

sigma

Rentabilidad en los seguros de no vida: cuidado con la brecha

- 01 Resumen
- 03 Introducción
- 08 Deconstruyendo los motores de la rentabilidad de los seguros
- 12 Tendencias de la rentabilidad a largo plazo
- 28 El ciclo de rentabilidad del sector de no vida
- 33 Cuantificando la actual brecha en la rentabilidad
- 36 Perspectivas para la economía y para las aseguradoras de no vida
- 41 Apéndice

Prólogo

Este año marca el 50º aniversario de *sigma*, la publicación insignia de Swiss Re Institute. Desde su creación, *sigma* ha contribuido a posicionar a Swiss Re como líder de ideas que aporta valiosas perspectivas sobre la industria de los seguros para clientes y un amplio abanico de partes interesadas, incluidos reguladores y académicos. No obstante, la motivación subyacente continúa siendo respaldar y promover el deseo de Swiss Re de crear un mundo más resiliente.

La presente edición de *sigma* analiza el estado actual de la rentabilidad y las tendencias existentes en lo que respecta al ciclo de suscripción del sector global de los seguros primarios de no vida. *sigma* ya ha tratado este tema en numerosas ocasiones con anterioridad, incluyendo en su año de inauguración (1968), cuando investigó los resultados técnicos y las tendencias en materia de gastos. Por aquel entonces, las tarifas de las primas de seguro estaban estrictamente reguladas en muchos mercados, en especial en el ramo más importante, el de los seguros de automóvil. *sigma* 3/1968 afirmaba que «considerablemente más que en otros sectores, en ciertos países los motivos políticos resultan ser un obstáculo para el ajuste de las primas en consonancia con los crecientes costes».

No obstante, a lo largo de las décadas los principales factores que influyen en la rentabilidad del sector asegurador han ido evolucionando y cambiando. Algunos de los temas más destacados han sido la galopante inflación en la década de 1970, la expansión radical de la responsabilidad civil extracontractual en EE. UU. en la década de 1980, y la tendencia hacia la desregulación de los mercados financiero y asegurador en la UE en la década de 1990. A lo largo de todo este tiempo, si bien las motivaciones externas, los marcos reguladores y las estructuras de los mercados han cambiado, la fluctuación cíclica de las tarifas, las primas y los siniestros ha seguido siendo una de las características que han definido el sector.

Uno de los principales factores de la rentabilidad del sector lo constituyen los rendimientos de la inversión. Por ejemplo, en 1981 *sigma* llegó a la conclusión de que «vistos en su conjunto, los beneficios del sector se pueden considerar satisfactorios, dado que el deterioro del resultado técnico se ha visto compensado, en gran parte, por un incremento de los ingresos procedentes de las inversiones». Sin embargo, en 2001 el problema era que los beneficios no acababan de llegar, pese a la subida de las primas. Según el quinto número de *sigma* de ese año: «los tipos de interés son bajos y la mayor parte de los mercados de renta variable están estancados, haciendo que alcanzar la rentabilidad mediante el retorno de las inversiones sea todo un desafío». En el presente estudio, volvemos sobre el tema de los ingresos por inversiones y la rentabilidad para continuar profundizando en él y examinar la tendencia hacia el deterioro de los resultados técnicos de estos últimos años, esta vez sin la ventaja de una creciente rentabilidad que lo compense.

El equipo de *sigma* continúa comprometido con la identificación de los principales catalizadores del sector asegurador y la detección de los puntos de inflexión en la rentabilidad del mismo, además de con la realización de estudios en profundidad sobre temas específicos. Visite la sección 50 años de *sigma* en la página web de Swiss Re Institute (institute.swissre.com/sigma50years) para obtener más información sobre la evolución de *sigma* y la amplitud y profundidad de nuestra oferta de investigación global.

Edouard Schmid
Director de Suscripción del Grupo
Miembro del Comité Ejecutivo del Grupo
Swiss Re

Jeffrey Bohn
Director de Swiss Re Institute
Consejero Delegado
Swiss Re Institute

Resumen

Las aseguradoras de no vida necesitan mejorar considerablemente sus márgenes técnicos para alcanzar los niveles de rentabilidad a los que aspiran.

A la larga, el sector de los seguros de no vida ha demostrado ser atractivo para los inversores...

...sin embargo, en los últimos años la disminución de la rentabilidad ha provocado una ralentización de las inyecciones de capital en el sector.

Los ciclos de suscripción están cada vez más correlacionados a escala global y se han vuelto más largos.

Parece que hemos llegado a un punto de inflexión en el ciclo de tarificación del mercado de los seguros de no vida, y hay claros indicios de un endurecimiento de las tarifas. Sin embargo, en conjunto, la mayoría de los principales mercados continúan en un nivel de rentabilidad inferior a la media. La disminución de la rentabilidad en los últimos años es un reflejo de un ciclo de suscripción débil, un débil rendimiento de las inversiones, y un elevado nivel de uso de fondos de capital. Pese a la modesta subida de las primas desde finales de 2017, nuestro análisis revela que es necesario hacer algo más si se pretende poner remedio a los actuales déficits en materia de rentabilidad. Según las estimaciones que aparecen en la presente edición de *sigma*, es preciso que los márgenes técnicos mejoren, al menos, entre 6 y 9 puntos porcentuales en los principales mercados occidentales, 5 puntos en Japón, y 1 punto en Australia y China, para que las aseguradoras proporcionen una rentabilidad aceptable a los inversores en el futuro. El supuesto objetivo de rentabilidad financiera o sobre el patrimonio (ROE, por sus siglas en inglés) oscila entre el 10 % para mercados occidentales maduros y el 15 % para China, lo cual refleja, en parte, las diferencias en los tipos de interés y el rendimiento pasado.

En la pasada década, el ROE medio de los nueve mercados objeto de nuestro análisis fue de un 6,5 %, un porcentaje relativamente bajo que refleja un periodo que incluyó la crisis financiera mundial y unos siniestros catastróficos excepcionalmente elevados en 2011 y 2017. A la larga, las aseguradoras han registrado un nivel de rentabilidad equivalente al de empresas de otros sectores. En particular, hemos comprobado que el ROE de las compañías de seguros cotizadas de EE. UU. es similar al de otros sectores de la economía intensivos en capital. En línea con estas tendencias en lo tocante a los beneficios, una comparación de dos décadas de rendimiento en los mercados bursátiles de las aseguradoras de no vida revela una valoración a la par o incluso por encima de la par. Además, el sector de los seguros de Daños y Accidentes (P&C, por sus siglas en inglés) ofrece un valor adicional para los inversores con los beneficios de la diversificación.

La satisfacción de los inversores con el rendimiento de las aseguradoras en comparación con los valores de referencia se ha venido demostrando por la inyección regular de nuevo capital en el sector en momentos en que existe una oportunidad de mercado. Sin embargo, no ha sido este el caso en los últimos cinco años debido a la disminución de los beneficios. En su lugar, las compañías de no vida cotizadas de EE. UU. han producido más capital para los inversores a través de una gestión activa del mismo, distribuyendo, por término medio, un 80 % del beneficio neto entre los accionistas y reteniendo tan sólo el 20 % para financiar el crecimiento futuro.

Las tendencias subyacentes indican que los ciclos de suscripción están sumamente integrados a escala global y entre distintos ramos de actividad. Si bien identificamos un patrón cíclico general, existen aún algunas variaciones idiosincrásicas debidas a los siniestros derivados de catástrofes naturales y a un cierto grado de variación en las tendencias de precios específicas del país y del ramo. Así pues, la suscripción de pólizas de no vida en distintos ramos y países añade un componente de diversificación a la cartera de suscripción de una aseguradora. En concreto, en un claro reflejo de los efectos de la globalización, las correlaciones entre países de las ratios combinadas se han incrementado en las dos últimas décadas, tras la desregulación de los mercados de seguros y de capitales. Además, la duración media del ciclo parece haberse prolongado desde comienzos de la década de 1980, cuando los bancos centrales cambiaron el foco de sus políticas para luchar contra la inflación y una parte importante de la industria de los servicios financieros atravesó un proceso de desregulación.

Resumen

Creemos que el actual impulso económico contribuirá a incrementar los beneficios de las aseguradoras, pero no provocará una mejora sostenida de la rentabilidad del sector.

A la larga, las inversiones en tecnología sirven para mejorar la suscripción y la asegurabilidad de riesgos cada vez más complejos.

Los tipos de interés y los resultados técnicos de las aseguradoras de no vida, a la larga, están interrelacionados. Nuestro análisis demuestra que, en periodos con tipos de interés más altos, los retornos de la inversión más elevados se vieron contrarrestados por unas mayores pérdidas técnicas. No obstante, los cambios en los tipos de interés no son un motor importante del ciclo en el corto plazo. El actual impulso económico beneficiará a la rentabilidad futura a través de unos tipos de interés y unos retornos de la inversión (moderadamente) más elevados en los mercados más maduros; sin embargo, se prevé que unos mercados laborales más reducidos aumenten, al mismo tiempo, la inflación tanto general como de los siniestros. Cabe esperar, además, que la aceleración de la inflación de los siniestros menoscabe la idoneidad de las reservas para siniestros, que ya se estaban agotando. Esto no hace sino reafirmar que, para lograr una mejora sostenible de la rentabilidad del sector, serán necesarias unas subidas de las primas de seguro superiores a la tendencia al alza de la siniestralidad.

La presión que soportan los beneficios de las aseguradoras ha acrecentado el interés por la innovación. Las inversiones en tecnología han provocado mejoras de la eficiencia y han estrechado los márgenes del sistema de distribución en los ramos de consumo generalizado y, en algunas áreas, también han reducido los costes de los siniestros. En un principio, las ventajas para la rentabilidad de las aseguradoras se ven empañadas por el hecho de que esas mejoras son parcialmente trasladadas a los consumidores, y también por el coste de la inversión en tecnología. Sin embargo, a largo plazo las inversiones en análisis de datos y análisis avanzado mejoran la suscripción y la asegurabilidad de riesgos comerciales cada vez más complejos, ya sea mediante unos productos más asequibles o mediante el acceso o la mejora de la capacidad para suscribir nuevos riesgos otrora difíciles de cuantificar.

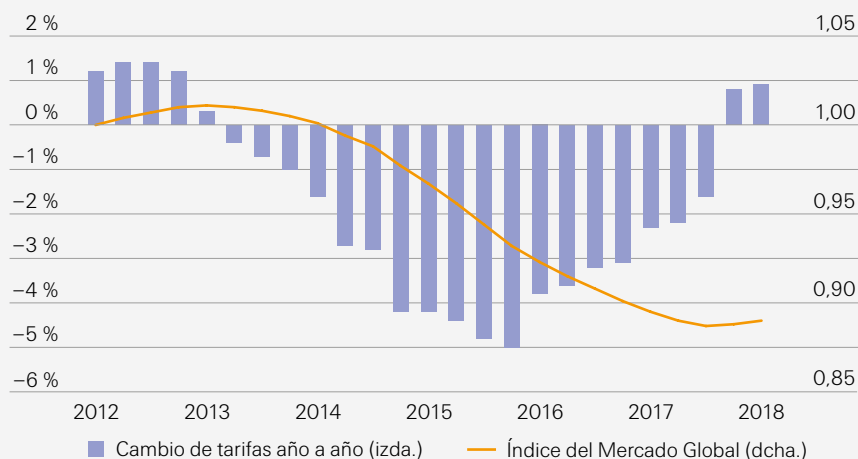
Introducción

El ROE del sector global de los seguros de no vida bajó al 6 % en 2017, al tiempo que persistía la fase de debilidad del ciclo de rentabilidad.

En la actualidad, el sector global de los seguros de no vida se encuentra en una fase de debilidad dentro del ciclo de rentabilidad. En 2017, la rentabilidad del sector se redujo, con el rendimiento financiero o sobre el patrimonio (ROE) bajando al 6 % desde el 7 % registrado en 2016, muy por debajo del aproximadamente 9 % anual alcanzado entre 2013 y 2015. El resultado del pasado año vino impulsado por tres factores principales:

- Debilidad de las condiciones de suscripción. Tras una leve mejora en las primas de los seguros comerciales en 2012, las tarifas cayeron durante 18 trimestres consecutivos, y el índice del mercado global en 2017 se situó tan sólo en el 89 % de su valor de 2012 (véase la Figura 1).
- Baja rentabilidad de las inversiones. El retorno de las inversiones de las aseguradoras de no vida sigue sometido a una enorme presión. Los rendimientos medios se han estancado debido al permanente entorno de bajos tipos de interés. El año pasado, la contribución de este rendimiento de las inversiones a la rentabilidad se mantuvo en el 9 %–10 % de las primas netas devengadas, situándose en el mismo bajo nivel posterior a la crisis.
- Grandes pérdidas por catástrofes naturales en EE. UU.

Figura 1
Evolución de las primas de los seguros comerciales globales, 2012–2018



Fuente: Marsh

Las condiciones de suscripción siguen siendo débiles, si bien están llegando a un punto de inflexión.

En 2018, persiste la debilidad de las condiciones de suscripción, en particular en los seguros comerciales, si bien están llegando a un punto de inflexión. Ello es debido, en parte, a las grandes pérdidas provocadas por los huracanes de 2017, que crearon el marco idóneo para una corrección de los precios. Una activa temporada de huracanes en el Atlántico Norte, y una serie de incendios forestales, tormentas eléctricas y grandes precipitaciones en distintas regiones aumentaron las pérdidas catastróficas globales (cat) al nivel más alto jamás registrado en un solo año. En 2017, se estima que las pérdidas totales aseguradas derivadas de catástrofes naturales y grandes desastres antropógenos ascendieron a 144 000 millones de USD¹. Los huracanes Harvey, Irma y María, y los incendios forestales de California ocasionaron considerables pérdidas en el sector de los seguros/reaseguros de Daños y Accidentes en EE. UU. Se estima que sólo las pérdidas aseguradas de los tres huracanes ascendieron a 92 000 millones de USD. Además, los resultados técnicos

¹ Todas las estimaciones de 2017 según *sigma* 1/2018: Catástrofes naturales y siniestros antropógenos en 2017: un año de daños sin precedentes, Swiss Re Institute.

de no vida de las aseguradoras estadounidenses se vieron afectados por unas pérdidas de 19 000 millones de USD como consecuencia de siniestros derivados de tornados y tormentas convectivas, y de 13 000 millones de USD a causa de los incendios forestales de California.

El récord de siniestros catastróficos de 2017 fue lo suficientemente grave para desencadenar un modesto cambio en la dinámica del mercado.

Los siniestros catastróficos fueron lo suficientemente graves para desencadenar un modesto cambio en la dinámica del mercado, aunque aún está por ver cuán sólida y sostenible es la recuperación. En las renovaciones de este año, los incrementos de las primas para las cuentas y los ramos que no se vieron afectados por siniestros catastróficos han estado por debajo de las expectativas iniciales. Al mismo tiempo, la competencia sigue siendo elevada debido a la todavía fuerte capitalización de las entidades aseguradoras. Asimismo, la capacidad reaseguradora sigue siendo abundante y los fondos de capital alternativo fueron capaces de reemplazar rápidamente la capacidad movilizada o atrapada por los siniestros catastróficos.

Las primas de los seguros comerciales globales fueron ligeramente más altas a finales de 2017 y en el primer trimestre de 2018 debido a una mejora de los ramos patrimoniales.

El informe del mercado global de seguros de Marsh para el primer trimestre de 2018 reveló que las primas de los seguros comerciales globales habían subido un 0,9 % tras una caída de un 2,3 % en el año anterior². Esta tendencia positiva venía impulsada por el ramo patrimonial (véase la Tabla 1). A escala global, las tarifas del ramo patrimonial subieron un 2,7 %, principalmente en respuesta a las elevadas pérdidas catastróficas registradas en las regiones afectadas. Las primas de los ramos patrimoniales en Europa se estabilizaron y el ritmo de caída en Asia se ralentizó, dado que estos mercados no se vieron afectados por grandes siniestros catastróficos. En el primer trimestre, las primas de renovación de los seguros de Accidentes (Casualty) volvieron a bajar, en este caso en un 1,7 %, mientras que las de las pólizas de Responsabilidad Civil Profesional y Financiera subieron ligeramente. Por su parte, en EE. UU. las primas de las pólizas de vehículos comerciales continuaron subiendo con fuerza. En el ámbito regional, la zona del Pacífico registró unas subidas muy fuertes de las tarifas en la mayoría de los ramos, seguida de Latinoamérica, donde observamos una mejora de los precios de los productos de Accidentes y Responsabilidad Civil Profesional y Financiera.

