecimiento económico del país y de la mayor demanda de inversiones que presentaron los inversores institucionales.

Es así que para el año 2004, se registró una variación patrimonial anual del 24%,

representada mayormente por fondos de renta variable (87%) y de renta fija (68%).

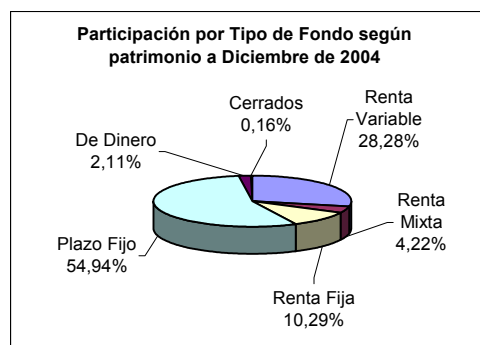
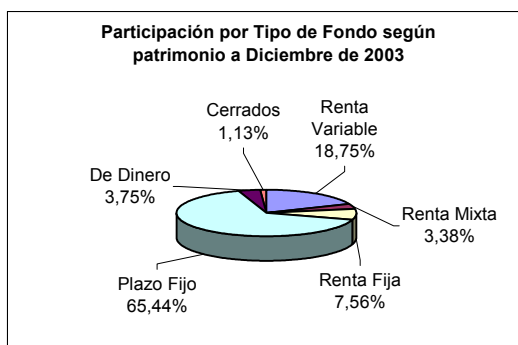
A Diciembre de 2004, la industria presentó las siguientes variaciones patrimoniales:

Tipo de Fondo	Variación % del Patrimonio respecto a :		
	dic-03	dic-02	dic-01
Renta Variable	86,6%	279,7%	825,6%
Renta Mixta	54,7%	69,0%	107,3%
Renta Fija	68,3%	41,1%	82,9%
Plazo Fijo	3,9%	123,0%	83,6%
De Dinero	-30,5%	-28,7%	-26,0%
Cerrados	-82,3%	-95,3%	-86,8%
Totales	23,7%	107,0%	124,0%

En cuanto a las participaciones de los distintos tipos de fondos sobre el total patrimonial, se puede inferir que para

diciembre del 2004, los fondos de renta variable representaban el 28,28% (18.7% en Diciembre 2003) reflejando el

importante crecimiento de estos fondos en dicho período acompañando la suba del Merval.



En tanto, los fondos de renta fija incrementaron su participación del 7.6% en el 2003 al 10.29% en el 2004 revirtiendo la tendencia desde la entrada en cesación de pagos del Estado Argentino. Dicho cambio se debió fundamentalmente a que distintas sociedades gerentes lanzaron nuevos

productos al mercado de renta fija (fondos de obligaciones negociables, fondos de títulos valores de fideicomisos financieros, fondos de títulos públicos performing). Se espera que estos fondos tengan un gran crecimiento en el corto plazo, una vez que los bonos defaulteados sean canjeados.

Respecto a los fondos de plazo fijo y de dinero a diciembre 2004, los mismos disminuyeron su participación sobre el total patrimonial al 54.94% y 2.11% respectivamente (65.4% y 3.7% en Dic 03'). Esta disminución es explicada debido a las bajas tasas de interés y los altos rendimientos tanto de los fondos de renta fija como de los de renta variable.

MERCADO DE FONDOS COMUNES DE INVERSION

Viene de la página 9

Tipo de Fondo	Participaciones a:			
	dic-01	dic-02	dic-03	dic-04
Renta Variable	6,8%	15,4%	18,7%	28,28%
Renta Mixta	4,6%	5,2%	3,4%	4,22%
Renta Fija	12,6%	15,1%	7,6%	10,29%
Plazo Fijo	66,9%	51,1%	65,4%	54,94%
De Dinero	6,4%	6,1%	3,7%	2,11%
Cerrados	2,7%	7,0%	1,1%	0,16%

La cantidad de fondos vigentes a Diciembre de 2004 es de 211, de los cuales sólo 99 cuentan con calificación, es decir un 47% de los fondos existentes. A diciembre de 2001, se encontraban vigentes 227 fondos y 173 calificados (76% del mercado).

Fitch Argentina al 31/12/04 calificaba 49 fondos comunes correspondientes a 11 Sociedades Gerentes, lo que representa una participación del 50% del mercado calificado. En tanto, la participación es del 44.8% si se considera el total de patrimonios administrados.

El total de administradoras se redujo a 34 en el año 2002 de 48 existentes en el año 2001. No obstante, la cantidad de administradoras activas se mantuvo constante desde dicha fecha.

El sector presenta una elevada concentración, ya que el 56% del mercado se encuentra bajo la administración de las cinco principales sociedades gerentes, encontrándose distribuido el 44% restante entre 30 administradoras.

La tenencia de FCI en manos de las AFJPs ascendía al 4.06% del total de sistema de Fondos de Jubilaciones y Pensiones a Diciembre de 2004, reflejando un aumento

del 71% con respecto a igual período del año anterior. (2.37% a Diciembre de 2003).

En aras de tener una perspectiva más global y mejorar su proceso de evaluación, FITCH Argentina esta incorporando a su metodología de calificación elementos de tipo cualitativo que pasan a ser, según el tipo de fondo, más ponderados a la hora de otorgar la respectiva calificación. Entre estos aspectos cualitativos se encuentran los relacionados a la Administración y Management, como ser; Estructura de Recursos Humanos y Tecnológicos, Procesos, Independencia y Controles, Inversiones y Administración de Riesgos.

