

Retos de las aseguradoras en un entorno continuado de tipos de interés bajos

Iratxe Galdeano y Pablo Aumente*

El entorno continuado de tipos de interés bajos está impactando negativamente en los márgenes financieros del sector asegurador, especialmente en las entidades del negocio de *vida* con compromisos garantizados a largo plazo. En su proceso de adaptación a este nuevo contexto, las entidades se han visto obligadas a virar la composición de su cartera hacia activos con mayor riesgo para obtener mayores rendimientos, además de modificar su oferta de productos, reduciendo los tipos de interés garantizados y potenciando productos del tipo *unit linked* o productos sin riesgo (i.e. *vida* riesgo o no *vida*) que diversifiquen el riesgo de la entidad y permitan mejorar el margen técnico.

La incertidumbre derivada de la prolongación del escenario de tipos bajos constituye uno de los principales elementos de vigilancia para el sector asegurador. La contracción de los ingresos derivados del resultado financiero de las entidades está presionando al alza las exigencias del resultado técnico. Por ello, las compañías están tomando acciones para adaptarse a este nuevo entorno en aras de maximizar los ingresos y optimizar la siniestralidad. El presente artículo realiza un análisis sobre los principales retos a los que se enfrentan las aseguradoras en España en un entorno prolongado de bajos tipos de interés, así como de las principales actuaciones que están llevando a cabo para contrarrestar su efecto.

Claves de 2015: volumen de primas y beneficio estimado

El sector asegurador español experimentó en 2015 el primer crecimiento global en volumen de

primas desde 2012, tras registrar una evolución del 1,89% (cuadro 1) según datos de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

El sector asegurador español experimentó en 2015 el primer crecimiento global en volumen de primas desde 2012, con un 1,89%. Sin embargo, los limitados rendimientos en un entorno de bajos tipos de interés provocaron un empeoramiento tanto en el resultado técnico como en el resultado financiero.

La tendencia positiva en lo relativo al volumen de primas contrasta con el beneficio contabilizado por las aseguradoras españolas, que en 2015 fue un 27,3% inferior al registrado el ejercicio precedente. A su vez, la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) fue del 8,8%, cuando en el último trimestre de 2014 dicho indicador ascendía al 12%.

* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Cuadro 1

Primas devengadas brutas de seguro directo en España

(En millones de euros)

Ramos	2014	2015	Crecimiento (en %)
Vida	25.321	25.791	1,86
No vida	30.695	31.282	1,91
Total seguro directo	56.016	57.073	1,89

Fuente: Afi, a partir de datos del Informe 2015 Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

Se produjo un crecimiento en ambos ramos, que en el caso de *vida* se vió lastrado por los productos de *vida ahorro* debido a los limitados rendimientos ofrecidos por el escenario de tipos de interés bajos, unido al incremento de consumo de capital de determinados productos en el marco de la Directiva Solvencia II. Los productos de *vida riesgo*, sin embargo, tuvieron una evolución destacada.

Tanto en el ramo de *no vida* como en el de *vida*, el resultado técnico financiero disminuyó en 2015, motivado por un empeoramiento tanto en el resultado técnico como en el resultado financiero por el bajo rendimiento de los tipos de interés (cuadros 2 y 3).

Este contexto prolongado de tipos de interés bajos está provocando una disminución de los

márgenes de las aseguradoras, sobre todo en entidades de *vida* con compromisos garantizados a largo plazo. El impacto es más importante en países como Alemania, ya que en España existe un alto casamiento entre los activos y pasivos, que inmuniza a las entidades de forma importante frente a movimientos de los tipos de interés. Además, dicho impacto se produce de forma más progresiva, a medida que se van sustituyendo vencimientos de activos con mayor remuneración por nuevos valores adquiridos a tipos más bajos, y tiene un efecto prolongado en el tiempo.

Asimismo, aquellas compañías que venían financiándose con el margen financiero, ya que su margen técnico era mínimo o incluso negativo (*i.e.* ramo de autos), también están pasando

Cuadro 2

Resultado técnico, financiero y técnico-financiero. Ramo no vida

(En porcentaje sobre primas imputadas netas)

Resultado	4T 2013	4T 2014	4T 2015
Técnico	5,10	5,80	5,30
Financiero	4,00	4,80	4,30
Técnico-Financiero	9,10	10,60	9,60

Fuente: Afi, a partir de datos del Informe 2015 Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

Cuadro 3

Resultado técnico, financiero y técnico-financiero. Ramo vida

(En porcentaje sobre primas imputadas netas)

Resultado	4T 2013	4T 2014	4T 2015
Técnico	-20,00	-23,80	-24,90
Financiero	30,70	32,90	32,00
Técnico-Financiero	10,70	9,10	7,10

Fuente: Afi, a partir de datos del Informe 2015 Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

por dificultades ante la falta de rentabilidad de las inversiones.