Tabla 1:
Índice de las primas de los seguros comerciales globales en el primer trimestre de 2018

Cambios de primas en %	Mundial	EE. UU.	Reino Unido	Europa	América Latina	Asia	Pacífico
Daños	2.7 ↑	2.9 ↑	-1.6 ↑	0.1 ↑	-1.0 ↑	-1.4 ↘	12.5 ↑
Accidentes	-1.7 ↘	-3.0 ↓	-2.1 ↘	-1.6 ↘	4.3 ↘	-2.7 ↘	5.7 ↑
R.C. Prof./Fin.	1.8 ↑	0.0 ↘	3.3 ↑	-1.6 ↘	1.5 ↑	-2.2 ↑	15.0 ↑
Compuesto	0.9 ↑	-0.5 ↘	0.2 ↑	-0.8 ↑	0.8 ↑	-1.8 ↘	11.6 ↑

Nota: Las flechas indican la dirección del cambio en las primas desde el primer trimestre de 2017.

Fuente: Marsh.

Las tendencias de la siniestralidad han empeorado en los últimos años, en particular en el ramo de Accidentes...

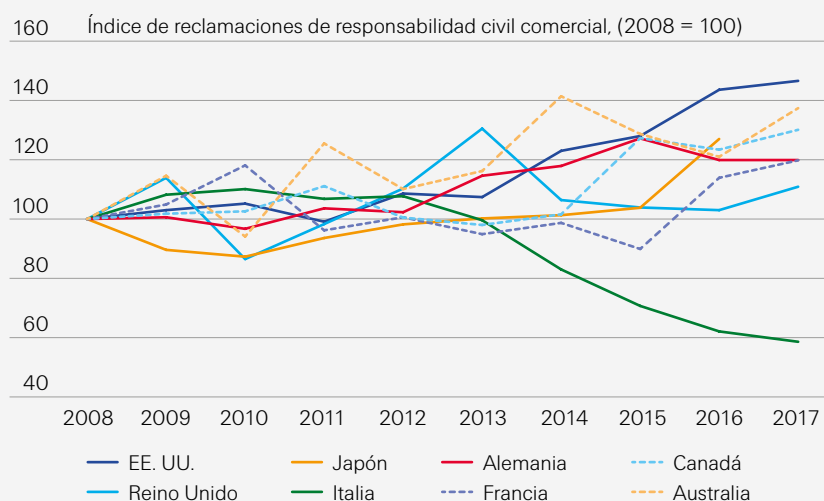
Además del debilitamiento de las primas ocurrido en los últimos años, las tendencias en materia de siniestralidad han empeorado. Se ha producido un incremento de los costes de los siniestros, muy en particular en los ramos de Accidentes. Los mayores aumentos se registraron en los seguros de automóvil en EE. UU., donde la frecuencia y la gravedad de los siniestros se han incrementado. También se aprecia un repunte de la inflación de los siniestros de automóvil en Canadá y Australia y, en menor medida, siniestros de mayor cuantía en el ramo de automóvil europeo (véase Un mercado difícil para los seguros de automóvil: tratando de seguir la tendencia al alza de la siniestralidad). Esta tendencia hacia un empeoramiento en la gravedad de los siniestros se ha debido, en gran parte, a la subida de los costes de las reparaciones, dado que hay más vehículos semiautónomos de alta gama en las carreteras, piezas más complejas y unos costes de mano de obra más elevados.

² Índice del Mercado Global de Seguros – Primer Trimestre de 2018, Marsh, 2018.

...lo cual se produce tras un periodo relativamente favorable en términos de crecimiento de la siniestralidad, que se corresponde con los años que siguieron a la recesión global.

El sector de la responsabilidad civil comercial también ha experimentado un incremento de la siniestralidad a lo largo de los últimos años en la mayor parte de los mercados analizados, tras un periodo bastante favorable en términos de crecimiento de la siniestralidad después de la reciente recesión global (véase la Figura 2). En el Reino Unido, los costes de los siniestros aumentaron tan sólo recientemente como consecuencia del cambio de tarifas de Ogden, que obligó a las compañías de seguros a incrementar sus reservas. En Italia, se produjo una fuerte disminución de los siniestros tras 2013, debido a una serie de acontecimientos positivos, entre los que se incluyen una batería de medidas técnicas correctivas por parte de las aseguradoras en el ámbito de la cobertura de negligencia médica, donde la siniestralidad había sido muy negativa durante muchos años, y un aumento de la demanda de cobertura de responsabilidad civil profesional, con una siniestralidad comparativamente mejor. En Australia, las reclamaciones de responsabilidad financiera se han disparado en los últimos cinco años debido a la proliferación de demandas colectivas relacionadas con valores.

Figura 2:
Tendencias de los siniestros de responsabilidad civil comercial en los principales mercados, 2008–2017



El gráfico excluye China, dado que los ramos de responsabilidad civil de ese país se encuentran en una fase precoz de desarrollo en la que los siniestros aumentan a un ritmo semejante al del rápido crecimiento de las primas.
Fuente: Swiss Re Institute.

Un mercado difícil para los seguros de automóvil tratando de seguir la tendencia al alza de la siniestralidad

La frecuencia y la gravedad de los siniestros de automóvil en EE. UU. han aumentado bruscamente desde 2014.

Los resultados técnicos de los seguros de automóvil en EE. UU., en los ramos tanto personal como comercial, han empeorado en los dos últimos años, y los aseguradores han venido subiendo las tarifas desde 2015, tratando de seguir la tendencia al alza de los costes de los siniestros. Las pérdidas han aumentado debido a una mayor frecuencia y gravedad de los accidentes. Entre 2014 y 2016, tras décadas de caídas, las víctimas en accidentes de tráfico en EE. UU. aumentaron en un 14 %³. Debido a un mayor crecimiento del empleo y a los bajos precios de la gasolina, la gente conduce más⁴. También se ha producido un leve repunte de los excesos de velocidad y el consumo de alcohol, si bien estos factores por sí solos no explican la oleada de muertes en carretera. Se podría argumentar que uno de los principales factores que

³ Departamento de Transporte de EE. UU., Administración Nacional de Seguridad del Tráfico en Carretera.
⁴ Departamento de Transporte de EE. UU., Administración Federal de Carreteras.

En particular, se aprecia un aumento de los accidentes de camiones.

En EE. UU., las primas de seguro de los vehículos comerciales disminuyeron entre 2006 y 2015, al tiempo que aumentaban los costes de los siniestros.

En Europa, la gravedad de los siniestros con reclamaciones por daños corporales y reparación de vehículos ha ido en aumento.

Teniendo en cuenta estas tendencias en materia de tarificación y siniestralidad, la presente edición de *sigma* se propone responder a las siguientes preguntas.

contribuyen a esta situación es el aumento de las distracciones al volante como consecuencia del mayor uso de smartphones por parte de los conductores estadounidenses mientras conducen.

En EE. UU., se ha producido un notable incremento de la siniestralidad de camiones, que está relacionada con la falta de conductores experimentados. La vuelta al crecimiento económico tras la recesión generó una renovada demanda de conductores que fue cubierta mediante la contratación de conductores con menos experiencia. Unos camiones más pesados, una mayor densidad del tráfico, unas velocidades más altas y las consabidas distracciones al volante han contribuido al repunte en la gravedad de los siniestros. Además, con frecuencia las víctimas de los accidentes de camión presentan lesiones mucho más graves que las de los accidentes de automóvil, y eso está generando unas indemnizaciones cada vez más elevadas en los juicios por daños corporales.

Desde 2012, la negativa evolución de la siniestralidad en los seguros de responsabilidad civil de vehículos comerciales de EE. UU. ha contribuido a elevar los índices combinados, y es que, en los años que siguieron inmediatamente a la crisis financiera, los seguros comerciales tenían unos precios demasiado bajos. Según datos de la gestora de inversiones Conning, la magnitud media estimada de un siniestro aumentó en un 39 % entre 2006 y 2015, mientras que las primas para vehículos comerciales se redujeron en un 18 %. Y también se ha disparado la gravedad de los siniestros (es decir, el coste medio de estos) en el ramo de automóviles particulares. Las fuertes ventas de automóviles han hecho que numerosos vehículos más antiguos fueran sustituidos por otros más nuevos que son más costosos de reparar. La creciente complejidad de los vehículos modernos –incluida la proliferación de tecnología de seguridad– está incrementando el coste de las reparaciones.

En Europa, la rentabilidad técnica en el ramo de automóvil también ha experimentado una evolución negativa debido al incremento de la gravedad, aunque no de la frecuencia. A diferencia de lo que ocurre en EE. UU., la frecuencia de los siniestros de automóvil en Alemania, Reino Unido, Francia e Italia ha permanecido, en su mayoría, estable, lo cual contrasta con la década anterior, cuando los índices de frecuencia de los siniestros descendían continuamente en todos los mercados analizados. Por contra, la gravedad de los siniestros en Europa continúa aumentando, sustentada sobre unos crecientes costes de asistencia sanitaria y reparación de automóviles.

Teniendo en cuenta estas tendencias en materia de tarificación y siniestralidad, el presente estudio aborda las siguientes cuestiones:

- ¿Cuáles son los principales motores de la rentabilidad en los seguros de no vida?
- ¿Hasta qué punto son importantes la actividad inversora, los fondos de capital (apalancamiento), y la volatilidad como catalizadores de la rentabilidad?
- ¿Qué patrones existen en el ciclo asegurador, tanto en su duración como entre distintos países?
- ¿Qué resultado técnico es necesario para alcanzar un objetivo de ROE del 10–15 % en los principales mercados maduros y en China, dadas las actuales perspectivas de inversión, el nivel de apalancamiento de activos y las ratios de solvencia?

El presente estudio se centra en Australia, Canadá, China, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y EE. UU.

Para responder a estas preguntas, nos centraremos en los mercados de seguros de no vida del Grupo de los Siete (G7) países (Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y EE. UU.), junto con Australia y China. Estos grandes mercados representaban el 73 % del total mundial de las primas de seguros de no vida en 2017⁵, y en ellos residen la mayoría de las aseguradoras que operan a escala mundial. Para Australia, Canadá, Alemania, EE. UU. y Reino Unido, la definición del mercado de «no vida» corresponde a los seguros de Daños y Accidentes, lo cual excluye la mayor parte de los ramos de salud. En China, Francia, Italia y Japón, los seguros médicos privados forman parte del bloque del mercado de no vida.

Estructura de *sigma*.

El siguiente capítulo describe los principales motores de la rentabilidad en los seguros de no vida. Posteriormente, revisamos las tendencias de la rentabilidad a largo plazo, incluyendo los resultados técnicos y de inversión en los distintos países, y abordamos las interdependencias entre todos estos catalizadores de los beneficios. A continuación, pasamos a analizar la evolución cíclica de los resultados técnicos y comparamos este ciclo con el pasado. Por último, cuantificamos la actual brecha de la rentabilidad y evaluamos las perspectivas de rentabilidad para el próximo año o par de años.

⁵ Los datos de 2017 se han extraído de *sigma* 3/2018: El seguro mundial en 2017, Swiss Re Institute.

Deconstruyendo los motores de la rentabilidad de los seguros

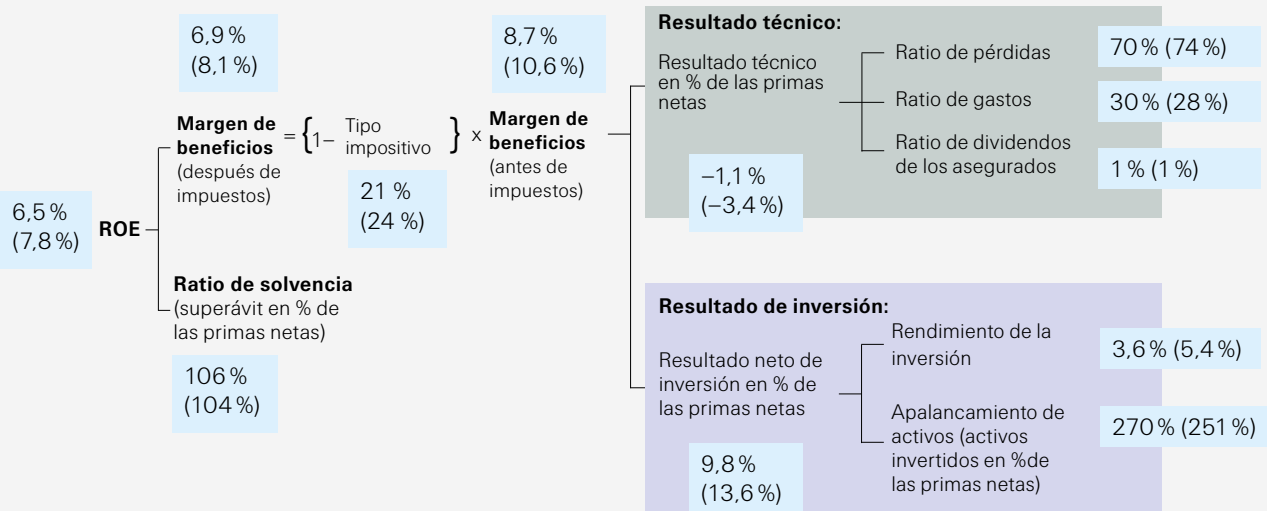
La rentabilidad de una aseguradora de no vida viene determinada por los resultados técnico y de inversión...

El ROE es una medida clave que se utiliza habitualmente para evaluar la rentabilidad de una aseguradora de no vida⁶. Se calcula dividiendo los beneficios después de impuestos entre el capital de los accionistas o fondos propios con el fin de relacionar los beneficios que genera una compañía con los fondos de capital que los accionistas han invertido en ella. Para analizar los catalizadores de la rentabilidad de las aseguradoras de no vida, el ROE de una entidad se puede dividir en tres componentes principales, tal y como se muestra en la Figura 3. El primero de ellos es el **resultado técnico**, que se ve afectado por la tarificación de los productos, la selección de riesgos, la tramitación de siniestros, y los gastos administrativos y de marketing. El resultado técnico —en porcentaje de las primas netas— está compuesto por la ratio de pérdidas, la ratio de gastos y la ratio de dividendos de los asegurados. El segundo es el **resultado de inversión**, que depende de la asignación de activos, la gestión de activos y el apalancamiento de activos. El resultado de inversión viene determinado por el rendimiento total de las inversiones (los ingresos de las inversiones en curso, incluyendo las ganancias de capital realizadas en forma de porcentaje de los activos invertidos) y el volumen de los activos invertidos (contabilizado aquí como apalancamiento de activos). Sumando el resultado técnico (o margen técnico) y el resultado de inversión, obtenemos el margen de beneficios antes de impuestos.

...y por su nivel de apalancamiento de capital.

El tercero de los componentes principales del ROE de una aseguradora es la ratio de **solventia o apalancamiento de capital**. El ROE global viene determinado por los beneficios después de impuestos realizados para cada unidad de primas netas (o margen de beneficios) dividido entre la cuantía de los fondos de capital utilizados para financiar y garantizar la exposición al riesgo de cada unidad de primas (ratio de solventia). El tipo impositivo depende de la estrategia fiscal de la compañía y, por lo demás, se considera un parámetro exógeno al sector, partiendo de la suposición de que las aseguradoras se adaptan al régimen tributario imperante en el país.

Figura 3:
Descomposición de la rentabilidad, medias ponderadas de 10 años, 2008–2017 y (1998–2007)



Nota: Véase el glosario que figura en el apéndice para consultar las definiciones de los términos y las fórmulas para el cálculo de las diferentes variables. Las cifras son medias ponderadas correspondientes a los nueve mercados analizados para el periodo 2008–2017. Para la década 1998–2007, las medias ponderadas aparecen entre paréntesis. Estas medias ponderadas corresponden a una muestra más reducida de cinco mercados: EE. UU., Canadá, Alemania, Francia y Japón.

