

LAS ENTIDADES DE SEGUROS ANTE EL NUEVO ENTORNO FINANCIERO

Clara Isabel González Martínez y José Manuel Marqués Sevillano (*)

(*) Los autores pertenecen a la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales del Banco de España. Agradecemos las sugerencias recibidas por Enrique Alberola y durante el proceso de evaluación de la Revista. El artículo ha sido fruto también del debate y orientación de Emiliano González Mota. Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España ni del Eurosistema.

La actividad aseguradora tiene un papel relevante tanto en la economía como en relación con la estabilidad financiera dada la naturaleza de su actividad. En este artículo se presta especial atención al papel de las entidades de seguros como inversores institucionales y a su importancia desde una perspectiva macroprudencial. Aunque este sector se ha visto afectado por la crisis financiera en menor medida, el contexto económico y, en particular, una situación prolongada de bajos tipos de interés suponen un reto para su actividad y para la gestión de sus carteras de inversión. Con la vista puesta en el más largo plazo, el otro gran reto al que se enfrentan las compañías de seguros es la adaptación a un nuevo marco regulatorio tanto en el terreno contable como de solvencia. En este último caso, destaca la puesta en marcha de la normativa de Solvencia II a nivel europeo, que conllevará la adaptación de la estrategia de negocio y de inversión de las compañías de seguros.

1 Introducción

Las entidades de seguros desempeñan un papel importante en el sector financiero tanto como proveedores de servicios básicos en la gestión de riesgos como en su papel de inversores institucionales. Aunque no han sido el foco de las recientes y profundas reformas financieras, su importancia no ha pasado desapercibida y, en muchos casos —como en Estados Unidos o el Reino Unido—, se ha replanteado el modelo de supervisión al que estaban sujetas. En el presente artículo se realiza un repaso del papel que desempeñan estas entidades, de su relevancia como inversores institucionales y de los principales retos a los que se enfrentan.

El artículo destaca el importante papel de las aseguradoras en la economía así como la naturaleza de su actividad, incidiendo en las diferencias entre las obligaciones a las que tienen que hacer frente y en cómo eso condiciona también sus decisiones de inversión. Por ejemplo, en el caso de las compañías que comercializan exclusivamente seguros de vida tiene un mayor peso la inversión en bonos a largo plazo porque permite una mejor adecuación a sus compromisos de largo plazo.

Dada su importante participación en los mercados financieros y su interrelación con otras entidades, el sector de los seguros desempeña también un papel relevante en términos de estabilidad financiera. Aunque este sector no ha resultado especialmente afectado por la crisis financiera, sus decisiones se han visto condicionadas por algunos de los elementos vinculados con esta situación, como el entorno de bajos tipos de interés prolongado. Adicionalmente, el sector se enfrenta a una serie de cambios normativos —algunos en proceso de adaptación a las dinámicas puestas de manifiesto tras la crisis financiera— que también pueden generar importantes modificaciones en su operativa.

El artículo cuenta, además de con esta introducción, con una segunda sección donde se describen las principales características de las compañías aseguradoras y se ilustran los patrones en sus carteras de inversión, así como el peso que tienen en mercados financieros. En la tercera sección se aborda el papel de las entidades de seguros para la estabilidad financiera junto con las distintas formas de organizar la supervisión prudencial de estas instituciones. Por último, se analizan los principales retos a los que se enfrenta esta industria ante un entorno prolongado de bajos tipos de interés y la adaptación al nuevo entorno regulatorio.

2 Empresas de seguros: naturaleza, casuística y papel en el sector financiero

2.1 CARACTERÍSTICAS DIFERENCIADORAS DEL SECTOR ASEGURADOR

El negocio de las aseguradoras tiene características distintas del de otros intermediarios financieros. Así, su principal función consiste en asumir un conjunto de riesgos, cuyo impacto para la entidad se minimiza mediante la diversificación. Además, la agregación de riesgos permite que se reduzca la probabilidad de eventos de cola que serían difíciles de afrontar por un individuo y que en su lugar los asuma una entidad para la que el impacto esperado de estos eventos tiene un efecto económico menor y posible de gestionar.

En esta actividad la principal fuente de rentabilidad surge del margen que se obtiene de las primas de seguro, derivadas de la cobertura específica de cada evento y no tanto de la gestión de la inversión de las primas. Esto supone una diferencia fundamental respecto a otras entidades como las bancarias e implica un menor grado de correlación entre la rentabilidad del sector y los mercados financieros. Además, en este caso no resultan tan relevantes aspectos como la liquidez en tanto en cuanto las primas se reciben por adelantado y los eventos se materializan con posterioridad (a diferencia, por ejemplo, de las entidades de crédito, donde se ofertan fondos para los que posteriormente hay que mantener la financiación).