FITCH SUBE LA CALIFICACION SOBERANA DE URUGUAY

Morgan Harting, Fitch Ratings New York

El pasado 17 de marzo de 2005, Fitch Ratings subió la calificación soberana de Uruguay. La calificación de largo plazo en moneda extranjera subió a 'B+', desde 'B' y la calificación de largo plazo en moneda local subió a 'BB-' desde 'B+'. Adicionalmente, se confirmó la calificación de corto plazo en 'B' y el 'country ceiling' en 'BB-'.

Uruguay se está recuperando notablemente de una recesión de cuatro años que culminó con la reestructuración de la deuda soberana en Mayo de 2003. Luego de crecer a una tasa estimada del 12% en 2004 basado en la rápida expansión de las inversiones y exportaciones, el producto bruto interno

(PBI) moderará su crecimiento este año, si bien aun alcanzará un 6%, manteniendo luego niveles estables en base un fortalecimiento de la demanda interna. El presidente electo Tabaré Vázquez inició su mandato el 1 de Marzo, y su coalición de izquierda detenta la mayoría en la legislatura. No se anticipan cambios importantes de política en el corto plazo, considerando la postura más moderada de estos partidos en años recientes y las restricciones fiscales que impone un mayor costo del servicio de la deuda y el limitado acceso al financiamiento. Se espera que el programa del Fondo Monetario Internacional (FMI) que vence en Febrero sea sucedido por uno nuevo que demandará objetivos de política fiscal

y monetaria de exigencia similar a los vigentes, restringiendo aun más el margen de maniobra del nuevo gobierno.

La dinámica de la deuda mejoró significativamente durante el pasado año debido al crecimiento económico y una apreciación real estimada del 13% del peso Uruguayo. La deuda pública disminuyó desde un 109% del PBI a fines de 2003 a un estimado del 89% a fines de 2004. Dado que aproximadamente un 95% de la deuda pública se encuentra denominada en moneda extranjera, el tipo de cambio es claramente un factor crítico para este ratio. Una apreciación sostenida, si bien de menor magnitud, para este año ayudaría a reducir la deuda un 12% adicional en términos del PBI, sustentado

FITCH SUBE LA CALIFICACION SOBERANA DE URUGUAY*Viene de la página 10*

además por un superávit primario del sector público de aproximadamente un 3,5% del PBI. Las autoridades han logrado generar un superávit similar en 2004, ya que los ingresos por impuestos fueron mayores a los esperados durante 2004, principalmente como resultado de la alta rentabilidad de los exportadores que se beneficiaron de un mejor acceso a los Estados Unidos y un incremento en la demanda regional. Si bien los requerimientos por amortización de deuda en los mercados externos son bajos, se estima que las autoridades emitirán aproximadamente USD 400 millones este año para financiar pagos al FMI. Los vencimientos con el FMI significan aproximadamente USD 175 millones (15% de los ingresos corrientes externos y un 5% del PBI), cifra que se eleva a USD 1,56 billones en 2006. Estos elevados niveles de repago representan una alta porción de las amortizaciones del sector público y resaltan la importancia de reconstituir las reservas internacionales y cumplir con los acuerdos con el FMI para poder recibir desembolsos adicionales y extensiones.

El servicio de la deuda de aproximadamente el 29% del PBI es alto comparado con otros soberanos calificados en la categoría 'B', pero asumiendo que los vencimientos son cubiertos por préstamos multilaterales y una modesta emisión en el mercado, deberían ser manejables. Aun deberá ser puesta a prueba la tolerancia de las nuevas autoridades a honrar sus obligaciones y acceder a los mercados durante períodos de estrés. Las erogaciones en concepto de intereses equivalen a un 5% del PBI y un 21% de los ingresos, colocando el peso de la deuda en el cuartil superior de los soberanos calificados en 'B'. Dado el peso de la deuda en moneda extranjera, una significativa depreciación del tipo de cambio podría incrementar los costos por intereses, ejerciendo considerable presión sobre las finanzas públicas. Alternativamente, otro escenario de estrés sobre el sistema bancario podría también afectar significativamente las finanzas públicas. Estas preocupaciones se mitigan parcialmente por la baja probabilidad de una fuerte depreciación; si bien el peso se

ha apreciado durante el último año, aun permanece débil en términos reales comparado a niveles históricos. Además, los depósitos de no residentes han sido retirados del sistema en gran parte, con lo cual se encuentra menos vulnerable a shocks externos. A pesar de estas condiciones mitigantes y el hecho de que la reestructuración de 2003 no impuso quitas al valor nominal de la deuda, persiste alguna preocupación en términos de la 'voluntad de pago'. Casi toda la deuda en el mercado hoy contiene tanto cláusulas de acción colectiva como cláusulas agregadas, lo cual sugiere que en caso de significativa presión las autoridades podrían inclinarse a considerar otros ajustes. Mejoras sustanciales en la calidad crediticia dependerán de más certidumbre respecto de la continuidad del prudente desempeño fiscal, crecimiento económico sostenido y que continúe el fortalecimiento del sistema bancario. ■

Copyright © 2005 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.