Fuente: Swiss Re Institute.

⁶ Escogimos el ROE porque es una medida relativa y, por lo tanto, nos permite comparar compañías y mercados de diversa magnitud a lo largo del tiempo. Los datos del ROE son de más fácil acceso para todas las compañías y mercados objeto de análisis que otras métricas tales como el crecimiento del valor económico o el crecimiento del valor contable por acción.

El resultado neto de inversión agregado para las aseguradoras de no vida en los nueve principales mercados a lo largo de los últimos 10 años se situó en torno al 9,8 %; el resultado técnico fue de -1,1 %.

Los datos de la Figura 3 representan los valores medios ponderados de los distintos componentes del ROE para los nueve mercados objeto de análisis a lo largo de la pasada década. A primera vista, se diría que la mayor parte del margen de beneficios antes de impuestos provino del resultado neto de inversión de las aseguradoras de no vida, que alcanzó una media del 9,8 %. En cambio, el resultado técnico medio fue negativo, situándose en -1,1 %. Pero esta observación contable difiere de la interpretación económica, ya que:

- Mientras que la representación contable estándar distingue los resultados de inversión y técnico, en realidad los dos factores están íntimamente relacionados por el proceso de toma de decisiones de las aseguradoras. Basándose en los flujos de caja, las reservas y el apalancamiento de capital, los futuros rendimientos de inversión previstos se toman en consideración a la hora de calcular las primas de seguro.
- Las fuerzas del mercado crean la misma interrelación entre suscripción e inversión por medio de la competencia. Si las aseguradoras obtienen mayores beneficios a través de sus inversiones, tratarán de suscribir más pólizas para financiar más inversiones (es decir, lo que se denomina *cash flow underwriting*). En conjunto, este aumento de la competencia hace que bajen las primas, lo cual, a su vez, reduce la rentabilidad técnica.⁷

El ROE medio para el periodo 2008–2017 fue bajo, situándose en el 6,5 %.

Por consiguiente, el margen antes de impuestos fue del 8,7 %, lo cual, con un tipo impositivo medio del 21 % y una ratio de solvencia del 106 %, se traduce en un ROE medio del 6,5 % para los nueve mercados. En la Figura 3 también se muestran las medias ponderadas de las mismas variables para la década anterior (1998-2007), aunque para una muestra de mercados más reducida. El ROE medio en ese periodo fue más alto, situándose en el 7,8 %, impulsado por unas mayores pérdidas técnicas, del 3,4 % de las primas, y, en cambio, una contribución mucho más elevada de la actividad de gestión de activos, con un resultado de inversión del 13,6 %.

El resultado técnico medio de no vida osciló entre un -2 % y un 2 % a lo largo del mismo periodo.

La Tabla 2 compara los indicadores del rendimiento medio de 10 años de los principales mercados de no vida, basándose en datos legales. La comparación por países pone de manifiesto algunas similitudes entre los principales mercados. A excepción de Australia y China, los valores de los principales motores de los beneficios se situaron en un intervalo bastante reducido: el resultado técnico medio a lo largo de la pasada década osciló, aproximadamente, entre -2 % y +2 %, y el resultado neto de inversión se distribuyó a lo largo de un rango ligeramente más amplio, entre el 7 % y el 13 % de las primas. Mayor variación se registró en los ratios de solvencia de los distintos mercados, desde el valor más bajo, de un 44 %, en China hasta el más alto, de un 117 %, en EE. UU. Si excluimos China, el intervalo de los ratios de solvencia en los mercados avanzados fue más estrecho, con Italia ocupando el extremo inferior (83 %).

⁷ El exceso de *cash flow underwriting* fue uno de los principales motivos de la grave debilidad del mercado de finales de la década de 1990. El principal problema fue la excesiva y generalizada dependencia de las ganancias de capital realizadas y el rendimiento de los bonos, más allá de unos tipos libres de riesgo. La feroz competencia redujo la rentabilidad técnica a niveles insosteniblemente bajos, dejando totalmente descubierto al sector de los seguros de no vida cuando la rentabilidad de los mercados financieros comenzó a flaquear.

Deconstruyendo los motores de la rentabilidad de los seguros

Tabla 2:
Desglose de la rentabilidad (medias de 10 años) por países, 2008–2017

Medias de 10 años en % de las primas netas, a menos que se marque con +	EE. UU.	Canadá	Reino Unido						
	2008–17	2008–17	2008–17	Alemania	Francia	Italia	Japón	Australia	China
Ratio de pérdidas	73,0 %	67,0 %	65,8 %	70,5 %	73,6 %	69,8 %	67,4 %	66,2 %	62,8 %
Ratio de gastos	28,0 %	30,8 %	35,0 %	29,6 %	25,7 %	31,8 %	34,4 %	30,0 %	37,0 %
Resultado técnico	-1,8 %	2,3 %	-1,0 %	-0,2 %	0,1 %	-1,7 %	-1,8 %	3,8 %	0,3 %
Rendimiento de las inversiones +	3,7 %	3,5 %	3,2 %	3,4 %	3,1 %	3,7 %	2,8 %	5,8 %	4,6 %
Apalancamiento de activos	285 %	250 %	275 %	276 %	319 %	249 %	262 %	222 %	145 %
Resultado neto de inversión	10,5 %	8,6 %	8,6 %	10,7 %	9,1 %	8,8 %	7,2 %	13,2 %	6,8 %
Otros gastos (beneficios)	0,3 %	0,2 %	0,0 %	0,4 %	0,7 %	-0,7 %	0,5 %	0,0 %	-0,3 %
Margen de beneficios [antes impuestos]	8,9 %	11,1 %	7,6 %	10,1 %	8,5 %	7,8 %	4,9 %	16,9 %	6,8 %
Tipo impositivo +	20,9 %	21,7 %	18,3 %	24,7 %	28,3 %	22,5 %	35,6 %	26,3 %	22,4 %
Margen beneficios [después impuestos]	7,4 %	8,7 %	6,2 %	7,6 %	6,1 %	6,1 %	3,1 %	12,5 %	5,3 %
Ratio de solvencia ++	117 %	104 %	100 %	113 %	103 %	83 %	111 %	95 %	44 %
ROE +	6,2 %	8,5 %	6,4 %	6,8 %	5,7 %	7,4 %	2,6 %	13,2 %	12,9 %

Nota: Para maximizar la comparabilidad, se han normalizado las cifras agregadas nacionales.

+ Rendimiento de inversión: en porcentaje de los activos invertidos medios a su valor de mercado; ROE: en porcentaje de los fondos de capital medios;

++ La ratio de solvencia mide el apalancamiento de capital, entendido como fondos de capital divididos entre las primas netas devengadas. Para conocer las fuentes de los datos y las definiciones, véase el apéndice.

El ROE medio, por su parte, osciló entre el 3 % y el 13 %.

El ROE medio de los mercados analizados se situó entre el 3 % y el 13 % para el periodo en cuestión, con Japón en el margen inferior y China y Australia en el superior. La baja rentabilidad media del mercado japonés vino motivada por las pérdidas extremadamente elevadas consecuencia de las catástrofes naturales de 2011 (terremoto y tsunami de Tohoku). Excluyendo del análisis ese año en particular, el rendimiento de las aseguradoras de no vida japonesas habría registrado una media del 4,7 %, no muy lejos del resultado de los mercados francés y británico.

El sector de no vida en Australia constituyó una anomalía positiva entre los mercados avanzados, con un ROE del 13 %.

Entre los mercados avanzados, Australia constituye una anomalía. Una combinación de factores favorables provocó una elevada rentabilidad en el sector de los seguros de no vida a lo largo del periodo de 10 años objeto de estudio. El sólido resultado técnico medio del 4 % se vio complementado por un resultado neto de inversión igualmente sólido, del 13 % de las primas. Australia fue la única economía madura de la muestra que no sufrió una recesión durante 2008/09 y, por consiguiente, fue capaz de mantener un entorno de tipos de interés (y de inflación) considerablemente más elevados a lo largo de la última década. Además, una ratio de solvencia de 10 años por debajo de la media, concretamente del 95 %, catapultó el ROE del sector al 13 %. A lo largo de ese periodo de tiempo, la tendencia a la baja de las ratios de solvencia refleja, en parte, la consolidación del mercado entre los grandes actores de Australia y, en años más recientes, la mejora de su eficiencia en términos de capital mediante el aumento de la adquisición de reaseguros.

La rentabilidad del sector en China también fue mayor que en la mayoría de los restantes mercados objeto de análisis.

El sector de los seguros de no vida chino⁸ registró un ROE medio del 13 % en el periodo 2008–2017. De media, a lo largo de ese periodo el resultado técnico del mercado alcanzó el punto de equilibrio. Algunas de las grandes compañías chinas declararon márgenes técnicos positivos, pero un buen número de los actores tanto locales como extranjeros de menor tamaño operaron con un índice combinado superior al 100 %. Además, desde que, en julio de 2016, entraran en vigor en todo el país las medidas de liberalización de las primas de automóvil, la presión que soportan los márgenes técnicos ha aumentado. Los seguros de automóvil son el puntal sobre el que se sostiene el mercado, pues en 2016 representaban el 73 % de las primas de no vida. Al mismo tiempo, los retornos de la inversión en el mercado chino arrojaron un promedio del 7 % de las primas, impulsados en gran medida por el aumento del apalancamiento de inversión. La ratio de solvencia media fue baja, contribuyendo al resultado positivo del ROE a lo largo de los 10 años.

⁸ Basado en una muestra de las 51 mayores aseguradoras; datos de AM Best y de las memorias anuales de las compañías.

Tendencias de la rentabilidad a largo plazo

Tres componentes estratégicos principales.

El presente capítulo investiga las tendencias históricas que se ocultan tras los tres principales componentes estratégicos de la rentabilidad de las aseguradoras de no vida: el resultado técnico, la gestión de activos, y la gestión del capital.

Principales componentes de la rentabilidad en los seguros de no vida

1) Una sólida suscripción es requisito indispensable para la rentabilidad global

Una sólida suscripción es requisito indispensable para la rentabilidad global, en especial en el actual entorno de bajos rendimientos.

Una sólida suscripción es requisito indispensable para la rentabilidad global de las aseguradoras de no vida y se ha convertido en un factor cada vez más importante en el actual entorno de bajos rendimientos. El resultado técnico viene determinado por la ratio de pérdidas y la ratio de gastos. Todas las funciones de la cadena de valor de las aseguradoras –exceptuando la gestión de activos y la gestión del capital–, desde el diseño de productos, la distribución, y la evaluación y selección de riesgos hasta la administración de pólizas y la tramitación de siniestros, se reflejan en la contabilidad financiera en estas dos ratios.

Las ratios de pérdidas registran fuertes fluctuaciones cíclicas

Las fluctuaciones de la ratio de pérdidas están causadas por factores económicos, por los siniestros catastróficos, las tendencias de la siniestralidad y los ciclos específicos del ramo.

La mayor parte de la variación en los resultados técnicos agregados se deriva de los cambios en la ratio de pérdidas. Comparada con la ratio de pérdidas, la ratio de gastos ha permanecido relativamente estable en los últimos 20 años (véase más abajo). La ratio de pérdidas muestra una fuerte fluctuación cíclica provocada por factores económicos, por los siniestros catastróficos, las tendencias de la siniestralidad y, hasta cierto punto, los ciclos específicos del ramo. Todo esto se analiza más en detalle en el siguiente capítulo.

Por compañía y ramo, las ratios de pérdidas y gastos presentan considerables variaciones.

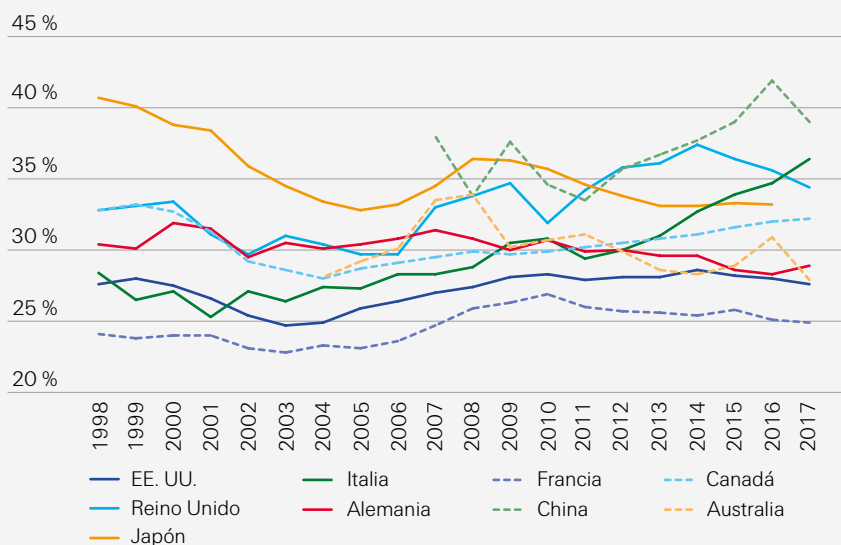
En cualquier momento puntual, las ratios de pérdidas y gastos presentan considerables variaciones entre compañías, lo cual es un reflejo de diferentes modelos de negocio, diferentes composiciones del mismo, y diferentes grados de eficiencia. Las diferentes decisiones en lo tocante a marketing, segmentación de clientes, selección de riesgos, tarificación y administración de siniestros son algunos de los factores que provocan estas variaciones de las ratios de pérdidas. Por supuesto, la ratio de pérdidas también se ve influida por las fluctuaciones aleatorias de la siniestralidad. Por su parte, las diferencias en la eficiencia operativa deberían reflejarse más en la ratio de gastos. Las ratios tanto de pérdidas como de gastos están además fuertemente autocorrelacionadas, lo cual apunta a factores específicos de la compañía que no son aleatorios (provocados por los siniestros).

Las ratios de gastos se han mantenido relativamente estables

Las ratios de gastos se han mantenido relativamente estables en un buen número de mercados...

Las ratios de gastos se han mantenido relativamente estables en un buen número de mercados a lo largo de los últimos 20 años, aunque no han seguido una tendencia uniforme a lo largo de los últimos 10 (véase la Figura 4). Debido a factores específicos del país, tales como la composición del negocio y los canales de distribución, las ratios varían considerablemente por países, oscilando por lo general entre un 25 % y un 35 % de las primas. La variación a lo largo del tiempo es relativamente más limitada, con desviaciones estándar que se sitúan entre 1 y 2 puntos porcentuales para los mercados maduros de mayor tamaño. En la mayoría de los mercados, los principales actores han racionalizado sus operaciones y recurrido a fusiones y adquisiciones para mejorar la eficiencia operativa. Además, se ha producido un movimiento hacia canales de distribución más rentables. La paulatina transición de los centros de atención telefónica (call centers) y las redes de distribución a través de sucursales para los ramos personales (productos de seguros de automóvil, hogar y viajes) a plataformas online, móviles o digitales ha contribuido aún más a la reducción de los costes.

Figura 4
Ratios de gastos por países,
1998–2017



Fuente: Swiss Re Institute

...excepto en Italia y China, donde han experimentado una tendencia al alza.

Al mismo tiempo, las ratios de gastos están expuestas al ciclo de tarificación porque los volúmenes de primas fluctúan más que los gastos, generando cierta volatilidad en los datos observados. El aumento de la ratio de gastos observado en Italia es, básicamente, consecuencia de la caída de los precios y los volúmenes de primas en los seguros de responsabilidad civil de automóvil, que representan alrededor del 50 % del mercado de no vida, tras una serie de reformas legislativas encaminadas a reducir la frecuencia y la gravedad de los siniestros. Sobre una base normalizada, la ratio de gastos habría permanecido estable, al igual que en otros mercados (véase *Evolución de los costes unitarios a largo plazo en el ramo de los seguros de responsabilidad civil de automóvil por daños a terceros en Alemania e Italia*). Por el contrario, el aumento de los gastos de suscripción en China se debió a un fuerte crecimiento de las primas (un crecimiento medio de las primas directas del 18 % en la última década), impulsado por las comisiones y las estrategias de marketing adoptadas por las grandes aseguradoras para hacer frente a un entorno más competitivo, unido a una mayor liberalización del segmento de automóvil en años más recientes.