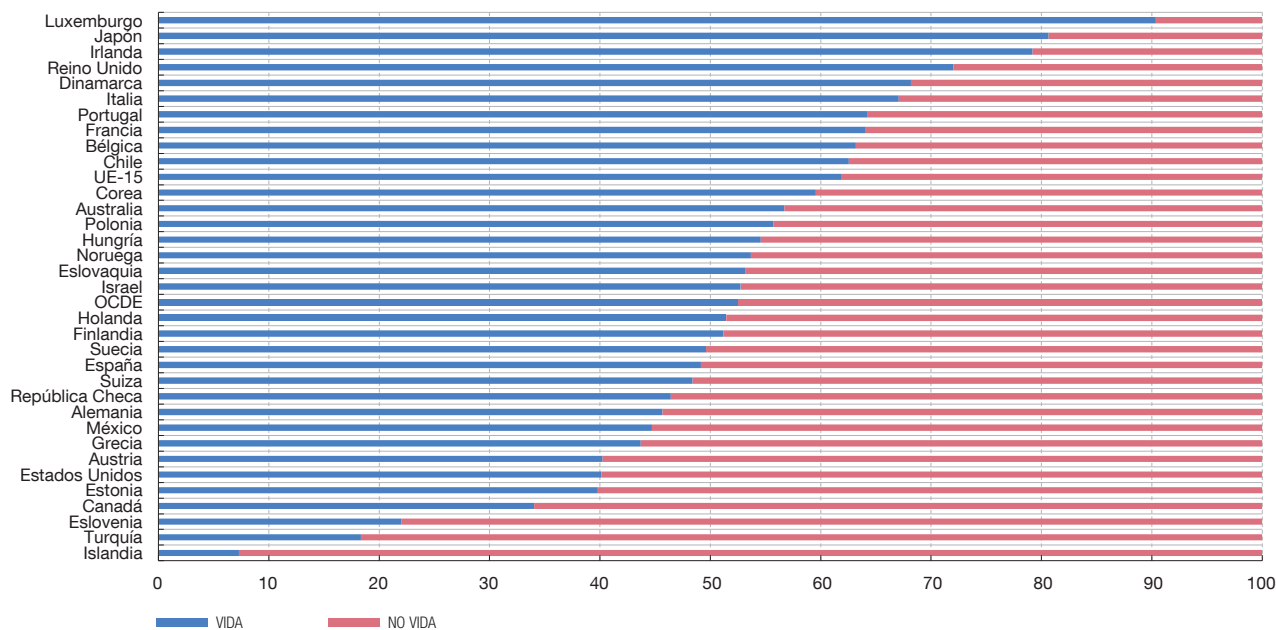
Este sector tiene un importante papel en la economía ya que permite que los agentes puedan gestionar de modo adecuado distintos tipos de riesgos. Lógicamente, sus implicaciones son diferentes en función del tipo de productos que ofrecen; así, en el caso de las aseguradoras de no vida, su principal función es proporcionar cobertura frente a unos riesgos que suelen ser de corto plazo y cuya contratación en muchos casos suele ser de carácter obligatorio (seguros de coche, seguros de responsabilidad civil colectiva o los seguros de hogar¹). Por su parte, en el caso de aquellas dedicadas al ramo de vida la naturaleza es de más largo plazo y en algunos casos, como los denominados «seguros de supervivencia», tienen un papel relevante como canalizador del ahorro.

2.2 DIFERENTES DESARROLLOS ENTRE PAÍSES

La importancia de cada una de estas áreas de negocio en cada país es diferente y depende de multitud de factores. En el caso del sector de vida, como recogen Feyen, Rodney y Rocha (2011), la evolución del volumen de primas puede venir explicada por variables de carácter económico, demográfico (como, por ejemplo, envejecimiento), sociocultural e institucional (tanto referidos a la propia industria como a las características del sistema de seguridad social). Aunque, dependiendo del estudio realizado, el efecto de algunas variables es ambiguo, existe cierto consenso en que el nivel de renta de los países es un factor importante para el desarrollo de los seguros de vida, mientras que la inflación supondría una traba. Para el sector de no vida, Feyen, Rodney y Rocha (2011) encuentran que la renta, junto con el marco institucional y la estructura del mercado, son las variables más importantes. En el gráfico 1 se muestra esta heterogeneidad entre países de la OCDE a través del peso relativo de las primas de seguro de vida y no vida. Así, mientras que en Luxemburgo y Japón el volumen de primas procedentes de productos de vida supera el 80 %, en el caso de Islandia o Turquía no llega al 20 %. En España, el peso de las primas de productos de vida es ligeramente inferior al correspondiente a no vida (49,1 %). Estas cifras estarían cercanas a la media de la OCDE, donde el peso de vida es del 52,5 % e inferior a la media de la UE-15, donde es mayor, con un 61,9 %.

En cualquier caso, dado el volumen de las primas que gestionan las aseguradoras [en torno al 6,5 % del PIB mundial, de acuerdo con Swiss Re (2013)] y el volumen de inversiones que realizan, sus estrategias de inversión son muy relevantes para la evolución de los mercados de capitales. En cuanto al tipo de inversiones que realizan, estas se encuentran

¹ El seguro de hogar no suele tener carácter obligatorio, pero, en el caso de la contratación de hipotecas, su contratación sí resulta necesaria.



FUENTE: OCDE (2013).

a Datos de 2011 excepto Austria (de 2008) y Corea (de 2010).

condicionadas por las obligaciones a las que tienen que hacer frente. En este sentido, suelen invertir principalmente en activos con reducido riesgo de crédito y un horizonte temporal que depende de la rama de seguros que analicemos. Así, en el caso de las de vida predominan las inversiones de largo plazo, mientras que en las de no vida suele existir una mayor heterogeneidad. De hecho, tal y como se señala en Morgan Stanley (2013), la duración de la cartera de renta fija de la cartera de la aseguradoras europeas de vida estaría entre 6 y 9 años, mientras que la de las de no vida se situaría entre 1 y 3 años. En España, por ejemplo, al cierre de 2012 la duración media de las carteras de vida era de 6,5 años y de 3,5 años en las de no vida [véase Fundación MAPFRE (2013)].