El sector asegurador en España invierte fundamentalmente en renta fija

La cartera de inversiones del sector asegurador en España está compuesta principalmente por renta fija, representando el 71,8% en *vida* y el 53,1% en *no vida* en el año 2015 (gráficos 1.a y 1.b).

En los últimos años destaca la reducción progresiva del peso de la renta fija privada en *vida* a favor de la renta fija pública, debido fundamentalmente al tratamiento favorable que le confiere la Directiva Solvencia II a la renta fija soberana de la Unión Europea (considera nula su carga de capital) frente a otros activos con mayor rentabilidad y riesgo. Los depósitos y créditos también representan un mayor peso en *vida*. En cambio, en la cartera de inmuebles, renta variable y fondos de inversión ocurre lo contrario.

Esta composición de la cartera de inversión de *vida* incorpora una mayor vulnerabilidad ante un entorno de tipos de interés bajos.

Europa: desplazamiento hacia mayor crédito y mayor duración

Las últimas tendencias ponen de manifiesto que el entorno de tipos de interés bajos se prolongará en los próximos años. Esto propiciará un cambio en la política de inversiones y en la estructura de las carteras de activos de las aseguradoras, aumentando el peso relativo de las acciones y de otros activos de más riesgo. Incluso en las carteras de renta fija se está produciendo un desplazamiento hacia activos de mayor riesgo de crédito y mayor remuneración (véase el gráfico 2).

Todo ello está redundando en un aumento del perfil de riesgo/consumo de capital de las propias compañías aseguradoras. No obstante, en los países más afectados por la crisis, incluyendo España (gráfico 3), se observa –como ya se ha señalado con anterioridad– un aumento en el peso de los bonos soberanos por la nula

Gráfico 1.a
Distribución de activos, ramo no vida. 4º trim. 2015
(En porcentaje)

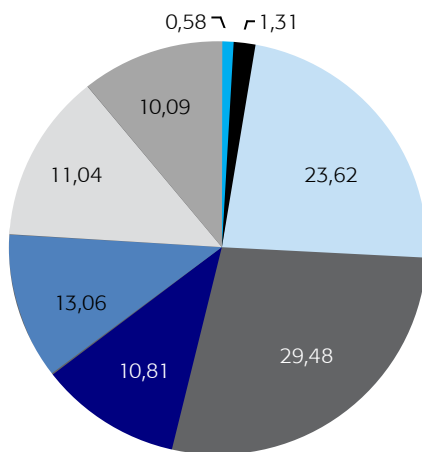
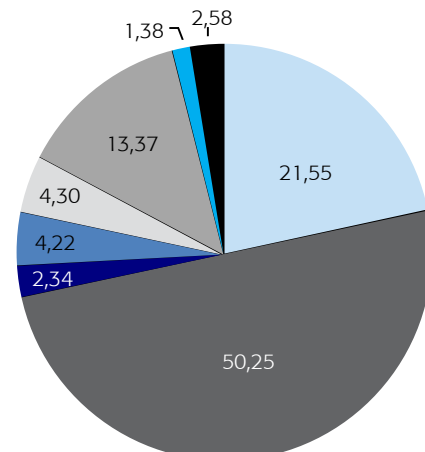


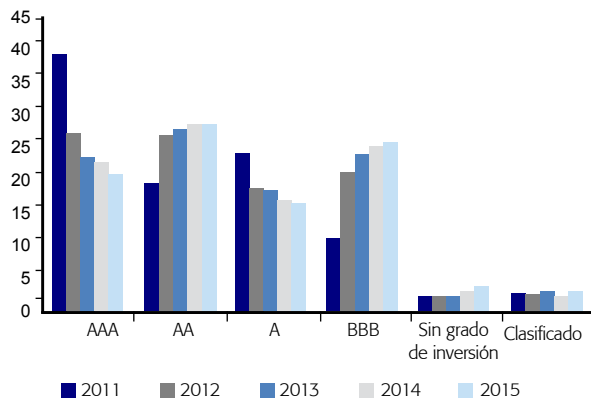
Gráfico 1.b
Distribución de activos, ramo vida. 4º trim. 2015
(En porcentaje)