Las mejoras de la eficiencia derivadas del despliegue de tecnología aún no se han hecho patentes en las medias estadísticas de los mercados.

En algunos mercados, la ausencia de mejoras de la eficiencia mensurables como consecuencia del aumento del uso de la tecnología se debe a una serie de efectos compensatorios en distintos segmentos de negocio. Por ejemplo, en EE. UU., en el ámbito de los ramos personales se han producido mejoras de la eficiencia en distribución, suscripción, administración de pólizas y siniestros, lo cual ha provocado una disminución de los porcentajes de gastos y de comisiones. Sin embargo, los porcentajes de gastos en los ramos comerciales de EE. UU. han ido en aumento. La creciente complejidad de los riesgos comerciales exige una mayor inversión en datos y analítica, y este gasto puede contrarrestar con creces las mejoras de la eficiencia en las operaciones y la tramitación de siniestros. También es probable que los beneficios de la tecnología se trasladen –al menos parcialmente– a los clientes como parte del proceso competitivo.

En el segmento alemán de la responsabilidad civil de automóvil, el coste por póliza se ha reducido considerablemente a lo largo de los últimos 40 años.

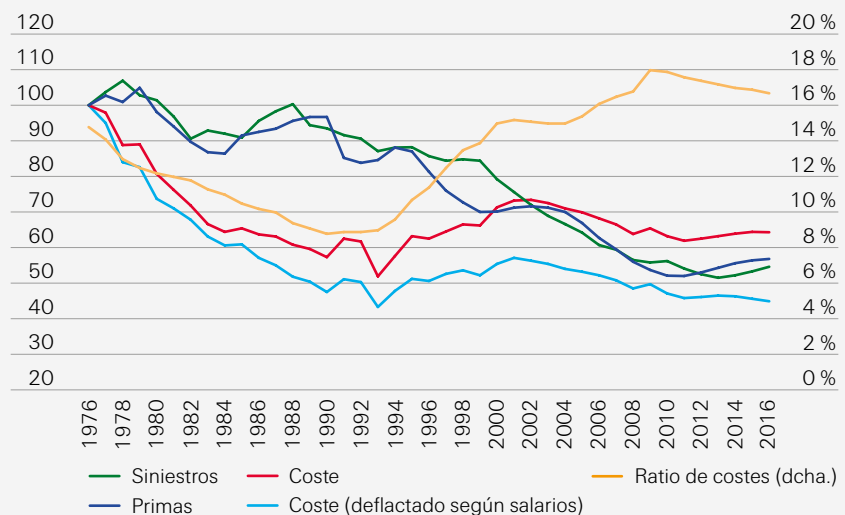
Las mejoras de la productividad fueron más pronunciadas hasta comienzos de la década de 1990.

Evolución de los costes unitarios a largo plazo en el ramo de los seguros de responsabilidad civil de automóvil por daños a terceros en Alemania e Italia

Desde hace tiempo, el sector de los seguros tiene fama de soportar una pesada carga en materia de costes, una impresión que se ha visto reforzada por unas ratios de costes persistentemente elevadas. Sin embargo, esa no es toda la historia, como demuestra el ejemplo de los seguros de responsabilidad civil de automóvil en Alemania. La Figura 5 muestra las primas, los siniestros y los costes del segmento desglosados por riesgos y ajustados para la inflación. A lo largo de los últimos 40 años, en Alemania se ha registrado una notable evolución a la baja de los tres indicadores. Las primas y los siniestros descendieron en un 1,4 % y un 1,5 % anuales, respectivamente, mientras que los costes (la línea roja) bajaron en una proporción aparentemente menor, del 1,1 %. No obstante, para calcular la mejora media de la productividad por póliza, es mejor deflactar los costes conforme al índice de salarios, en lugar de hacerlo conforme al índice de precios al consumo, ya que el coste de las aseguradoras viene determinado, en su mayor parte, por los gastos de personal. Según la medición deflactada conforme a los salarios, los costes se han reducido en un 2 % anual a lo largo de los 40 años.

Las mejoras de la productividad (reducción del coste por póliza) fueron más significativas en el periodo que va hasta comienzos de la década de 1990. A este le siguió un periodo de debilidad de los mercados que se prolongó hasta 2001 y trajo consigo una caída de precios tras la desregulación de los mercados aseguradores de la Unión Europea, y cuando las aseguradoras obtuvieron cuantiosos beneficios extraordinarios en los mercados bursátiles, si bien el coste por póliza subió ligeramente. Sin embargo, en el periodo siguiente, el coste por póliza volvió a disminuir a un ritmo anual del 1,5 %.

Figura 5:
Seguros de responsabilidad civil de automóvil en Alemania, primas, siniestros y costes por póliza ajustados para la inflación, 1976-2016



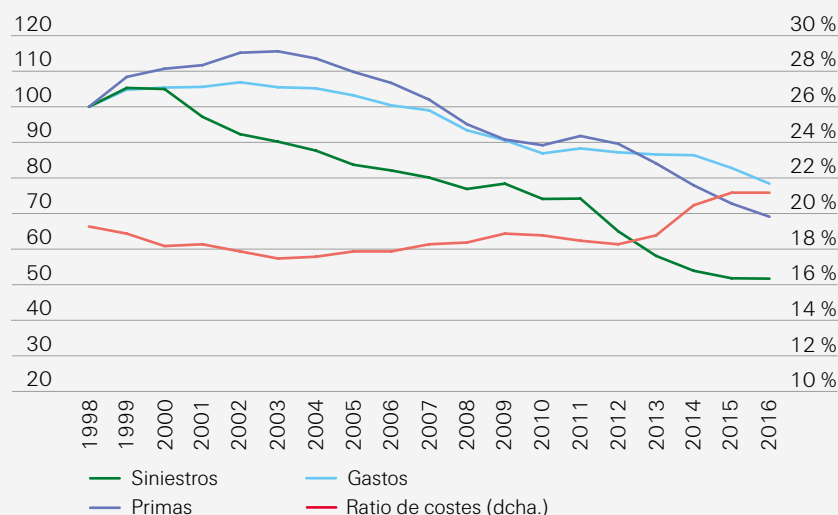
Fuente: Swiss Re Institute

También ha habido una tendencia bajista a largo plazo en el coste unitario de la responsabilidad civil de automóvil italiana...

En Italia, también ha habido una tendencia bajista a largo plazo en el coste unitario de los seguros de responsabilidad civil de automóvil (véase la Figura 6), lo cual sugiere que el aumento de la ratio de gastos de no vida que se muestra en la Figura 4 refleja, principalmente, una fuerte disminución de las primas. En los últimos años, el sector italiano de no vida ha evolucionado a su propio y particular modo en comparación con otros mercados maduros de Europa. El principal motivo (de tipo estructural) ha sido el ramo de los seguros de automóvil, que supone más del 50 % de los ingresos por primas y que ha venido contrayéndose de forma espectacular desde 2012. En un

plazo de cinco años, el precio medio de la cobertura de seguro (esto es, las primas reales por póliza) en el ámbito de la responsabilidad civil de automóvil por daños a terceros se ha reducido en casi un 25 %. Tal y como muestra la Figura 6, las primas siguieron la tendencia de los siniestros con un retraso de un año, puesto que los siniestros comenzaron a bajar ya en 2011.

Figura 6:
Seguros de responsabilidad civil de automóvil en Italia, primas, siniestros y costes por póliza ajustados para la inflación, 1998–2016



Fuente: ANIA

...impulsada por una serie de reformas legislativas que han provocado una disminución de la frecuencia y la gravedad de los siniestros.

La caída es, en parte, consecuencia de la grave recesión económica que sufrió el sur de Europa tras el estallido de la Crisis del Euro, que restringió el uso de los automóviles y, con ello, la frecuencia de los siniestros⁹. Sin embargo, más importantes fueron las reformas legislativas emprendidas en Italia para reducir la frecuencia y la gravedad de los siniestros, las cuales provocaron una reducción constante de los costes de los siniestros. En particular, el endurecimiento de los baremos de indemnización en lo que respecta a las microlesiones por latigazo cervical y la proliferación de dispositivos de registro de datos (cajas negras) han contribuido a reducir los costes. A cambio de descuentos en las primas «en ocasiones muy sustanciales»¹⁰ para los asegurados, los dispositivos telemáticos han reducido el riesgo de fraude y han posibilitado una mejor determinación de los daños. En la actualidad, más del 20 % de las pólizas de automóvil se comercializan conforme a este sistema.

2) Gestión de activos: una contribución cada vez menor a la rentabilidad global

Desde una perspectiva contable, la contribución a la rentabilidad de la gestión de activos viene representada por el resultado neto de inversión.

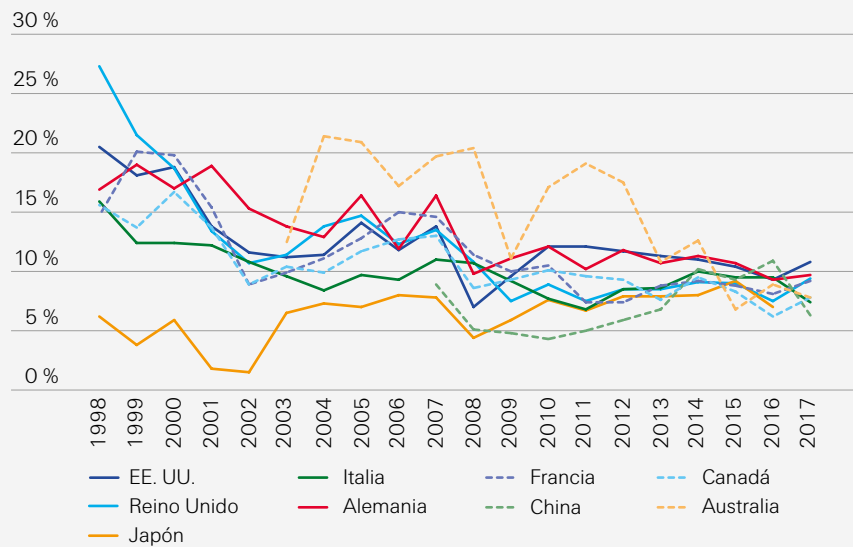
Desde una perspectiva contable, la contribución a la rentabilidad de la gestión de activos de las aseguradoras de no vida viene representada por el resultado neto de inversión (ingresos netos de inversión y ganancias de capital realizadas dividido entre las primas netas devengadas [NPE, por sus siglas en inglés]). Los retornos de la inversión en relación con los volúmenes de primas se han reducido a lo largo de las dos últimas décadas en la mayor parte de los mercados maduros, desde aproximadamente un 15 % antes del cambio de siglo hasta cerca del 10 % o menos tras la crisis financiera mundial (véase la Figura 7). La excepción es Japón, donde el resultado de inversión ha permanecido estancado durante mucho más tiempo debido al entorno de bajos tipos de interés que impera en el país desde hace más de 20 años.

⁹ *Italian insurance 2016/2017: Motor insurance price developments in Italy and Europe: the insurance cycle*, ANIA, pp. 146-151.

¹⁰ *Ibid.*, p. 150.

Tendencias de la rentabilidad a largo plazo

Figura 7
Resultado neto de inversión como porcentaje de las NPE por países, 1998–2017



Fuente: Swiss Re Institute

La caída del rendimiento de las inversiones ha provocado una disminución del resultado neto de inversión.

El resultado neto de inversión viene determinado, a parte iguales, por el apalancamiento de activos (activos invertidos totales dividido entre las NPE) y el rendimiento total de las inversiones (ingresos netos por inversiones y ganancias de capital realizadas dividido entre los activos invertidos). A lo largo de las dos últimas décadas, estos dos componentes se han movido, en líneas generales, en direcciones opuestas. Dando continuidad a tendencias a más largo plazo, el apalancamiento de activos aumentó en el primer decenio de este siglo para, posteriormente, estabilizarse en la mayoría de los grandes mercados. Sin embargo, las tendencias del apalancamiento de activos se vieron contrarrestadas con creces por la disminución del rendimiento de las inversiones, lo cual provocó una contracción del resultado neto de inversión.

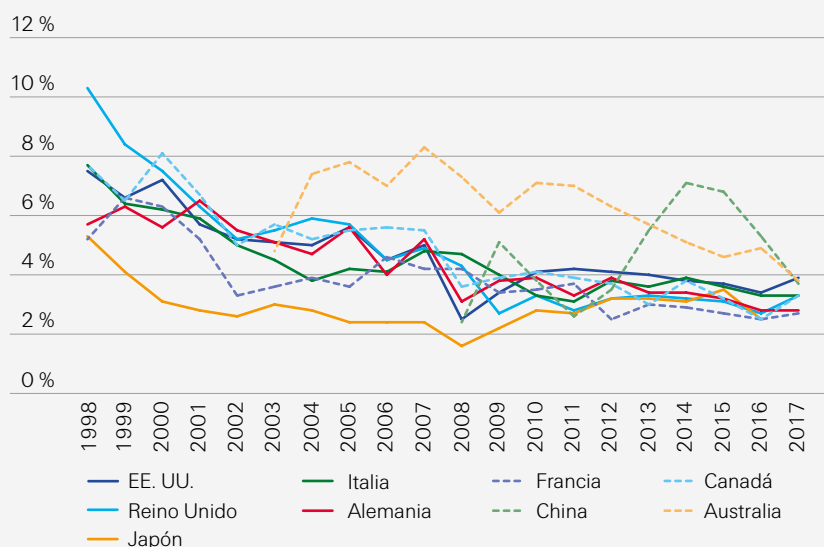
La caída en el rendimiento de las inversiones refleja, en gran medida, la secular reducción de los tipos de interés.

En los mercados maduros, el rendimiento de las inversiones ha caído del 5–10 % hace veinte años al 3–4 % en la actualidad (véase la Figura 8). El motivo principal de esta tendencia descendente ha sido la secular reducción de los tipos de interés. En un principio, esta vino motivada por la deflación. Sin embargo, tras la crisis financiera el impacto se vio agravado por la adopción, por parte de los bancos centrales, de una serie de medidas de política monetaria poco convencionales destinadas a estabilizar el clima de los mercados financieros y a imponer un entorno de tipos de interés extremadamente bajos. Otro de los factores fue la variable política de inversión del sector asegurador tras el estallido de la burbuja de los mercados bursátiles en 2000–2002. Como consecuencia de todo ello, y debido a los cambiantes requisitos impuestos por los reguladores y las agencias de calificación, que atribuyeron mayores cargas de riesgo a las inversiones en renta variable, la asignación de los activos invertidos de la industria aseguradora se ha desplazado aún más hacia los valores de renta fija, que tienen una rentabilidad relativamente menor que la renta variable. En el emergente mercado chino, la rentabilidad media de las inversiones a lo largo de la última década ha sido del 4,6 %.

En Japón, la rentabilidad de las inversiones disminuyó antes que en otros mercados maduros.

La tendencia hacia unos menores rendimientos de las inversiones ha sido similar en todos los mercados maduros. Una vez más, la principal excepción es Japón, donde la rentabilidad de los bonos a largo plazo lleva siendo baja 20 años, hasta el punto de que, a lo largo de las dos últimas décadas, las aseguradoras locales tan sólo han alcanzado un rendimiento de inversión del 3 %. El entorno de inversión nacional se tornó aún más problemático para las aseguradoras japonesas después de que el Banco de Japón pusiera en práctica una política de tipos de interés negativos en febrero de 2016.

Figura 8:
Rendimiento neto de inversión por países, 1998–2017



Nota: En Canadá, el rendimiento neto de las inversiones incluye las ganancias de capital no realizadas, que no se registran por separado. En todos los demás mercados, el rendimiento de las inversiones incluye los ingresos netos por inversiones y las ganancias de capital realizadas, si bien excluye las ganancias de capital no realizadas.
Fuente: Swiss Re Institute.