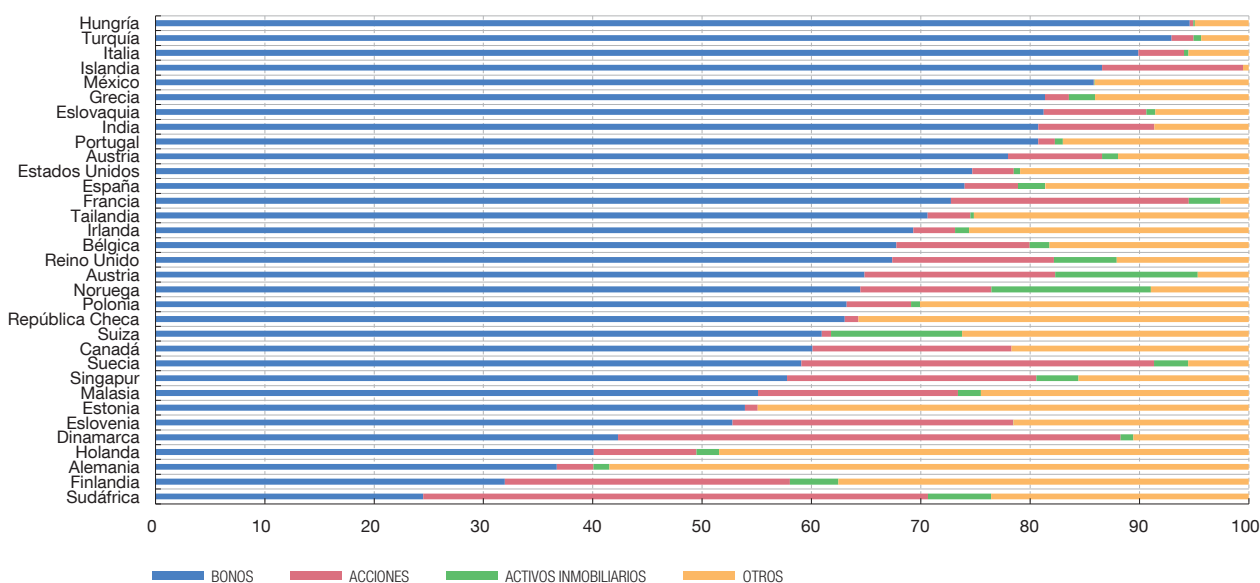
En el gráfico 2 se muestran las diferencias en la composición de los activos en las carteras de inversión de las aseguradoras entre los países de la OCDE. En el caso de aquellas compañías dedicadas exclusivamente a los productos del ramo de vida la proporción de renta fija en sus carteras de inversión es, en general, superior a la de aquellas cuyo negocio es de no vida y las que comercializan ambos tipo de productos. Esto es debido a que, en el caso de las aseguradoras de vida, la inversión en bonos a largo plazo permite un mejor ajuste de los activos en relación con sus compromisos a largo plazo. De hecho, en la mayoría de los países de la OECD más de la mitad de sus carteras están invertidas en bonos, con la excepción de Dinamarca, Holanda, Alemania, Finlandia y Sudáfrica (véase gráfico 2).

En el caso de las compañías de no vida también predomina la inversión en renta fija, aunque en algunos casos las inversiones en acciones tienen un mayor peso, llegando a suponer más del 40 % de la cartera en países como Finlandia y Austria [véase OCDE (2013)].

El tipo de bonos en el que se realiza la inversión es predominantemente de carácter público. En algunos casos, como se puede observar en el gráfico 3, en Hungría y Turquía suponen más del 80 % de la cartera total de la industria en esos países, mientras que en el otro extremo se encuentra Noruega, con un 10 %, donde el peso de los bonos del sector privado es del 50 %.

DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA DE INVERSIÓN: ASEGURADORES SECTOR VIDA (2011) (a)
Porcentaje sobre el total

GRÁFICO 2

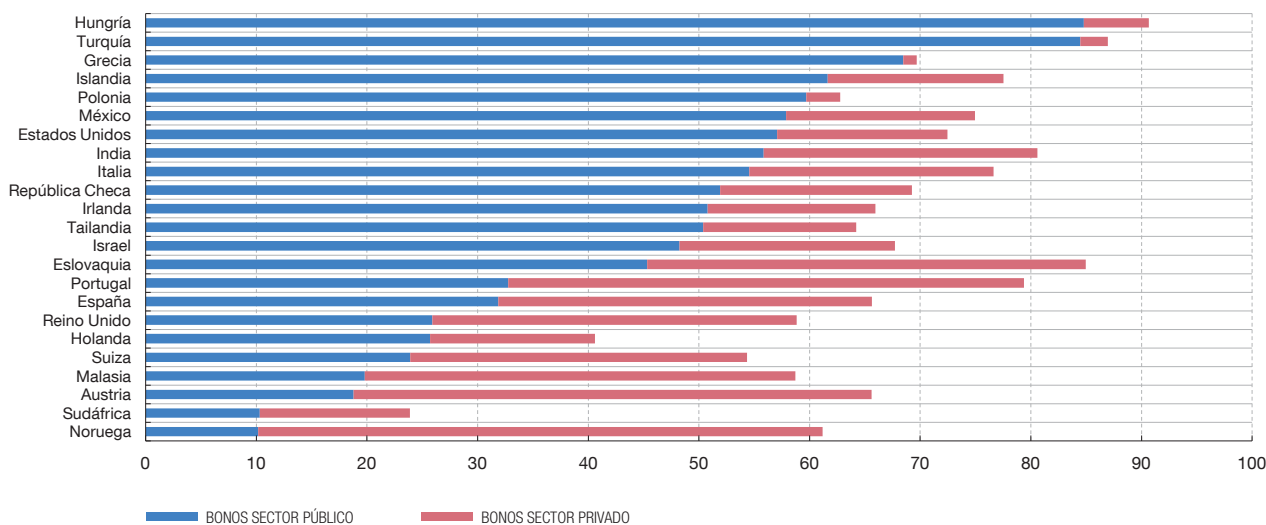


FUENTE: OCDE (2013).

a No se incluyen productos referenciados a «unit linked» en los que el riesgo es soportado por los poseedores de la póliza.

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN BONOS PÚBLICOS Y PRIVADOS (2011) (a)
Porcentaje de la cartera total de la industria

GRÁFICO 3



FUENTE: OCDE (2013).

a No se incluyen datos de «unit linked» donde el riesgo es soportado por los poseedores de la póliza.