■ Renta fija privada ■ Inmuebles ■ IIC ■ Créditos
■ Renta fija pública ■ Renta variable ■ Tesorería y depósitos ■ Estructurados y derivados

Fuente: Afi, a partir de datos del Informe 2015 Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

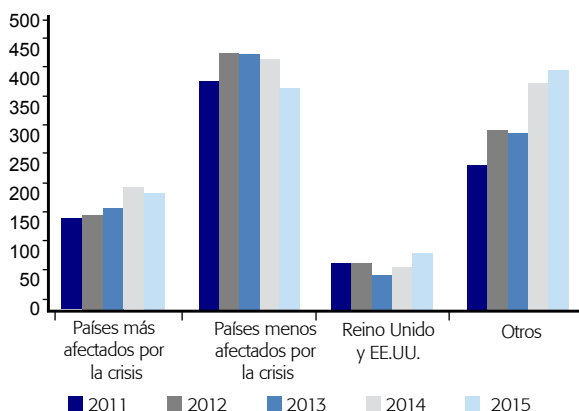
Gráfico 2
Composición de la cartera de bonos de grandes aseguradoras de la eurozona
 (Porcentaje de la inversión total por categoría de *rating*)



Nota: Basado en datos disponibles para 15 grandes compañías de seguros y reaseguros de la eurozona.

Fuentes: BCE, JP Morgan Cazenove e informes financieros de las aseguradoras.

Gráfico 3
Distribución geográfica de las tenencias de bonos soberanos por parte de grandes aseguradoras de la eurozona
 (Miles de millones de euros)



Nota: Los países más afectados por la crisis incluyen Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España. Los menos afectados incluyen Bélgica, Francia, Alemania, Luxemburgo y Holanda. La división en los dos grupos se ha realizado atendiendo a los países que experimentaron un deterioro significativo en su calificación crediticia a largo plazo al comienzo de la crisis. Basado en datos disponibles para 15 grandes compañías de seguros y reaseguros de la eurozona.

Fuentes: BCE, JP Morgan Cazenove e informes financieros de las aseguradoras.

carga de capital que les confiere Solvencia II frente a otros activos con mayor rentabilidad pero mayor riesgo.

La adaptación de las aseguradoras al nuevo entorno de tipos bajos

Por el lado de los ingresos, las incertidumbres derivadas de la volatilidad de los mercados de renta variable, así como la prolongación del escenario de tipos bajos, constituyen uno de los principales elementos de vigilancia para el sector. En este contexto, las previsiones apuntan hacia una contracción de los ingresos derivados del resultado financiero de las compañías, lo que terminará presionando al alza las exigencias del resultado técnico, que está llamado a ser rentable "por sí mismo".

Los bajos tipos de interés están propiciando un desplazamiento en la estructura de carteras de las aseguradoras hacia acciones y otros activos de más riesgo, buscando una mayor rentabilidad.

Con el fin de adaptarse a este nuevo entorno, las aseguradoras de *vida* están orientando sus carteras de inversión hacia activos con mayor rentabilidad y riesgo. Su composición está virando hacia un mayor peso en inversiones en renta fija de menor calidad crediticia (incluso sin *rating*) y mayor duración, mayor peso en renta variable y préstamos e incluso en activos alternativos e infraestructuras, apoyados, en este último caso, en la mejora del tratamiento de la carga de capital en Solvencia II. Asimismo, se está produciendo una apertura hacia nuevas geografías.

En este sentido, se hace necesario analizar el binomio rentabilidad-riesgo de cada tipo de inversión, sobre todo para aquellas entidades que se encuentren con limitaciones de capital, ya que tendrán muy difícil orientar sus carteras hacia inversiones de mayor rendimiento y riesgo, y serán las que se enfrenten a mayores dificultades en su adaptación a este nuevo entorno.

En este camino de acomodación al nuevo contexto, las aseguradoras de *vida* también se están viendo obligadas a adaptar su oferta de productos, garantizando tipos de interés menores, con una menor duración o con un tipo de interés renovable de forma periódica (*i.e.* planes de previsión asegurados, PPA, o planes individuales de ahorro sistemático, PIAS, a plazos cortos). Algunas entidades han optado por dejar de comercializar rentas vitalicias por el importante consumo de capital que les confiere Solvencia II.