Australia y China han sido anomalías en lo que respecta a sus positivos rendimientos de las inversiones.

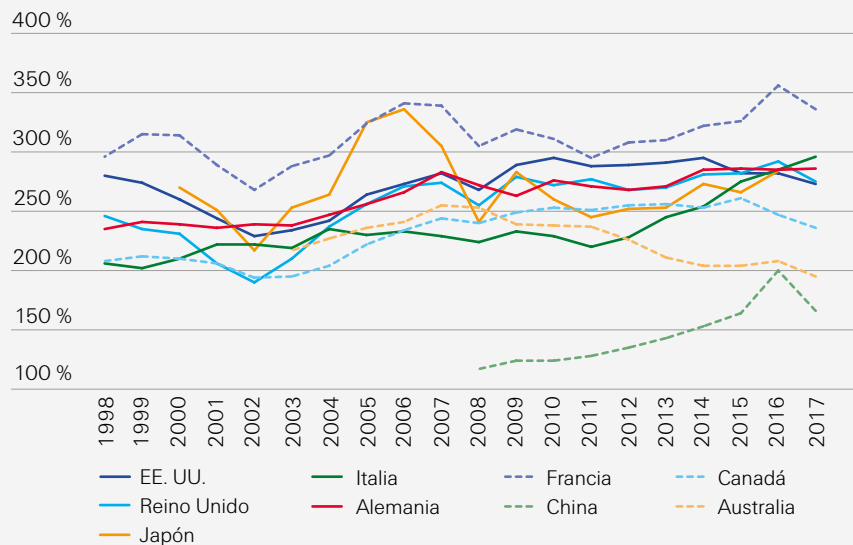
Las otras anomalías en términos de rentabilidad de las inversiones –en el sentido positivo– son Australia y China. En Australia, los tipos de interés y los rendimientos de las inversiones continuaron siendo relativamente elevados tras 2008, ya que el país fue uno de los pocos que lograron evitar la recesión que asoló el resto del mundo por aquella época. Sin embargo, después de 2011, el desempleo fue aumentando gradualmente y la inflación disminuyó, y poco a poco el Banco de la Reserva de Australia fue bajando el tipo de interés de referencia, provocando una progresiva reducción de la rentabilidad de las inversiones de las aseguradoras. En China, los rendimientos de las inversiones se han visto favorecidos por una ampliación de los canales de inversión y una mayor flexibilidad en la asignación de activos para los fondos de seguros desde 2014. Las aseguradoras chinas han implantado estrategias de inversión más activas, en particular tras la relajación de las normas sobre inversión en mercados bursátiles promovida en julio de 2015. No obstante, en enero de 2017, el regulador chino endureció los requisitos al fijar un techo a las inversiones de las aseguradoras. Ahora, estas no pueden invertir más del 30 % del total de sus activos en valores de renta variable.

El apalancamiento de activos aumentó en la primera década de este siglo, pero desde entonces se ha estabilizado en muchos de los grandes mercados.

El apalancamiento de activos –el volumen de actividad inversora en relación con la actividad de suscripción– es el segundo gran motor de la generación de ingresos por inversiones. Dando continuidad a tendencias a más largo plazo, el apalancamiento de activos aumentó en todos los grandes mercados durante el periodo 2000–2010, antes de estabilizarse en años más recientes (véase la Figura 9). En 2017, en EE. UU. y Canadá el apalancamiento de activos se situaba alrededor de 10 puntos porcentuales por debajo de la media de la década anterior. En Australia, el valor cayó con más fuerza. Los registros más recientes sobre el apalancamiento de activos en Europa lo sitúan en línea o un poco por encima de la media de los 10 años anteriores.

Tendencias de la rentabilidad a largo plazo

Figura 9:
Apalancamiento de activos por países, 1998–2017



Fuente: Swiss Re Institute

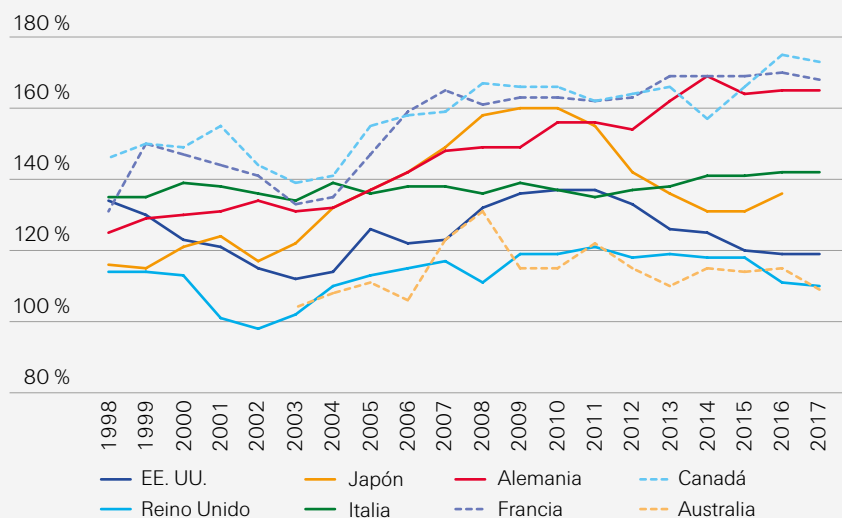
Las reservas técnicas derivadas de la actividad de suscripción son la fuente de activos más importante para invertir.

El apalancamiento de activos viene determinado por las tendencias en los ratios tanto de reserva como de solvencia, las dos principales fuentes de financiación de los activos de la mayoría de las aseguradoras de no vida. Las reservas técnicas generadas a partir de la actividad de suscripción son la fuente de financiación más importante para la inversión. Las primas se perciben antes de liquidar los siniestros, creando un periodo durante el cual los fondos pueden generar retornos de inversión para la compañía de seguros. La duración de ese intervalo varía en función del ramo de seguros y puede prolongarse muchos años para los ramos liquidables a largo plazo (long-tail), tales como los seguros de responsabilidad civil. El reflejo contable de esto es la cuantía de las reservas técnicas (reservas para siniestros pendientes, reservas para tasación de daños, y reservas para primas no devengadas).

La ratio de reserva para siniestros pendientes ha venido estabilizándose en numerosos mercados clave a lo largo de los últimos 10 años, impulsada por unas tendencias favorables en materia de siniestros e inflación.

La evolución de la financiación a través de reservas técnicas se evalúa analizando los ratios de reserva para siniestros pendientes (las reservas para siniestros pendientes como porcentaje de las primas netas devengadas). En muchos de los principales mercados, la ratio de reserva para siniestros pendientes ha venido estabilizándose a lo largo de los últimos 10 años, impulsada por unas tendencias favorables en materia de siniestros e inflación (véase la Figura 10). En EE. UU., Reino Unido, Japón y Australia, la ratio en 2017 se hallaba por debajo de la media de la década anterior, mientras que en Francia, Italia, Alemania y Canadá se situaba ligeramente por encima. Con anterioridad, durante varias décadas, la ratio de reserva para siniestros pendientes había aumentado en consonancia con la creciente importancia de los ramos de responsabilidad civil, el incremento de la inflación de los servicios objeto de indemnización, tales como la atención médica, y las cada vez más elevadas costas judiciales.

Figura 10:
Ratio de reserva neta para siniestros
pendientes por países, 1998–2017



Nota: La cifra excluye a China, que registró una ratio media de reserva neta de alrededor de un 30 % a lo largo de la pasada década.

Fuente: Swiss Re Institute.

Los fondos propios de los accionistas son la segunda fuente de financiación más importante de las inversiones en activos financieros.

La ratio de solvencia de una aseguradora indica cuánto capital se oculta tras un determinado volumen de producción generado.

Las ratios de solvencia difieren por mercado y situación jurídica.

Los fondos propios de los accionistas de las aseguradoras, que se contabilizan como capital de riesgo, son la segunda fuente más importante para las inversiones en activos financieros. La evolución de la ratio de solvencia de las aseguradoras se analiza más en detalle en el siguiente subapartado.

3) Gestión del capital: un equilibrio entre seguridad y rentabilidad

La ratio de solvencia o apalancamiento de capital, considerada como los fondos de capital divididos entre las primas netas, es el tercer motor estratégico de la rentabilidad de las aseguradoras de no vida.¹¹ Indica cuánto capital se oculta tras un determinado volumen de producción generado en una compañía o mercado. Esta ratio refleja, en gran parte, el perfil de riesgo inherente a dicha producción, y el nivel de seguridad que exigen la dirección, los inversores, los reguladores y las agencias de calificación. Existe un equilibrio entre seguridad y rentabilidad: cuanto mayor sea el volumen de fondos de capital empleado para garantizar la exposición al riesgo de cada unidad de prima, mayor será el nivel de márgenes de beneficios después de impuestos necesario para alcanzar el mismo ROE.

La comparabilidad de las ratios de solvencia entre compañías y mercados puede resultar difícil. Una ratio de solvencia considerada elevada por una compañía puede resultar apropiada para otra. Un factor importante es la volatilidad de la producción subyacente. Una elevada exposición a catástrofes naturales, una gran competencia con prolongados ciclos de suscripción, y cambios potencialmente disruptivos en el entorno jurídico (régimen de responsabilidad civil) son factores que hacen necesario un mayor colchón financiero. Otro motivo de carácter más estructural para las diferencias en las ratios de solvencia es la estructura de propiedad de la compañía. Las compañías cotizadas suelen tener unas ratios de solvencia menores que las mutuas o las aseguradoras públicas. En Alemania, la ratio de solvencia media a

¹¹ A efectos de análisis de la rentabilidad, definimos la ratio de solvencia como una sencilla medida del apalancamiento de capital. En los regímenes de solvencia basados en el riesgo que se han implantado recientemente, tales como Solvencia II en el Espacio Económico Europeo, C-ROSS en China, y el Capital Mínimo Obligatorio (*Prudential Capital Requirement, PCR*) en Australia, la ratio de solvencia se define como la relación entre el capital requerido, que se basa en una evaluación global del riesgo, y los recursos financieros disponibles. Dado que, por lo general, la capitalización de la industria de los seguros supera los requisitos normativos de solvencia, estos nuevos requisitos no han tenido un impacto significativo en el apalancamiento de capital de las compañías de seguros de no vida.

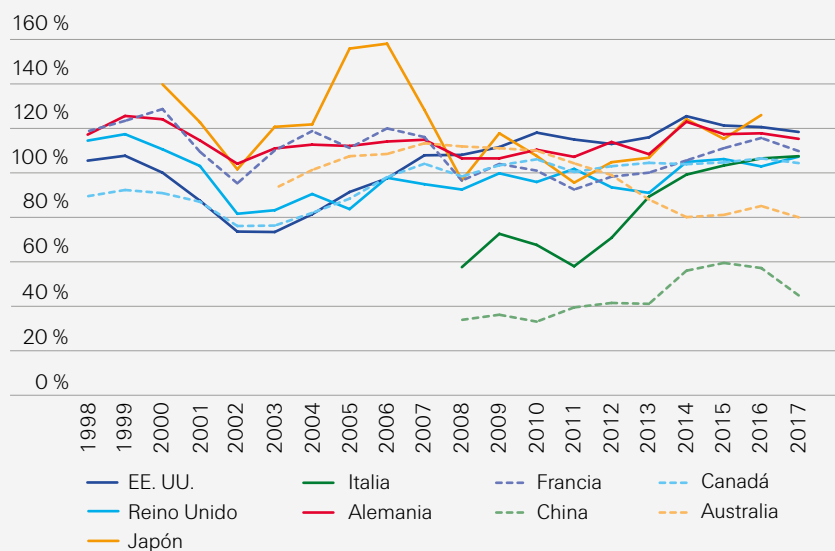
Tendencias de la rentabilidad a largo plazo

10 años de las compañías cotizadas se sitúa en torno al 90 %, mientras que el promedio en el caso de las mutuas y las aseguradoras públicas es superior al 200 %. Las compañías cotizadas pagan dividendos a los accionistas, y los otros dos tipos conservan una mayor parte de sus beneficios, lo cual, a la larga, genera unas mayores ratios de solvencia.

Las ratios de solvencia se han estabilizado en un buen número de países en los últimos años, poniendo fin a una larga tendencia alcista.

Los niveles de solvencia han aumentado considerablemente en la mayor parte de los mercados avanzados a lo largo de un periodo de tiempo bastante prolongado. Por ejemplo, la ratio de solvencia de no vida en EE. UU. y Canadá en 1975 se situaba en torno al 40 %. En 2017, había aumentado al 117 %¹² y al 104 %, respectivamente, si bien el ritmo de crecimiento se ha estabilizado en años más recientes. No obstante, estas últimas ratios de solvencia se hallan ligeramente por encima de las medias de la década anterior. Las ratios de solvencia de no vida de los principales mercados han discurrido, en su mayoría, paralelas desde 2008 (véase la Figura 11). La principal anomalía ha sido Australia, donde los niveles de solvencia cayeron al 80 % en 2017. Ello fue debido, en parte, a la consolidación del mercado entre los principales actores y al incremento del uso estratégico del reaseguro como sustitutivo del capital, en especial en estos últimos años. La otra anomalía dentro de los mercados desarrollados es Italia: las ratios de solvencia han aumentado en los últimos años debido a una serie de reestructuraciones de grandes compañías y a un incremento de los beneficios no distribuidos, al tiempo que han disminuido los ingresos por primas. Por último, en China la ratio de solvencia media de la pasada década fue del 40 %, mucho menor que la de los mercados avanzados. Esto refleja, en parte, el menor riesgo de la cartera de productos del sector, al estar centrada principalmente en los seguros de automóvil. Dicho esto, las ratios de solvencia en China han venido aumentando en gran medida como consecuencia de las inyecciones de capital de los inversores, especialmente entre los actores de menor tamaño, que registraron valores negativos de los beneficios no distribuidos durante muchos años. No ha sido sino en los últimos años cuando el incremento de las ratios de solvencia ha venido acompañado de un aumento de los beneficios no distribuidos.

Figura 11:
Ratios de solvencia por países,
1998–2017



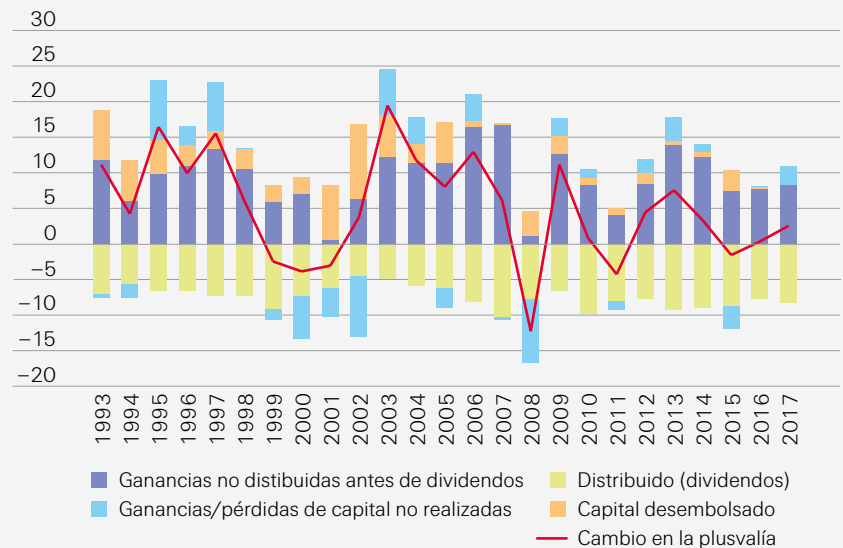
Fuente: Swiss Re Institute

¹² Excluyendo National Indemnity.

La gestión estratégica del capital también repercute en la ratio de solvencia y el ROE de las aseguradoras.