En el caso particular de España, el peso de los activos de renta fija en la estructura de inversión del sector es del 67,2 % en 2012 y supone 2,3 puntos más respecto a la del año anterior. Dentro de la renta fija, la renta privada ha disminuido su peso a favor de los títulos de deuda pública [véase Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (2013)]. Por otro lado, la proporción de la inversión en inmuebles y otro tipo de productos (derivados, estructurados) y renta variable es mucho menor (4,1 %, 3 % y 2,5 %, respectivamente) y se ha reducido en el último año [véase Fundación MAPFRE (2013)]. En general, desde el inicio de la crisis, en los principales países europeos también se ha producido un aumento de la

En billones de euros

	Inversión total - Mercado europeo	Invertido por aseguradoras europeas	% invertido por aseguradoras europeas
Bonos del Gobierno	9.175	1.818	20
Core	6.639	1.486	22
Periféricos	2.536	332	13
Cédulas hipotecarias	2.233	415	19
Bonos corporativos	4.204	1.583	38
Financieros	2.184	512	23
No financieros	2.020	1.071	53
Créditos titulizados	654	107	16
Renta variable europea	7.146	429	6
Otros	–	1.043	
TOTAL		5.395	

FUENTE: Morgan Stanley (2013).

tenencia de títulos de deuda y otros de renta fija, al tiempo que la inversión en acciones y activos inmobiliarios se ha reducido según los datos recogidos en Insurance Europe (2013).

En cuanto al peso que representan estas instituciones en los mercados financieros, tal y como puede verse en el cuadro 1, son inversores relevantes en varios mercados de renta fija. En concreto, el sector es el mayor inversor en los mercados de bonos corporativos en Europa, con un 38 % del total, además del 19 % del mercado de *covered bonds* y el 20 % de los bonos públicos. En este entorno, cambios en los patrones de inversión de las compañías aseguradoras, motivados por factores como los discutidos en la sección 4, pueden tener gran relevancia en la evolución de los mercados dado el volumen de activos que negocian.

3 Las empresas de seguros y la estabilidad financiera

Tal y como se ha comentado en la sección anterior, las entidades de seguros desempeñan un papel fundamental en el funcionamiento de la economía al permitir una mejor diversificación de los riesgos de cada uno de los agentes individuales. Sin embargo, este papel fundamental no justifica en sí mismo que las entidades de seguros deban ser supervisadas de modo intensivo.

El nivel de intensidad de la supervisión de una actividad financiera depende fundamentalmente de dos factores: a) las externalidades que puede suponer la quiebra de una entidad, y b) lo eficiente que puede ser la supervisión frente a otras alternativas para evitar minimizar las externalidades que provoquen las quiebras.

En el caso de las aseguradoras, las externalidades que crearía una posible quiebra dependen a su vez de varios elementos:

- El tipo de cobertura que proporcionan: no tiene el mismo impacto económico la prestación de un seguro de hogar que la de un seguro de vida.
- El grado de competencia: el impacto se minimiza si es posible sustituir los servicios prestados por parte de la empresa quebrada con otros competidores.
- La posibilidad de efecto contagio con otras aseguradoras: esta posibilidad se encuentra vinculada en gran medida con el modelo de financiación. En el caso de las entidades

de seguros, la financiación depende principalmente de las primas de seguro, que se encuentran vinculadas con unas coberturas que, en caso de cambio a otra aseguradora, deben ser renegociadas. Por ello, en el caso de las aseguradoras el pasivo suele ser más estable² y no es tan relevante la posibilidad de episodios de contagio.

Deben considerarse dos dimensiones respecto a la posibilidad de minimizar el impacto de las quiebras en el sector asegurador. En primer término, es preciso mantener un adecuado nivel de competencia para facilitar que los servicios prestados por una entidad puedan ser sustituidos por otro competidor (evitando casos como los de la quiebra, en 2001, del grupo australiano HIH que acaparaba el seguro de proyectos inmobiliarios). Adicionalmente, es preciso minimizar la posibilidad de que una entidad quiebre, en lo cual la supervisión prudencial puede jugar un papel importante. En este punto, es preciso tener en cuenta que en el caso de las aseguradoras la naturaleza de sus operaciones hace menos relevantes aspectos como el riesgo de liquidez o la vinculación con el ciclo económico, que son importantes en otras actividades financieras como la bancaria. Por el contrario, el horizonte de largo plazo en las coberturas, unido al carácter minorista de una parte significativa de sus clientes, disminuye la eficacia de la disciplina de mercado y hace que sea importante mantener un nivel adecuado de supervisión, que en cualquier caso debe estar adaptado al tipo de riesgos que afronta este sector³.

Desde una perspectiva macroprudencial la importancia de las entidades de seguros depende del carácter sistémico que estas tengan. Para ello hay que tener en cuenta no solamente las externalidades vinculadas con la propia prestación de coberturas de riesgos que ya se han comentado, sino también las interrelaciones que mantienen las aseguradoras del mismo sector y con otras entidades financieras, algo que puede estar relacionado con la propia operativa de sus actividad de seguros o con el desempeño de actividades ajenas a las tradicionalmente consideradas del sector asegurador. Adicionalmente, el peso que tienen las aseguradoras en determinados mercados financieros hace que sus decisiones de inversión puedan tener importantes consecuencias en términos de la estabilidad financiera.

Todas estas consideraciones se han reflejado en los criterios que recientemente ha propuesto la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) y ha aceptado el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) para la designación de entidades de seguros sistémicas a nivel global. En concreto se consideran las siguientes dimensiones⁴: interconexión, sustituibilidad, tamaño, actividad global y relevancia de actividades ajenas al sector asegurador o que tradicionalmente no se han considerado del sector de seguros⁵.

A nivel institucional no existe homogeneidad en la forma de instrumentar la supervisión de las entidades de seguros. Por un lado, las características diferenciadas respecto del sector bancario explican que en algunos casos se realice por una autoridad distinta del supervisor bancario; por otro lado, la existencia de vínculos comunes entre ambos tipos de entidades (especialmente en el caso de países que cuentan con importantes grupos de conglomerados financieros) justifica que se realice de modo integrado con la supervisión bancaria.

2 Existen algunas excepciones, como ciertas aseguradoras de vida que ofertan un producto con características similares a los depósitos bancarios.

3 Una buena revisión de las peculiaridades de la supervisión microprudencial en las aseguradoras puede encontrarse en la reciente experiencia del Banco de Inglaterra para asumir la supervisión de estas entidades. En Adams (2013) se revisan los principales cambios que ha introducido la Autoridad de Regulación Prudencial del Banco de Inglaterra para asumir la supervisión de este sector.