Además, se constata la potenciación de la comercialización de productos *unit-linked* para el ahorro a largo plazo en el que el tomador asume el riesgo de forma total o parcial, así como de los productos sin riesgo de interés (*i.e.* no vida o vida riesgo) que diversifiquen el riesgo de la entidad.

Por otro lado, las aseguradoras también se han visto abocadas a ajustar la estructura de costes de los productos, reduciendo comisiones, cerrando productos cuya estructura de gastos no fuera compatible con un entorno de bajos tipos de interés y lanzando nuevas modalidades de productos de ahorro con estructura de gastos adaptada al nuevo entorno.

Por su parte, las aseguradoras de *no vida*, además de intentar mejorar su margen financiero (con activos con duraciones más cortas que en el caso de *vida*), se están centrando fundamentalmente en mejorar su margen técnico, especialmente en

Las aseguradoras se han visto abocadas a ajustar la estructura de costes, reduciendo comisiones, cerrando productos cuya estructura de gastos no fuera compatible con el entorno de bajos tipos de interés y lanzando nuevas modalidades de productos de ahorro adaptadas a la nueva situación.

autos, para no trasladar el efecto del baremo en la prima. En salud, han realizado un ejercicio de adaptación muy importante ajustando sus coberturas y precios en función de las necesidades de

clientes con menor renta disponible (*i.e.* seguros de salud con coberturas *low cost*, colectivización de los seguros de empresa). Asimismo, también se observa una clara orientación hacia la prevención (*i.e.* seguros multirriesgos con la domótica) en el sector asegurador en general.

Por último, este entorno de tipos bajos que está reduciendo los márgenes de las compañías, también está incentivando la búsqueda de la rentabilidad en nuevos países, especialmente en Latinoamérica, lo que está acelerando el proceso de internacionalización de las mismas. No solo las grandes compañías, sino también algunas de tamaño mediano han decidido buscar negocio fuera de España. Uno de los destinos escogidos para su expansión ha sido Chile debido a que es un país que goza de una gran estabilidad política, social y económica. En Chile el seguro de autos no es obligatorio, pero se estima que en los próximos 5-10 años se convierta en obligatoria la parte de responsabilidad civil, lo que debería extenderse al resto de países de Latinoamérica, por lo que el crecimiento puede ser muy importante.

Conclusiones

Los tipos de interés bajos están dañando fuertemente los márgenes de las compañías aseguradoras españolas y europeas en general, como así constata la caída de beneficio del sector en 2015 a pesar del aumento de las primas. El impacto en su cuenta de resultados está siendo mayor en aquellas entidades del negocio de vida con compromisos garantizados a largo plazo.

Las aseguradoras españolas no son las únicas perjudicadas. El impacto está siendo importante en países como Alemania, ya que, a diferencia de España, allí no hay un alto casamiento entre los activos y pasivos, que inmuniza a las entidades de forma importante frente a movimientos de los tipos de interés.

En cualquier caso, aquellas compañías que venían financiándose con el margen financiero, ya que su margen técnico era mínimo o incluso negativo (*i.e.* ramo de autos), también están pasando

por dificultades ante la falta de rentabilidad de las inversiones.

El actual entorno de tipos bajos está implicando un cambio en la política de inversiones y en la estructura de las carteras de activos de las aseguradoras, aumentando el peso relativo de las acciones y de otros activos de más riesgo de crédito y mayor remuneración, así como de mayor duración. Esto conlleva un incremento en el perfil de riesgo/consumo de capital de las propias compañías aseguradoras. Por tanto, aquellas que tengan limitaciones de capital tendrán más problemas para garantizar las obligaciones frente a sus asegurados.

Asimismo, en su adaptación a este nuevo contexto, las entidades también se han visto obligadas a modificar su oferta de productos, garantizando tipos de interés menores, potenciando productos como el *unit linked*, vida riesgo o no vida, reduciendo costes y en general, tratando de mejorar su margen técnico.

Por último, en su afán por conseguir la rentabilidad tan golpeada por este entorno de bajos tipos, las entidades están acelerando su proceso de internacionalización, especialmente dirigido a Latinoamérica, con el fin de obtener fuentes de beneficio fuera de España.