La gestión estratégica del capital –aumentar el capital en los momentos oportunos y devolver los fondos a los accionistas en forma de dividendos– repercute en la ratio de solvencia de las aseguradoras y, por consiguiente, en su ROE. Las aseguradoras generan fondos por medio de los beneficios no distribuidos, el capital desembolsado y las ganancias de capital no realizadas, y distribuyen fondos entre los accionistas a través de dividendos. Tal y como se puede colegir de la información legal de EE. UU.¹³, las compañías de no vida cotizadas, en conjunto, han incrementado la proporción de fondos devueltos a los accionistas en la última década. El dividendo medio fue del 8,4 % de los fondos de capital medios en 2006–2017, en comparación con el 6,5 % del periodo 1993–2005. En concreto, a lo largo de los últimos cinco años, las compañías de no vida cotizadas de EE. UU. distribuyeron una media de un 80 % del beneficio neto entre sus accionistas y retuvieron tan sólo el 20 % para financiar el crecimiento futuro. Entretanto, el incremento del volumen de nuevo capital que entra en el sector tradicional se ha ralentizado, descendiendo de una media de un 4,9 % de los fondos de capital en el periodo anterior a tan sólo un 0,4 % en los últimos cinco años (véase la Figura 12).

Figura 12:
Motores del cambio en los fondos de capital (como % de los fondos de capital medios), compañías de no vida cotizadas de EE. UU., 1993–2017



Fuente: A.M. Best

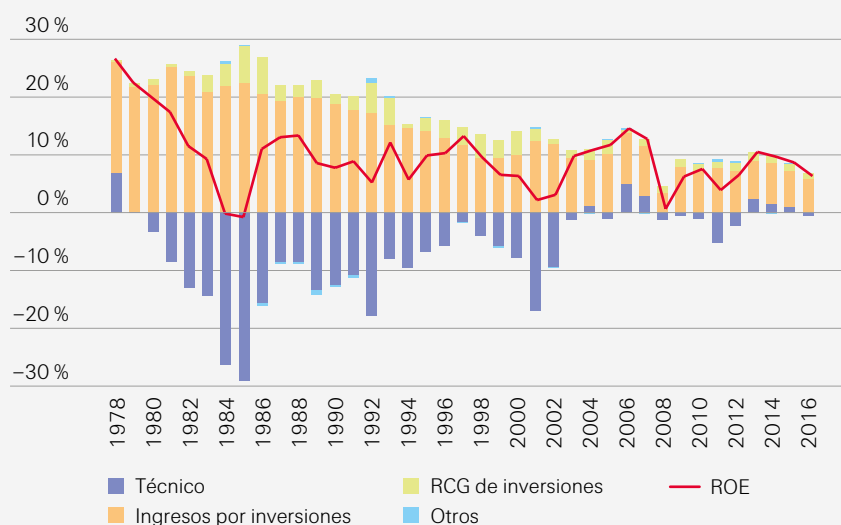
Rentabilidad técnica y entorno económico: una relación a largo plazo

Un cambiante equilibrio entre una serie de factores es lo que genera la rentabilidad global de las aseguradoras de no vida.

La perspectiva contable que tiene el asegurador de la rentabilidad distingue una serie de componentes. Sin embargo, en el mundo real todas las partes de la generación de ROE están conectadas unas con otras por medio de las fuerzas del mercado y el entorno macroeconómico. Desde una perspectiva económica, los resultados técnico y de inversión interaccionan para generar la rentabilidad global de la aseguradora (véase la Figura 13). Por ejemplo, en el pasado los retornos de la inversión más elevados se han visto parcialmente contrarrestados por unas mayores pérdidas técnicas. Véase *Motores de la rentabilidad de las aseguradoras de no vida de EE. UU.* para más información sobre la interacción de una serie de distintos catalizadores de la rentabilidad.

¹³ Compañías cotizadas, excluyendo National Indemnity Company.

Figura 13:
Resultados de inversión y técnico
de los seguros de no vida en
EE. UU., y ROE, 1978–2016



Nota: RCG = ganancias/pérdidas de capital realizadas.

Fuente: A.M. Best, Swiss Re Institute.

Hemos analizado todos los motores de la rentabilidad de los seguros de no vida de EE. UU. simultáneamente, utilizando regresiones de datos de panel multivariable.

Las aseguradoras directas tienen menores ratios de gastos y mayores ROEs.

Existen ventajas para la rentabilidad técnica derivadas de la especialización.

Motores de la rentabilidad de los seguros de no vida de EE. UU.

Con el fin de aclarar el efecto de una serie de motores de la rentabilidad que operan simultáneamente para determinar el ROE de una aseguradora de no vida, aplicamos modelos de regresión de datos de panel multivariable a la información legal de unas 600 compañías de no vida de EE. UU. desde 2007 hasta 2017¹⁴. Dado que el ciclo de tarificación y las grandes pérdidas derivadas de catástrofes naturales son catalizadores importantes de la rentabilidad técnica, se realizaron ajustes en el análisis para contemplar ambos factores. En particular, se utilizó un índice de precios medios de los seguros comerciales para tener en cuenta el ciclo de tarificación¹⁵, y un índice de pérdidas por catástrofes naturales en forma de porcentaje de las primas netas devengadas para reflejar los siniestros catastróficos¹⁶. Además, el ROE de las aseguradoras se ve fuertemente influido por el rendimiento del mercado de valores, algo que contemplamos a través del rendimiento del índice S&P 500. Asimismo, tuvimos en cuenta el apalancamiento de capital, el apalancamiento de activos y el porcentaje de inversiones en renta variable.

Las aseguradoras que **distribuyen** sus productos **directamente** tienen menores ratios de gastos que las aseguradoras que utilizan agencias y corredores independientes. En EE. UU., las aseguradoras de ramos personales incrementaron su uso de los canales de distribución directa del 7 % del volumen de primas al 16 % entre 1995 y 2015¹⁷. Tras tomar en consideración las diferencias en la composición del negocio y el tamaño de las compañías, también se apreció un impacto positivo estadísticamente significativo en el margen técnico y el ROE de las aseguradoras directas.

El análisis también revela que la **especialización** en ramos específicos y la **concentración geográfica** están asociadas a unas menores ratios de gastos y unos mayores márgenes técnicos. Existiendo variables que reflejan los canales de distribución, la composición del negocio y el tamaño de la aseguradora, la diversificación de productos no explica la rentabilidad global. Las entidades que

¹⁴ La fuente de los datos es A.M. Best. De un total inicial de 1 464 compañías o grupos aseguradores independientes, filtramos las compañías de pequeño tamaño y las anomalías en lo que respecta a las métricas analizadas, lo cual redujo el número de compañías a 600 o 650, dependiendo de los modelos empleados.

¹⁵ Basado en datos del Consejo de Agentes y Corredores de Seguros y de Swiss Re Institute.

¹⁶ Basado en datos de A.M. Best y de Swiss Re Institute.

¹⁷ *Ten key findings of the 2016 Agency Universe Study*, IABSC, 2017.

Hay economías de escala en lo que respecta a la suscripción y la gestión del capital.

Las mutuas tienen un objetivo distinto de la pura maximización del beneficio.

Las herramientas de tarificación de seguros establecen un vínculo directo entre los tipos de interés y los resultados técnicos de no vida.

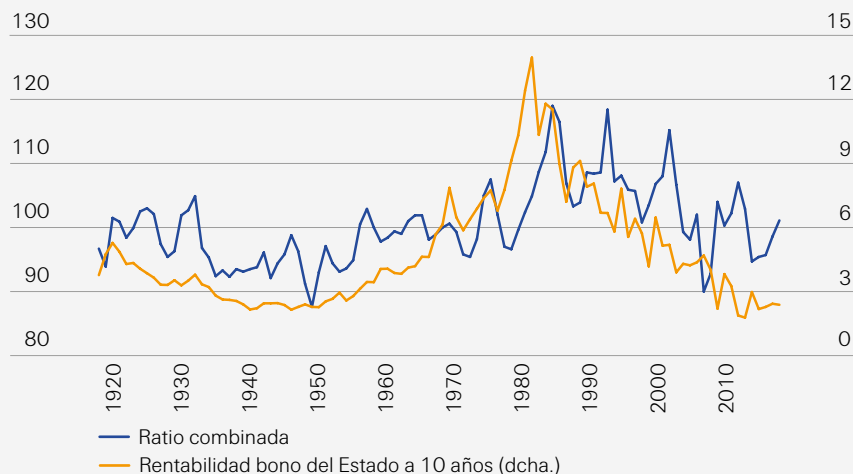
optan por centrarse en determinados estados, en lugar de proporcionar una cobertura más amplia en todos los estados, registran un rendimiento ligeramente mejor en lo que respecta al ROE.

Hay **economías de escala** en términos de gastos de adquisición y suscripción. En particular, las compañías de mayor tamaño suelen tener menores ratios de gastos. Tras tener en cuenta las diferencias en la producción suscrita y los canales de distribución, también observamos un considerable efecto de escala en lo relativo al margen técnico. Además, hay economías de escala en términos de gestión del capital. Las entidades de mayor tamaño necesitan desplegar una menor cantidad de capital en relación con su volumen de primas. Por consiguiente, la rentabilidad global es mayor para las compañías más grandes.

Históricamente, las compañías cotizadas han obtenido mejores resultados que las mutuas si nos centramos en el ROE contable. Sin embargo, de media las mutuas tienen unos menores costes de capital y menos apalancamiento de capital, y suscriben más pólizas de ramos personales, lo cual hace que resulte difícil establecer una comparación directa. Los tomadores son los propietarios de las mutuas y perciben a cambio cierto retorno sobre su participación a través de unas primas más bajas, dividendos de los asegurados o mayores indemnizaciones en caso de siniestro. Tras tener en cuenta variables que describen la diferente producción suscrita de media por las compañías cotizadas, el ROE de las compañías cotizadas de EE. UU. fue únicamente 1 o 2 puntos mayor que el de las mutuas.

Una interacción clave entre los motores de los beneficios de las aseguradoras de no vida con las fuerzas del mercado es la relación entre los tipos de interés y los resultados técnicos (véase la Figura 14). Este resultado se establece de forma bastante fehaciente a través de la teoría de tarificación de seguros: descontar los flujos de caja a la hora de fijar las primas relaciona directamente los tipos de interés con el resultado técnico. Dado que la entrada de las primas de seguro y la salida de los costes de los siniestros se producen en momentos distintos, los tipos de interés y las primas de seguro mantienen una relación negativa. Si las aseguradoras actualizan sus tarifas con regularidad y reflejan las previsiones actualizadas de los tipos de interés en sus decisiones de tarificación, unos tipos de interés más altos implicarían un mayor impacto como consecuencia del descuento y, por ende, una prima más baja¹⁸.

Figura 14
Ratio combinada de las compañías cotizadas de EE. UU. y rentabilidad del bono del Estado a 10 años, 1918–2017



Fuente: A.M. Best, Datastream, Swiss Re Institute.

¹⁸ Haley, J. D., *Further considerations of underwriting margins, interest rates, stability, stationarity, cointegration, and time trends*, Journal of Insurance Issues, 2007, pp. 62–75.

Tendencias de la rentabilidad a largo plazo

Además, unos tipos de interés más altos elevan el rendimiento de las inversiones y fomentan el cash-flow underwriting.

Un análisis empírico confirma la relación a largo plazo entre la ratio combinada y los tipos de interés.

Sin embargo, los cambios en los tipos de interés no constituyen un catalizador importante del ciclo en el corto plazo.

A largo plazo, las compañías de seguros de no vida cotizadas han registrado un nivel de rentabilidad comparable al de empresas de otros sectores.

Además, unos tipos de interés más altos incrementan el retorno de las inversiones. Un sólido resultado de inversión permite a las aseguradoras ser más agresivas a la hora de tarificar la nueva producción, dado que las pérdidas técnicas pueden verse compensadas con creces por los ingresos de las inversiones sin poner en riesgo la rentabilidad global, un concepto que se suele denominar «*cash-flow underwriting*». Así pues, a medida que las fuerzas del mercado inducen a las aseguradoras a competir en precios, los resultados técnicos tienden a deteriorarse al tiempo que aumentan los ingresos por inversiones¹⁹. Y, a la inversa, en épocas de caída de los tipos de interés y disminución del rendimiento de las inversiones, los resultados técnicos tienden a mejorar y el impacto de los descuentos en las tarifas es menor.

Un análisis empírico realizado en los principales mercados²⁰ utilizando datos de ratios combinadas²¹, inflación de precios de consumo y tipos de interés desde 1977 hasta 2017 confirma la relación. Utilizando un modelo de efectos fijos autorregresivo, verificamos la influencia de un ciclo de tarificación endógeno –que se explica por la inercia del mercado– y las variables macroeconómicas exógenas que impulsan la inflación general de los siniestros, por un lado, y las tasas de descuento y los ingresos de las inversiones, por otro lado. En línea con investigaciones previas²², observamos que los tipos de interés efectivos y la inflación de precios de consumo son variables importantes para explicar las ratios combinadas y los márgenes técnicos, respectivamente. En concreto, existe una fuerte relación a largo plazo entre la ratio combinada y los tipos de interés nominal.

Sin embargo, la relevancia de estas interacciones se torna muy pequeña si analizamos los cambios en los tipos de interés y su impacto en las ratios combinadas. Esto quiere decir que, en contraste con la importante relación a largo plazo, los tipos de interés únicamente desempeñan un papel menor a la hora de explicar los cambios a corto plazo en las métricas técnicas.

Rentabilidad a largo plazo en relación con otros sectores

A largo plazo, las compañías de seguros cotizadas han registrado un nivel de rentabilidad comparable al de empresas de otros sectores. A la hora de comparar el ROE a largo plazo del sector de no vida con el de otros sectores, es importante la elección de los índices y periodos de tiempo de referencia. En una comparación más general, todas las compañías de seguros de no vida cotizadas de EE. UU., tomadas como un grupo²³, obtuvieron peores resultados que el índice S&P 1500 a lo largo de los 10 años anteriores en términos de ROE medio (véase la Tabla 3). En una comparación más restringida, las compañías de no vida de elevada capitalización parecen haber obtenido peores resultados que el índice de elevada capitalización S&P 500 en las ventanas tanto de 10 como de 20 años. Al mismo tiempo, las compañías de no vida de capitalización media obtuvieron mejores resultados a más largo plazo, pero peores a lo largo de los últimos 10 años en comparación con el índice de capitalización media S&P 400; y las compañías de no vida de baja capitalización tuvieron un ROE más elevado que el índice de baja capitalización S&P 600 para ambos periodos.

¹⁹ Una relación negativa entre la rentabilidad técnica y los tipos de interés implica una relación positiva entre los tipos de interés y la ratio combinada (que es el reflejo exacto del resultado técnico).

²⁰ Excluida China. Tan sólo Australia, Canadá, Alemania, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y EE. UU.

²¹ Las ratios combinadas para Australia corresponden al periodo 2003–2017; las de Italia, al periodo 1998–2017; y las de Japón, al periodo 1977–2016.

²² Boubaker, H. y Sghaier, N., «How Do the Interest Rate and the Inflation Rate Affect the Non-Life Insurance Premiums?», *Bulletin Français D'Actuariat*, vol. 12, 2012. [http://www.ressources-actuarielles.net/EXT/IA/sitebfa.nsf/0/5DE60207B68B854DC1257AA3006D3B0F/\\$FILE/24_Article4.pdf?OpenElement](http://www.ressources-actuarielles.net/EXT/IA/sitebfa.nsf/0/5DE60207B68B854DC1257AA3006D3B0F/$FILE/24_Article4.pdf?OpenElement). Véase también *sigma* 4/2010: El impacto de la inflación en las aseguradoras, Swiss Re.

²³ Datos legales de ROE procedentes de A.M. Best, frente a datos de ROE de Bloomberg para todas las demás categorías/índices.

La mayoría de las compañías de no vida de EE. UU. tuvieron un ROE más elevado que sus homólogas de vida y salud y bancarias a lo largo de los últimos 10 y 20 años.

En cambio, las compañías de no vida de todos los tamaños tuvieron, de media, un ROE más alto que sus homólogas de Vida y Salud (L&H, por sus siglas en inglés) y bancarias a lo largo de los horizontes temporales tanto de 10 como de 20 años, con la excepción del índice de vida y salud de capitalización media a lo largo de la década anterior y los bancos de elevada capitalización a lo largo de un periodo más largo. El horizonte temporal más largo incluye las pérdidas (incluyendo la evolución negativa) del prolongado periodo de debilidad del mercado de finales de la década de 1990 y las imprevistas pérdidas catastróficas derivadas de los atentados terroristas de las Torres Gemelas y el huracán Katrina. El periodo de 10 años más reciente incluye la época posterior a la crisis financiera global y el entorno resultante de bajos tipos de interés.