4 Véase IAIS (2013).

5 Tales como aseguramiento financiero, CDS, negociación con derivados o inversiones muy apalancadas.

País	Reguladores en el sector seguros	¿Integrado con el supervisor bancario?	¿Depende de la autoridad económica?
Reino Unido	PRA (Prudential Regulation Authority)	Sí	No
Estados Unidos	NAIC (Insurance Supervisory Commission y reguladores en cada Estado)	No	No
Alemania	BAFIN (Federal Financial Supervisory Authority)	Sí	Sí
Holanda	DNB (Banco Central de Holanda)	Sí	No
Francia	l'ACPR (L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution)	Sí	No
Italia	IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni)	No	No
España	DGS (Dirección General de Seguros)	No	Sí
Suecia	FI (Financial Supervisory Authority Finansinspektionen)	No	Sí
Suiza	FINMA (Financial Market Supervisory Authority)	No	No
Japón	FSA (Financial Services Agencies)	No	Sí
Canadá	OSFI (Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada)	Sí	Sí

FUENTE: Elaboración propia.

En el cuadro adjunto puede comprobarse la diversidad de marcos de supervisión que existen en la actualidad. Nos encontramos con casos como el de Estados Unidos, donde la supervisión de las aseguradoras se realiza de modo descentralizado por reguladores de cada Estado; otros como el de España, en el que se realiza por parte de una agencia dependiente del Ministerio de Economía, o la situación de algunos países europeos (Holanda, Reino Unido o Alemania son los casos más significativos), en los que la supervisión de los seguros se encuentra asignada al mismo supervisor que las entidades bancarias (pudiendo estar este integrado o no en el banco central). En lo que sí que parece existir cierto consenso es en la importancia que se asigna al sector asegurador en la política macroprudencial; de hecho, en la mayoría de los países en los que se ha desarrollado formalmente un consejo de estabilidad financiera con funciones operativas los organismos encargados de supervisar a las entidades de seguros forman parte de él; este es el caso, por ejemplo, de Estados Unidos o el Reino Unido.

En cualquier caso, estas situaciones no son algo estático y, de hecho, en algunos países, como en el Reino Unido, las lecciones aprendidas de la crisis financiera han generado importantes cambios en su marco de supervisión financiera, entre los cuales se encuentra la integración de la supervisión de seguros con la supervisión de las entidades bancarias y el englobar ambas actividades bajo el paraguas del banco central. Según el director ejecutivo de la supervisión de seguros en el Reino Unido [véase Adams (2013)], en esta transformación han debido introducirse cambios organizativos para tener en cuenta las especificidades del sector de las aseguradoras, pero también se ha procurado asimilar muchas de las lecciones aprendidas en términos de supervisión (aproximación *forward looking*, carácter dinámico, visión sistémica, objetivo en minimizar el impacto de la quiebra y multiplicidad de referencias para valorar la situación de capital) son comunes a las entidades bancarias y aseguradoras.

4 Principales retos de las entidades de seguros: la gestión en un entorno...

Una vez revisada la importancia de la actividad de seguros para la estabilidad financiera, parece adecuado plantearse cuáles son los principales retos que afronta esta industria en la actualidad. Tal y como se ha comentado, las entidades de seguros se encuentran menos expuestas al ciclo económico y suelen presentar un ajuste entre el vencimiento de los

... de bajos tipos de interés y la adaptación al nuevo entorno regulatorio

activos y los requerimientos de pasivos que hace menos relevantes los riesgos por una crisis de liquidez. No obstante, un entorno económico de bajo crecimiento y elevadas tasas de desempleo puede afectar negativamente al crecimiento de negocio en algunos segmentos de la industria, como es el caso de los seguros de vida (otros seguros cuya contratación es de carácter obligatorio se encuentran relativamente menos expuestos).

Aunque el sector asegurador ha presentado una mayor resistencia a la crisis financiera que otras instituciones financieras, en el año 2011 se vio especialmente afectado por la crisis económica y la incidencia de desastres. El impacto ha sido diferente según cada país; en algunos casos, como por ejemplo en Japón, el principal elemento fueron los desastres naturales, lo que afectó consecuentemente a las compañías de no vida, mientras que en otros países, sobre todo en aquellos pertenecientes a la zona del euro, el deterioro de la situación macroeconómica ha supuesto un importante reto. Sin embargo, la volatilidad de los mercados financieros, una prolongada situación de bajos tipos de interés y un escenario de reducido crecimiento económico han tenido efectos generalizados en la mayoría de los países [véase OCDE (2013)]. En este sentido, aunque en general las aseguradoras no han sufrido rebajas recientes en su calificación crediticia, algunas agencias como Standard & Poor's destacan que dichos factores pueden estar dificultando la realización de revisiones al alza [véase Standard & Poor's (2013)].

De hecho, unos de los elementos que más específicamente afectan a la industria de seguros y que más se suelen identificar como riesgo a tener en cuenta son precisamente las consecuencias del entorno de reducidos tipos de interés [véase EIOPA (2013)]. Esta situación, junto con los cambios regulatorios en el sector, por ejemplo, la implantación del nuevo marco regulatorio para las entidades de seguros en Europa, conocido como Solvencia II, son dos de los retos más relevantes a los que se enfrentan las compañías de seguros.

4.1 ADAPTACIÓN A UN ENTORNO DE BAJOS TIPOS DE INTERÉS

Aunque una situación prolongada de bajos tipos de interés afecta tanto a empresas de vida como de no vida, el impacto no es el mismo en ambos casos. Aquellas que se ven más afectadas son las dedicadas al sector de vida, al comprometerse con obligaciones de largo plazo, como por ejemplo las vinculadas a rentas vitalicias y, especialmente, los productos de ahorro (como es el caso de los que ayudan a ahorrar para la jubilación) [véase Swiss Re (2012)]. Esto es debido a que supone el aumento en las obligaciones asociadas a productos de largo plazo, a lo que se añade un riesgo de reinversión dada la composición de sus carteras. Este impacto es mayor en aquellos países donde predominan las compañías con productos que garantizan una rentabilidad, en cuyo caso las aseguradoras se han adaptado reduciendo la rentabilidad garantizada de sus nuevos productos [véase OCDE (2013)]. Por otro lado, las empresas de no vida son menos sensibles a dichas fluctuaciones en la medida que pueden reaccionar cambiando sus estrategias de gestión de activos y pasivos o su tarificación, dado que se trata de operaciones que tienen lugar en el corto plazo.