Tabla 3
ROE medio de las compañías cotizadas de EE. UU.*, 1998–2017

ROE medio	10 años	20 años
Compañías de no vida cotizadas de EE. UU.*	7,9%	9,0%
Índice S&P 1500	11,9%	no disponible
Compañías de no vida elevada capitalización	8,6%	10,1%
Compañías de vida y salud elevada capitalización	7,8%	9,0%
Bancos de elevada capitalización	5,9%	11,0%
Índice de elevada capitalización S&P 500	12,6%	13,3%
Compañías de no vida capitalización media	6,8%	10,5%
Compañías de vida y salud capitalización media	7,3%	9,1%
Bancos de capitalización media	5,2%	9,4%
Índice de capitalización media S&P 400	8,0%	9,3%
Compañías de no vida baja capitalización	7,9%	8,8%
Compañías de vida y salud baja capitalización	6,3%	7,7%
Bancos de baja capitalización	4,2%	8,5%
Índice de baja capitalización S&P 600	4,9%	6,6%

Nota: Los datos por sectores de Bloomberg (vida y salud, no vida, bancos) corresponden a compañías incluidas dentro de los respectivos índices de S&P. Los índices de no vida de Bloomberg no incluyen a Berkshire, AIG o Hartford, que se clasifican como Finanzas Diversificadas (Berkshire) y Aseguradoras Multirrama (AIG, Hartford).

Fuente: A.M. Best, Bloomberg, Swiss Re Institute.

Existen ciertas salvedades a la comparabilidad directa del ROE de los índices de no vida y sus respectivos parámetros de referencia en S&P.

Ciertas salvedades limitan la comparabilidad directa del ROE del sector de los seguros de no vida y las respectivas referencias en S&P. En particular: (1) las industrias con un uso intensivo de capital, más allá del sector financiero, utilizan deuda para financiar sus activos; y (2) los balances y el capital de los accionistas de la mayoría de las empresas de servicios no incluyen importantes activos intangibles como las relaciones con los clientes, los datos, la marca, etc., inflando así la métrica del ROE. Por contra, las aseguradoras de no vida retienen capital a modo de colchón de reserva para costes imprevistos de siniestros, y la mayor parte de las operaciones se autofinancian por medio del flujo de caja de las primas, que se pagan por adelantado.

Las diferencias en la relevancia del patrimonio neto como medida de los activos productivos de una compañía se reflejan en las ratios precio/valor contable.

Estas diferencias en la relevancia del patrimonio neto como medida de los activos productivos de una compañía se reflejan en las ratios precio/valor contable. A lo largo de los últimos cinco años, las ratios precio/valor contable oscilaron entre 3 y 5 para sectores tales como materiales, asistencia sanitaria, industriales, tecnología de la información, y bienes de primera necesidad en el índice S&P 500²⁴. En comparación, la ratio media precio/valor contable de los seguros de no vida en EE. UU. fue de 1,4.

²⁴ Datos de Bloomberg.

Tendencias de la rentabilidad a largo plazo

Al igual que las tendencias de la rentabilidad, a largo plazo el rendimiento en los mercados bursátiles del sector de los seguros de no vida ha sido similar al de los valores de referencias del mercado.

De forma similar a la comparación intersectorial de la rentabilidad, el rendimiento en los mercados bursátiles de las aseguradoras de no vida y el de las empresas del índice S&P se mantuvieron prácticamente en línea desde 1998 hasta 2017. La Tabla 4 muestra el rendimiento medio de los índices de retorno total de Standard & Poor's para las aseguradoras de no vida en comparación con los índices de las aseguradoras de vida, los índices bancarios y los valores de referencia de S&P.

Tabla 4
Rendimiento medio en los mercados bursátiles de las compañías estadounidenses del S&P 1500, 1998–2017

Rendimientos totales medios	10 años	20 años
Compañías de no vida elevada capitalización	9,9 %	8,9 %
Compañías de vida y salud elevada capitalización	9,5 %	9,3 %
Bancos de elevada capitalización	6,2 %	6,9 %
Índice de elevada capitalización S&P 500	9,3 %	8,9 %
Compañías de no vida capitalización media	11,7 %	13,9 %
Compañías de vida y salud capitalización media	19,3 %	17,4 %
Bancos de capitalización media	4,2 %	8,0 %
Índice de capitalización media S&P 400	11,0 %	12,4 %
Compañías de no vida baja capitalización	8,6 %	11,2 %
Compañías de vida y salud baja capitalización	5,0 %	9,3 %
Bancos de baja capitalización	5,9 %	9,1 %
Índice de baja capitalización S&P 600	11,0 %	11,5 %

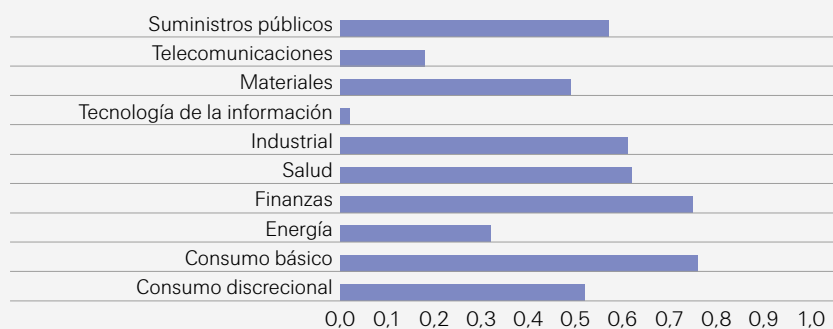
Nota: Los datos por sectores de Bloomberg (vida, no vida, bancos) corresponden a compañías incluidas en el índice S&P 500, no a todas las sociedades cotizadas de cada sector (es decir, no se recoge el rendimiento de las empresas de capitalización baja y media).

Fuente: Bloomberg.

Los títulos del sector asegurador agregan valor mediante la diversificación.

Un segundo elemento de atracción para los inversores radica en cómo y hasta qué punto un sector aporta ventajas a una cartera en términos de diversificación. Tal y como se aprecia en la Figura 15, el índice de no vida tiene una correlación relativamente baja con algunos de los restantes sectores industriales del S&P 500, en particular la tecnología y las telecomunicaciones. Por tanto, los valores de compañías de seguros se consideran un complemento atractivo para una cartera de inversión diversificada.

Figura 15:
Correlación de las rentabilidades por valorización del índice de aseguradoras de no vida del S&P 500 con otros subsegmentos del S&P, enero de 1998 – mayo de 2018



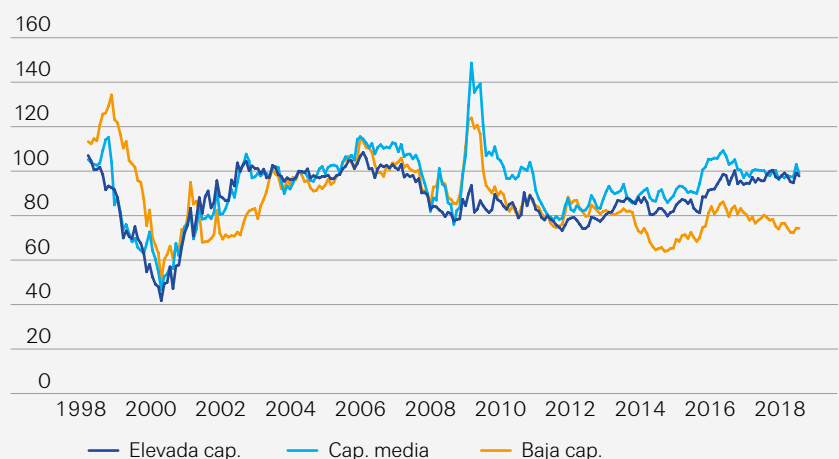
Fuente: Bloomberg, cálculos de Swiss Re Institute.

Se pueden extraer una serie de observaciones interesantes de una detallada comparación de los subíndices de no vida con los valores de referencia.

La Figura 16 compara la evolución de los subíndices de seguros de no vida de EE. UU. con las muestras de referencia completas de empresas de capitalización elevada, media y baja. También ensayamos modelos estadísticos de estas tres métricas de valoración con variables explicativas de rentabilidad, tipos de interés e inflación, y hemos realizado algunas observaciones dignas de mención:

- A lo largo de periodos de tiempo prolongados (por ejemplo, 2001–2008 y 2010–2015), no apreciamos ninguna diferencia sustancial en el rendimiento, salvo para las de baja capitalización. Desde 2014, la valoración de las aseguradoras de baja capitalización se ha visto sometida a una presión mayor que la de las entidades de mayor tamaño, tal y como refleja la menor variación con respecto al índice de mercado de las de gran capitalización.
- Las aseguradoras registraron peores resultados durante la burbuja de internet (1999-2000) y mejores durante la crisis financiera (2008–2009). El de los seguros de no vida es un sector diversificador si lo comparamos con los segmentos tecnológico y de telecomunicaciones, y mantiene una baja correlación con muchas otras industrias.
- Los tipos de interés son factores de valoración positiva. La inflación y las expectativas de inflación son, en su mayor parte, factores negativos.
- El ciclo de suscripción únicamente tiene una ligera influencia en las valoraciones relativas. Por un lado, ello puede deberse a los intervalos de tiempo existentes entre la suscripción de pólizas y el desarrollo completo de los costes de los siniestros, las distorsiones de los siniestros catastróficos y las incertidumbres acerca de las tendencias de la siniestralidad. Los cambios en el ciclo de tarificación no alteran de inmediato las métricas de valoración habituales del sector de no vida, tales como el valor contable por acción o el beneficio por acción. Por otro lado, los inversores tienen miras amplias y pueden centrarse en los resultados más allá del ciclo.

Figura 16:
Índices de precios de las aseguradoras de no vida en relación con ese segmento del S&P, enero de 1998 – mayo de 2018 (enero de 2004 = 100)



Fuente: Bloomberg

El ciclo de rentabilidad del sector de no vida

El ciclo de rentabilidad de no vida es un patrón recurrente de altibajos en los precios del sector y los beneficios técnicos.

Un análisis de las ratios combinadas de los grandes mercados de no vida revela la existencia de ciclos de suscripción.

Cabría esperar que, impulsados por el avance de la globalización, los ciclos de suscripción estén cada vez más correlacionados.

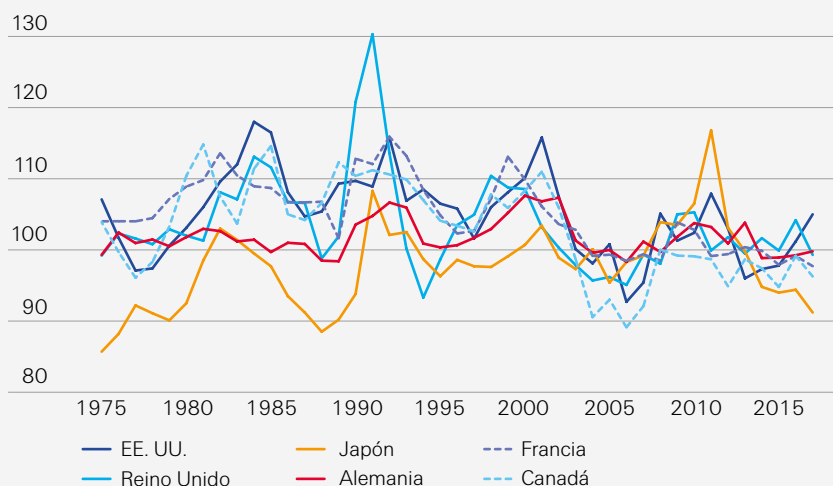
Históricamente, el ciclo de la rentabilidad global del sector de los seguros de no vida ha sido un patrón recurrente de altibajos en los precios del sector y los beneficios técnicos. En periodos de «mercados débiles», hay seguros disponibles, abunda la capacidad y los precios caen, provocando, en último término, una disminución de los beneficios. En épocas de «mercados duros», es más difícil obtener cobertura y los precios suben, en ocasiones de forma brusca, lo cual contribuye a restablecer la rentabilidad.

Una serie de estudios previos han utilizado técnicas estadísticas para demostrar la existencia de ciclos de suscripción en los grandes mercados de no vida²⁵. Basándonos en un análisis de los históricos actualizados de las ratios combinadas correspondientes a seis países, descubrimos que la extensión media de un ciclo completo, de valle a valle, varía entre seis y nueve años²⁶. Los datos también revelan que, si bien persiste el componente cíclico en las ratios combinadas del ejercicio, el ciclo parece haberse alargado desde comienzos de la década de 1980, cuando los bancos centrales desplazaron el centro de atención de sus políticas hacia la lucha contra la inflación y muchas áreas de la industria de los servicios financieros sufrieron un proceso de desregulación.

Correlación de las ratios combinadas entre países y ramos

Si los ciclos de suscripción se ven influidos por factores económicos exógenos y las economías están cada vez más integradas a escala mundial, cabría esperar un incremento de la correlación de los ciclos de suscripción entre países. La creciente globalización de la industria de los seguros y reaseguros también contribuiría a esa convergencia de los mercados en un mismo ciclo de suscripción. Sin embargo, a primera vista, una serie temporal de ratios combinadas más larga, la del periodo 1975–2015, revela un panorama mixto (véase la Figura 17). Algunos mercados –tales como EE. UU. y Canadá– parecen guardar una estrecha correlación, mientras que otros, como Alemania y Japón, siguen patrones más independientes.

Figura 17:
Ratios combinadas del ejercicio de los grandes mercados, 1975–2017



Nota: Australia, China e Italia están excluidas de la cifra porque no se dispone de un histórico de datos de la misma extensión.

Fuente: Swiss Re Institute

²⁵ Véase, por ejemplo, Cummins, J. D. y Outreville, J. F., «An International Analysis of Underwriting Cycles in Property-Liability Insurance», *Journal of Risk and Insurance*, junio de 1987, pp. 245–262; Harrington, S. E. y Niehaus, G., «Volatility and Underwriting Cycles», en Dionne, G. (ed.), *Handbook of Insurance*, 2000, pp. 657–686; y Swiss Re, *sigma* N.º 5/2001.

²⁶ Los seis mercados son EE. UU., Canadá, Reino Unido, Alemania, Francia, Japón.

La correlación internacional de los ciclos de suscripción fue mayor en los últimos 20 años que en el periodo 1975-1995.

Se supone que, con el tiempo, la correlación se habrá reforzado gracias a una mayor integración de los mercados de capital. Ese debería ser el caso, en particular, de los mercados de la Europa continental tras la desregulación del sector de los seguros ocurrida a partir de 1996, la cual eliminó la reglamentación de tarifas y formularios y abrió los mercados al negocio transfronterizo. Para poner a prueba esta hipótesis, dividimos la serie temporal de ratios combinadas del ejercicio en muestras anteriores y posteriores a 1996, y analizamos la media de las correlaciones por parejas entre EE. UU., Canadá, Reino Unido, Alemania y Francia²⁷. Descubrimos que la correlación media por parejas entre estos mercados era considerablemente mayor en el periodo posterior a 1996, lo cual confirma la hipótesis de que la correlación internacional de los ciclos de suscripción era mucho mayor a lo largo de los últimos 20 años (1996–2017) que a lo largo de las dos décadas anteriores (1975–1995).

Las ratios operativas dentro de las categorías de los ramos de no vida presentan una mayor correlación que la existente con otras categorías.

Otra cuestión es si existen diferentes ciclos para diferentes ramos de seguro. Cuanto menos correlacionados estén, mayor será la diversificación de los resultados técnicos entre los distintos segmentos de mercado, lo cual reduciría el coste de capital para las aseguradoras más diversificadas. Con este fin, analizamos las ratios operativas²⁸ de los grandes ramos en EE. UU. Si bien observamos un patrón cíclico general, existía un elevado grado de variación debido a los siniestros catastróficos y, hasta cierto punto, a los ciclos de tarificación específicos de cada ramo. Por término medio, las correlaciones son mayores entre categorías de ramos de daños patrimoniales – debido a su exposición común a los siniestros catastróficos– y entre categorías de ramos de accidentes y responsabilidad civil. Como era de esperar, las correlaciones son menores entre los ramos de daños y accidentes tomados como grupo (véase la Figura 18).