Un ejemplo de estas dificultades lo encontramos en el caso de las aseguradoras de vida japonesas que en la década de los noventa se enfrentaron a un prolongado período de bajos tipos de interés que conllevaron caídas en sus márgenes de negocio, debido a los altos rendimientos que garantizaban en los productos vendidos antes de la crisis. A esto se unieron inadecuadas estrategias de inversión junto con una mala gestión de sus activos y pasivos [véase Bank of International Settlements (2011)]. El desajuste entre las rentabilidades de las carteras y las que garantizaban llegó a suponer 22,7 bn de euros y la quiebra de siete empresas entre 1997 y 2001 [véase GenRe (2013)].

El entorno actual dista del caso japonés, en el sentido de que se ha desarrollado una mayor atención en la supervisión de las entidades aseguradoras; además, el período de bajos tipos por el momento no es tan prolongado como en Japón y en este país las aseguradoras tenían compromisos de rentabilidades futuras muy elevadas. Sin embargo, en la situación actual la búsqueda de rentabilidad de algunas de estas empresas está llevando a que se observen ciertos cambios en la composición de sus carteras de inversión hacia activos con menor nivel de liquidez y a que se invierta en algunos productos con mayor nivel de riesgo de crédito. A nivel agregado, desde el inicio de la crisis en 2007, el sector asegurador europeo ha reducido la inversión en activos muy líquidos, como las acciones, o con dificultades de valoración, como los productos estructurados, y han aumentado su posición en activos inmobiliarios, bonos privados y, en mayor proporción, bonos públicos y *covered bonds* (véase cuadro 3). Por ejemplo, en Noruega, las compañías de vida incrementaron su inversión en bonos emitidos por compañías hipotecarias, principalmente en *covered bonds*, en detrimento de los bonos bancarios [véase OCDE (2012)].

Al mismo tiempo, se están observando cambios en la composición de la calidad crediticia de las carteras de inversión. En el gráfico 4 se recoge la distribución de los activos con *rating* de las inversiones de diez compañías europeas. La proporción de activos con máxima calificación en dichas empresas ha disminuido desde diciembre de 2007, pasando de

DISTRIBUCIÓN DE INVERSIONES DE ASEGURADORAS EUROPEAS

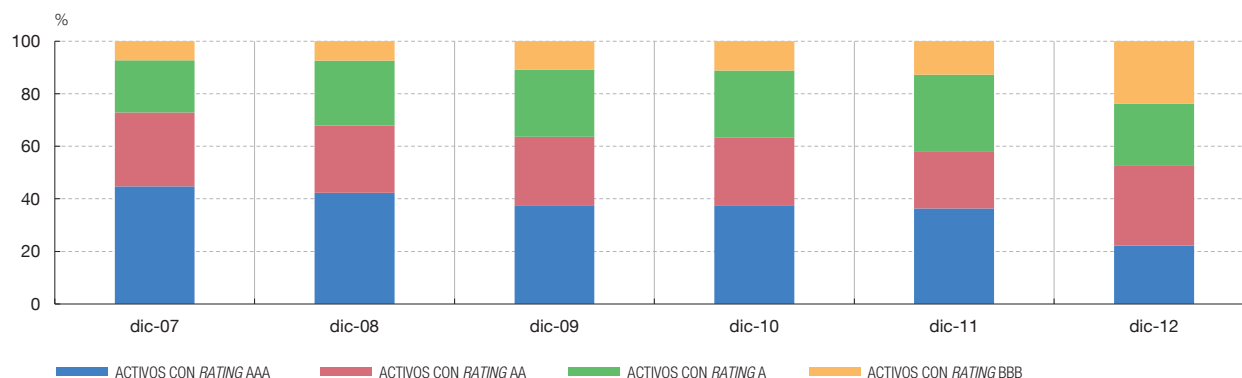
CUADRO 3

Tipo de activo	2007	2008	2009	2010	2011	IS 2012	Variación desde 2007
Bonos de Gobiernos/cédulas	29%	36%	35%	36%	38%	38%	9%
Bonos corporativos	27%	26%	27%	29%	30%	29%	2%
ABS/préstamos/otros	19%	23%	21%	18%	14%	17%	-2%
Total en renta fija	75%	85%	83%	83%	82%	84%	9%
Renta variable	11%	4%	4%	5%	4%	4%	-7%
Inmuebles/inversión alternativa	6%	5%	9%	7%	8%	9%	3%
Total en no renta fija	17%	9%	13%	12%	12%	13%	-4%
Efectivo	8%	6%	5%	5%	6%	3%	-5%

FUENTE: Morgan Stanley (2013).

TOTAL ACTIVOS INVERTIDOS SEGÚN GRADO DE INVERSIÓN (a) Como porcentaje sobre el total, 2007-2012

GRÁFICO 4



FUENTE: SNL Financial.

a Empresas incluidas según su país de origen: Italia (Assicurazioni Generali SpA), Reino Unido (Aviva Plc, Legal & General Group Plc, Prudential Public Limited Company, RSA Insurance Group Plc, Standard Life Plc), Francia (SCOR SE, AXA, CNP Assurances SA) y Suiza (Swiss Life Holding Limited).

un 45 % de la cartera a un 22 % a finales de 2012. Al mismo tiempo, las inversiones con *rating* BBB han aumentado su peso desde un 7,4 % a un 24 %, si bien esto puede ser debido, en parte, a los efectos de las bajadas de calificación de activos que estaban en sus carteras. En cuanto a los motivos, no parece que sean factores de oferta, ya que el volumen negociado de activos de alta calidad no se ha reducido durante la crisis [véase Bank of International Settlements (2013)]. Por lo tanto los cambios de composición de las carteras parecen más motivados por factores de demanda, bien de tipo activo, relativos a la búsqueda de rentabilidad, o bien de tipo pasivo, como se ha comentado, porque los títulos que forman parte de sus carteras han sufrido rebajas en su calificación crediticia y las empresas no han reducido su tenencia.

4.2 ADAPTACIÓN A UN NUEVO MARCO REGULATORIO

Al igual que otras instituciones financieras, las entidades de seguros también afrontan un reto importante para adaptarse tanto a los cambios regulatorios que ya estaban en curso antes de la crisis financiera como a otras iniciativas que se han puesto en funcionamiento de manera más reciente.

En el caso de los seguros no existen unos estándares internacionales de regulación que homogeneicen las normas regulatorias. No obstante, la crisis financiera ha puesto de manifiesto la naturaleza global de algunas de estas entidades y recientemente se han puesto en marcha varias iniciativas en distintos ámbitos para lograr una mayor estandarización. En primer término cabe destacar que desde 2010 la IAIS está desarrollando un marco común para la supervisión de los grupos de seguros internacionalmente activos. Recientemente, la IAIS ha anunciado que este marco se complementará con un marco común de capital para estas entidades que debería estar implementado para el año 2019.

Adicionalmente, en el terreno contable también están desarrollándose iniciativas para fomentar la coordinación internacional. Así, el Consejo Internacional de Estándares Contables (más conocido por su acrónimo inglés IASB) publicó en 2010 un primer borrador sobre la armonización de la contabilización de las entidades de seguros con motivo de la adopción por parte de los países europeos de las normas estándares internacionales de reporte financieros (IFRS). Recientemente, en junio de 2013, tras la discusión de varios puntos de esta propuesta el IASB ha publicado una norma revisada para comentarios. Esta iniciativa no solo es relevante para las entidades europeas, sino que, en paralelo, el regulador contable de Estados Unidos (FASB) también ha realizado una propuesta en la misma línea, lo cual supone un cambio drástico para las entidades de ese país y un avance hacia la armonización contable internacional. Estas iniciativas no solo tratan de reducir la dispersión contable que existe en el ámbito de las aseguradoras, sino que también pretenden corregir varias de las deficiencias que se venían observando en las prácticas contables de este sector. En particular, tratan de hacer la información contable más comprensible (asimilándola a los elementos que configuran la rentabilidad de las empresas), persiguen reducir los desajustes contables que existían entre unos activos sensibles al mercado y unos pasivos que no reaccionaban a las valoraciones de mercado y tienen un mejor tratamiento de los distintos riesgos a los que se enfrentan estas entidades⁶.

En el terreno de solvencia, conviene destacar el reto que supone para las aseguradoras europeas la adaptación a la normativa comunitaria de Solvencia II. Esta iniciativa se puso en marcha antes de la crisis financiera y, al igual que en la regulación bancaria de Basilea II, supone un cambio conceptual desde una regulación basada en la aplicación de reglas a una normativa basada en principios. Su estructura es similar a la de Basilea II y se encuentra

⁶ Un resumen de esta iniciativa puede consultarse en IFRS (2010).

organizada en tres pilares: uno cuantitativo enfocado en el cálculo del requisito de capital, otro cualitativo sobre los modelos de riesgo, y otro de transparencia y disciplina de mercado. La crisis financiera ha supuesto un retraso en la aplicación de esta normativa por varios motivos: por un lado, Solvencia II supone una valoración más sensible a los mercados financieros no solo de los activos, sino también de los pasivos, lo cual genera una mayor variabilidad en los requisitos de capital y dificulta su implementación en un período de inestabilidad financiera. Por otro lado, a pesar de que Solvencia II implica un reconocimiento mayor de los riesgos que afectan a las entidades todavía no existe consenso sobre el tratamiento que se le da a algunos aspectos, como por ejemplo a los productos de garantías a largo plazo en un contexto de elevada volatilidad de los mercados⁷. Adicionalmente, la normativa de Solvencia II necesita adaptarse a los cambios en la arquitectura institucional de regulación y supervisión establecidos en el Tratado de Lisboa y en la creación del supervisor europeo de seguros y pensiones (EIOPA). Esta adaptación se está desarrollando a través de la directiva europea denominada Omnibus II y no es previsible que Solvencia II comience a aplicarse completamente hasta el año 2016 según la última propuesta de la Comisión Europea. Por su parte, en Estados Unidos, en el año 2008 también se inició un proceso de revisión de su regulación en lo que se conoce como Iniciativa de Modernización de Solvencia. Esta implica cambios no solo en el área de capital, sino también en aspectos como la gobernanza, la gestión del riesgo, la supervisión o la información financiera y contable. En el área de la solvencia los cambios no son tan drásticos como los que implica Solvencia II, ya que se siguen apoyando en una ratio ponderada por riesgo que se les exige a las entidades pero se han introducido cambios significativos en la consideración que se hace de algunos riesgos o en el grado de granularidad que se considera en las inversiones que realizan las aseguradoras⁸. Todos estos cambios tienen múltiples consecuencias para este sector que abarcan desde una mayor disciplina de mercado e internacionalización en los inversores en estas compañías hasta una mejora en los procesos de valoración y gestión del riesgo en las entidades. Adicionalmente, los cambios en la normativa de solvencia pueden tener también importantes consecuencias. Así, tal y como argumentan Alonso *et al.* (2013), cabría esperar una mayor transferencia de riesgo a las reaseguradoras, un mayor uso de derivados y otros productos de cobertura, un mayor ajuste entre la duración del activo y el pasivo y una progresiva especialización de las compañías de seguros.

5 Conclusiones

El sector de los seguros es un agente clave en la economía y el sistema financiero, no solo porque permite gestionar mejor algunos riesgos a través de sus servicios, sino también por la relevancia que tienen en algunos segmentos claves del sistema financiero, como la deuda pública o la corporativa. Estas compañías gestionan un elevado volumen de primas y a su vez sus estrategias de inversión son relevantes de cara a la evolución de los mercados financieros. Aunque la crisis financiera no se ha focalizado en este sector, la revisión de su relevancia para la estabilidad financiera sí que ha cobrado un mayor protagonismo. De ahí que la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) haya realizado recientemente una propuesta de criterios para la identificación de estas entidades como sistémicas. En términos de supervisión, aunque existe heterogeneidad entre países a nivel institucional, existe cierto consenso en reconocer su importancia dentro de la política macroprudencial.

En cuanto a los factores más relevantes para este sector, en la actualidad destaca la situación de reducidos tipos de interés, unido a los cambios regulatorios que afronta el sector. El primero de estos factores puede estar condicionando las decisiones de inversión de las

⁷ En este aspecto cabe destacar que en 2013 EIOPA ha elaborado un conjunto de propuestas para tratar este aspecto.

⁸ En NAIC (2013) se puede ver un resumen de los principales aspectos del marco regulatorio de Estados Unidos.

compañías, en especial en el caso de las dedicadas a las coberturas de vida. Esto estaría produciendo una mayor exposición a activos con menor nivel de liquidez y de algunos productos con mayor nivel de riesgo de crédito.

El otro gran reto, como se ha mencionado, es la adaptación a los cambios regulatorios encaminados hacia una mayor estandarización de normas, tanto en el ámbito contable como de solvencia. A este respecto, en Estados Unidos se inició en 2008 un proceso de revisión de su regulación y en Europa la futura puesta en marcha de Solvencia II supondrá un cambio de orientación hacia un reconocimiento mayor de los riesgos que afectan a este sector. El efecto final de estas iniciativas resulta difícil de calibrar ya que muchas de ellas se encuentran todavía en proceso de revisión, no obstante, la dimensión de estos cambios puede tener consecuencias muy relevantes para los mercados financieros dado el papel que representan estas entidades.

En el caso de las entidades aseguradoras españolas, la adaptación al nuevo marco regulatorio de Solvencia II es una de las principales preocupaciones que ha manifestado en varias ocasiones el sector, en especial las compañías de vida. La sensibilidad de la valoración de los pasivos ante las nuevas normas puede conllevar importantes cambios en su gestión y modelo de negocio. El proceso de adaptación podría conllevar un mayor reconocimiento del coste de capital que genera cada producto ofertado, así, por ejemplo podría producirse una mayor oferta de productos con menor rentabilidad garantizada y cierta participación en la rentabilidad de las inversiones asociadas, que en la actualidad son menos tradicionales en España. Al mismo tiempo, la gestión de sus carteras y decisiones de inversión también se verían modificadas. Por lo tanto, la puesta en marcha e implementación de Solvencia II supone el mayor reto al que se enfrenta el sector no sólo a nivel nacional sino también europeo, donde la coordinación respecto a la supervisión también tendrá un importante papel.

BIBLIOGRAFÍA

- ADAMS, J. (2013). «Current issues for the Prudential Regulation Authority as a General Insurance Supervisor». *Prudential Regulation Authority*, Banco de Inglaterra.
- ALONSO, J., T. ALONSO, S. FERNÁNDEZ DE LIS, C. ROHDE y D. TUESTA (2013). *Tendencias regulatorias financieras globales y retos para las pensiones y seguros*, Documento de Trabajo 13/2013 BBVA.
- BANCO DE INGLATERRA (2013). «The rationale for the prudential regulation and supervision of insurers», *Quarterly Bulletin*, III TR.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2007). *Institutional investors, global savings and asset allocation*, CGFS Papers n.º 27.
- (2011). *Fixed income strategies of insurance companies and pension funds*, CGFS Papers n.º 44.
- (2013). *Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets*, CGFS Papers n.º 49.
- DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES (2013). *Seguros y Fondos de Pensiones. Informe 2012*, Ministerio de Economía y Competitividad, mayo.
- EIOPA (2013). *Financial Stability Report*, primavera.
- FEYEN, E., L. RODNEY y R. ROCHA (2011). *What Drives the Development of the Insurance Sector?*, World Bank - Policy Research Working Paper n.º 5572.
- FUNDACIÓN MAPFRE (2013). *El mercado español de seguros en 2012*, Instituto de Ciencias del Seguro, Fundación MAPFRE.
- GENRE (2013). «10 Years of Low Interest Rate Environment – Experiences From The Japanese Life Insurance Market», *Insurance Issues*, abril.
- IAIS (2013). *Global Systemically Important Insurers: Initial Assessment Methodology*.
- IFRS (2010). *Exposure Draft/Snapshot: Insurance Contracts*, julio.
- INSTITUTO DE ACTUARIOS ESPAÑOLES (2013). «Solvencia II», *Revista Actuarios*, n.º 32, primavera.
- INSURANCE EUROPE (2013). *European insurers' investment portfolio – 2011. Statistical series*, junio.
- J.P. MORGAN (2013). «European Insurance. Back to Basics: a focus on underwriting – Non-life insurance primer», *Europe Equity Research*, septiembre.
- MORGAN STANLEY (2013). «Insurers as Credit Investors», *Credit Strategy*, marzo.
- NAIC (2013). *NAIC White Paper: The U.S. National State-Based System of Insurance Financial Regulation and the Solvency Modernization Initiative*, Solvency Modernization Initiative (E) Task Force, agosto.
- OCDE (2012). *Global Insurance Market Trends*.
- (2013). *OECD Insurance Statistics Yearbook 2012 (2004-2011)*.

STANDARD & POOR'S (2013). «Q&A: Five Years After The Credit Crisis, U.S. Insurers Tackle Risk and Reforms»,
Ratings Direct, septiembre.

SWISS RE (2012). «Facing the interest rate challenge», *Sigma Study*, n.º 4/2012.

— (2013). «World Insurance in 2012», *Sigma*, n.º 3/2013.