Figura 18:
Correlaciones entre ratios operativas para los principales ramos en EE. UU., 1976–2016

	Ramos de Accidentes					Ramos de Daños				
	Automóvil personal	Automóvil comercial	Accidentes laborales	R.C. general	Negligencia médica	HMP	CMP	Incendios y riesgos asociados	Transporte por vías navegables interiores	
Accidentes	Automóvil personal	1,00	0,63	0,68	0,51	0,38	0,28	0,44	0,12	0,08
	Automóvil comercial		1,00	0,34	0,56	0,51	0,28	0,78	0,31	0,54
	Accidentes laborales			1,00	0,53	0,21	0,42	0,44	0,04	0,02
	R.C. general				1,00	0,53	0,46	0,74	0,25	0,22
	Negligencia médica					1,00	0,12	0,41	-0,04	0,11
Daños	HMP					1,00	0,69	0,60	0,62	
	CMP						1,00	0,56	0,70	
	Incendios y riesgos asociados							1,00	0,69	
	Transporte por vías navegables interiores								1,00	

Nota: HMP = multirriesgo de hogar, CMP = multirriesgo comercial. Verde oscuro = máxima correlación, rojo oscuro = mínima correlación.
Fuente: A.M. Best, Swiss Re Institute.

²⁷ Italia, Australia y Japón están excluidas de este análisis, ya que no disponíamos de una serie suficientemente larga de datos históricos para Italia; y las correlaciones de Australia y Japón estaban distorsionadas por las catástrofes de 2011.

²⁸ Para tener en cuenta el valor temporal del dinero, que tiene un impacto en los ramos liquidables a largo plazo (long-tail) mayor del que tiene en los ramos liquidables a corto plazo (short-tail), asignamos una parte de los ingresos por inversiones al resultado técnico de cada ramo, basándonos en unas ratios medias de reserva para siniestros pendientes y en un tipo de interés a 3 años sin riesgo.

La oferta de seguros de no vida está impulsada, en gran medida, por el capital.

La capitalización de las aseguradoras de no vida se ha mantenido más o menos estable a lo largo de los cuatro últimos años.

Los cambios y la ambigüedad en lo que respecta a las tendencias de la siniestralidad alteran la capacidad proporcionada en relación con el capital disponible.

Un elevado rendimiento de las inversiones también puede dar lugar a un comportamiento más competitivo.

¿Qué impulsa el ciclo de suscripción?

La oferta de seguros de no vida está impulsada, en gran medida, por el capital. A la larga, la mayor parte del crecimiento del capital es orgánica y viene de dentro de la industria a través de los beneficios no distribuidos y las ganancias de capital sobre los activos invertidos. El capital puede aumentar más (o menos) si las pérdidas técnicas son menores (o mayores) de lo esperado. El nuevo capital entra en la industria aseguradora a través de compañías innovadoras de nueva creación (start-ups), a menudo radicadas en otras jurisdicciones, y por medio de inyecciones de capital en las compañías de seguros ya establecidas. Además, vehículos alternativos de transferencia de riesgos tales como cautivas, grupos de retención de riesgos y títulos referenciados a un índice complementan y compiten con la oferta tradicional de las aseguradoras. Por regla general, las salidas de capital adoptan la forma de pérdidas netas, dividendos a los accionistas e inversiones en autocartera.

El volumen del capital de seguros de no vida incluido en nuestra muestra de los nueve grandes mercados aumentó de menos de 900 000 millones de USD a finales de 2007 a alrededor de 1,1 billones de USD una década más tarde. El crecimiento medio a lo largo de esos 10 años fue del 2,3 %, más o menos en línea con el ritmo de crecimiento medio anual de las primas. El periodo incluyó la crisis financiera global de 2008/09, las elevadas pérdidas catastróficas de 2011 y 2017, y una estrategia de gestión del capital más activa por parte de numerosas compañías con el fin de evitar un gran exceso de capacidad. La década anterior registró un incremento de las ratios de solvencia ligeramente mayor, pese a las enormes pérdidas de capital acaecidas durante el colapso de los mercados bursátiles de 2001/02. En cambio, a lo largo de los cuatro últimos años, la capitalización del sector de no vida se ha mantenido más o menos estable.

Si bien los términos «capital» y «capacidad» a menudo se utilizan indistintamente, es importante diferenciarlos. Los cambios en las tendencias de la siniestralidad o las pérdidas previstas alteran la relación entre el capital del sector y la capacidad que se ofrece en el mercado. Un incremento de las pérdidas previstas y una mayor incertidumbre respecto de los parámetros que determinan la expectativa de pérdidas pueden provocar una reducción de la capacidad, aun cuando el volumen total de capital siga siendo el mismo. Las aseguradoras deben retener capital adicional para esas pérdidas imprevistas, sustrayendo así capacidad al mercado. El mercado más duro y difícil que se recuerda se dio durante la crisis estadounidense de responsabilidad civil de mediados de la década de 1980, que fue provocada por un fuerte incremento de la frecuencia y la gravedad de las reclamaciones de responsabilidad civil. Asimismo, los huracanes Andrew (1992) y Katrina (2005), y el siniestro de las Torres Gemelas (2001) dejaron al descubierto riesgos no identificados o no modelizados que generaron déficits de capacidad y subida de las tarifas en el segmento de las catástrofes patrimoniales, con repercusiones de gran alcance en el mercado de los seguros primarios. Los acontecimientos de la temporada de catástrofes de 2017 entran más bien en la esfera de los resultados previstos en el modelo.

Los rendimientos de las inversiones son también un factor externo importante a la hora de determinar los precios de los seguros y reaseguros. En el pasado, unos elevados retornos de la inversión fomentaron el empleo del cash flow underwriting y agravaron la debilidad de los mercados, muy en particular entre 1997 y 2000. Sin embargo, el entorno de bajos rendimientos de la última década ha desalentado en gran medida el empleo de esta estrategia. En su lugar, el mercado se ha venido debilitando incluso con bajos rendimientos debido al exceso de capacidad y a las favorables tendencias de la siniestralidad.

La tarificación de los seguros avanza tan sólo gradualmente.

Una última fuerza del mercado sumamente importante es la inercia. Las tendencias de las primas tan sólo cambian gradualmente y dependen en gran medida de la dinámica del año anterior, un factor institucional en los mercados en los que las tarifas requieren la aprobación de los reguladores. El periodo de tiempo que transcurre desde que surgen las tendencias de la siniestralidad hasta que se solicitan cambios en las tarifas basados en esas tendencias y se implantan nuevas tarifas tras la aprobación puede ser muy largo. Esto suele entrañar más problemas para los ramos personales que para los comerciales, que, en su mayor parte, están desregulados. La parcialidad a la hora de tomar decisiones como consecuencia de la dificultad que tienen las aseguradoras para predecir el verdadero coste de una póliza también desempeña un papel en esta tendencia a la inercia. Sobre todo en los ramos liquidables a largo plazo (long-tail), los factores que determinan las tendencias de la siniestralidad se concretan con cierto retraso. Así pues, las aseguradoras fijan unos objetivos de tarifas basándose en una combinación de ciencias actuariales y señales externas del mercado, incluyendo el precio del año anterior y las tendencias medias del mercado. Los corredores desempeñan un importante papel a la hora de moldear las percepciones de las tendencias del mercado y contribuir a un proceso colectivo de aprendizaje adaptativo. Por último, las aseguradoras analizan su actual rentabilidad antes de fijar sus objetivos de tarifas, lo cual añade otro retraso más.

¿Cómo ha sido el último ciclo en comparación con el pasado?

Las conmociones en materia de siniestros y de activos ya han provocado un endurecimiento del mercado en el pasado.

Un análisis de los ciclos pasados nos permite identificar dos grandes tipos de acontecimientos que han desencadenado los dos últimos endurecimientos generalizados del mercado de los seguros de no vida: conmociones en materia de siniestros y conmociones en materia de activos. El difícil mercado de 1984/85 lo provocó la crisis de responsabilidad civil de EE. UU., que, hasta la fecha, sigue siendo la experiencia de pérdida técnica más grave que ha vivido la industria estadounidense. La crisis surgió debido a una escalada de las pérdidas, en especial derivadas de reclamaciones de responsabilidad medioambiental y por amianto, y a la elevada incertidumbre acerca de la futura evolución de la siniestralidad. Eso, unido a una reducción de la capacidad, provocó un tremendo incremento de los precios y, visto en retrospectiva, una excesiva acumulación de reservas, seguida de un periodo de 10 años durante el cual unos precios y unas reservas desorbitados fueron, poco a poco, volviendo a su cauce. La crisis llegó hasta el mercado londinense a través de los seguros y reaseguros internacionales y fue uno de los detonantes de la crisis de Lloyd's de comienzos de la década de 1990. El difícil mercado de 2001/04 tuvo una doble motivación en el siniestro catastrófico de las Torres Gemelas y el colapso mundial de las bolsas de 2000–2003 tras el estallido de la burbuja tecnológica, dando como resultado una pérdida de capital mayor que en otros ciclos.

Sin embargo, grandes catástrofes no garantizan el impacto en el mercado...

El efecto de los siniestros catastróficos en la tarificación es menor hoy en día del que era en el pasado, y ello es debido a que las pérdidas derivadas de grandes acontecimientos catastróficos son rápidamente repuestas por nuevo capital aportado tanto por las aseguradoras tradicionales como por medio de vehículos de capital alternativo. Si el capital es abundante o la rentabilidad es fuerte, el impacto de las grandes catástrofes se reduce. Por ejemplo, el impacto del terremoto de Northridge (1994) se vio contrarrestado por unos sólidos retornos de las inversiones y por la liberación de reservas, mientras que el huracán Sandy (2012) se compensó con una elevada capacidad y, de nuevo, con la liberación de reservas. A menos que las catástrofes alteren la percepción del riesgo que tiene el mercado a largo plazo (por ejemplo, riesgo de terrorismo, inundaciones), su impacto es limitado y pasajero.

...ni tampoco lo hacen las conmociones en materia de activos.

La crisis financiera de 2008/09 no hizo que el mercado de los seguros se endureciera, pese al consiguiente colapso de los mercados de renta variable, la disminución de valor de los títulos respaldado por activos, y el completo agotamiento de las fuentes de liquidez y de capital externas. Las considerables pérdidas de capital no provocaron un endurecimiento del mercado porque los aseguradores y reaseguradores

El ciclo de rentabilidad del sector de no vida

recurrieron al *cash flow underwriting* a medida que iban desapareciendo las fuentes de liquidez externas. Otra lección que debemos aprender de este episodio es la dependencia que tiene el poder para fijar los precios de las aseguradoras respecto de la salud del pool de producción/riesgo subyacente: las primas de los seguros comerciales no subieron en 2009/10 porque, en conjunto, las corporaciones estaban limitadas en su capacidad para pagar más.

Tendencias favorables de la siniestralidad liberaron capacidad y redujeron la demanda de seguros de accidentes y responsabilidad civil en el ciclo actual.

Otro factor importante del ciclo actual ha sido el crecimiento inusualmente bajo de la siniestralidad en los seguros de accidentes y responsabilidad civil hasta hace aproximadamente dos o tres años. La baja inflación de los salarios y de la asistencia sanitaria tras la crisis financiera es una de las fuerzas económicas que se esconden tras la favorable inflación de las reclamaciones de responsabilidad civil. El reducido crecimiento de las reclamaciones ha cercenado la demanda de seguros de accidentes y responsabilidad civil y alentado la liberación de reservas, que han durado mucho más de lo que cabría esperar en un típico patrón cíclico. Al mismo tiempo, ha sido posible desplegar una mayor capacidad de suscripción de pólizas de accidentes y responsabilidad civil cuando cayó la demanda por parte de los clientes de seguros de ese tipo.

Además, actualmente los rendimientos de las inversiones son bajos debido a los bajos tipos de interés.

Además, el mercado actual se caracteriza por unos beneficios de inversión inusualmente bajos debido a los bajos tipos de interés, lo cual reduce los incentivos para recurrir al *cash-flow underwriting*, de modo que los aseguradores y reaseguradores tradicionales han sido capaces de mantener la disciplina de suscripción mucho más que a finales de la década de 1990. Por otro lado, el entorno general de bajos rendimientos de la economía ha hecho que los reaseguros de catástrofes patrimoniales sean una inversión relativamente atractiva, de manera que el capital alternativo ha aumentado con rapidez. Esta afluencia de capital alternativo es uno de los principales factores que explican el único, aunque moderado, endurecimiento de los seguros de catástrofes de EE. UU. tras los grandes siniestros catastróficos de 2017, y el exceso de capacidad resultante ha provocado un efecto en cascada que ha beneficiado también a otros ramos.

Cuantificando la actual brecha en la rentabilidad

En la actualidad, los mercados de no vida se encuentran en un periodo de transición en la tarificación, si bien subsiste una importante brecha en la rentabilidad.

Los supuestos de nuestro escenario:

Los rendimientos de las inversiones han tocado fondo, pero es poco probable que aumenten de un modo espectacular.

Los ratios de solvencia y el apalancamiento de activos ya alcanzaron su nivel máximo en una etapa anterior del ciclo y, en nuestro escenario, se muestran en sus niveles de 2017.

Los tipos impositivos se han fijado en su media de los últimos 10 años.

Los objetivos de ROE se han fijado próximos a los rendimientos medios a largo plazo.

¿Cuánto más necesitan subir las primas?

Consideramos que los mercados de seguros de no vida se encuentran en un periodo de transición entre una prolongada debilidad y un endurecimiento. Las primas de los ramos comerciales y de los reaseguros comenzaron a subir a finales de 2017. Además, los precios de los ramos personales llevan varios años subiendo moderadamente en Australia, Japón, EE. UU. y Canadá, pero mantienen su tendencia a la baja en otros mercados. Está por ver cuán fuerte y sostenible es la recuperación. Las aseguradoras necesitan continuar mejorando sus resultados técnicos si pretenden poner remedio a los actuales déficits en materia de ROE.

Para ilustrar las principales conclusiones de este estudio acerca de la brecha existente en la rentabilidad, en la Tabla 5 planteamos un escenario contable para los principales mercados. Los siguientes supuestos son clave a la hora de moldear nuestra visión de las perspectivas a medio plazo:

- Los rendimientos de las inversiones han tocado fondo dada la larga caída de los tipos de interés, pero, al mismo tiempo y según nuestras previsiones en materia de tipos de interés, no parece que vayan a aumentar drásticamente en un futuro próximo. Como base para la evaluación de la brecha en los beneficios, hemos utilizado los rendimientos efectivos de 2017, excluyendo las ganancias de capital realizadas y no realizadas, ya que deseábamos reflejar la típica contribución actual a los beneficios procedente de la inversión. Las diferencias en los rendimientos de inversión entre países reflejan las diferencias de los tipos de interés a largo plazo, la composición de los activos y los principios de contabilidad.
- Los ratios de solvencia y el apalancamiento de activos se muestran también en sus niveles reales de 2017. Ambas medidas alcanzaron su nivel máximo en una etapa anterior del ciclo de suscripción. Las tendencias a corto plazo se ven fuertemente influidas por las medidas de gestión del capital y las fluctuaciones del valor de los activos. Las tendencias a largo plazo vienen determinadas por las tendencias de la exposición.
- Los tipos impositivos reflejan la media de los últimos 10 años, excluyendo aquellos años con valores negativos de ingresos antes de impuestos, ya que estos no contribuyen a la hora de calcular la carga impositiva normal de un ejercicio con beneficios positivos. No hemos ajustado los valores para tener en cuenta los efectos de la reforma fiscal estadounidense, dado que no sabemos cómo afectarán finalmente al sector las disposiciones del impuesto contra la erosión de la base imponible y de anti-abusos (BEAT, por sus siglas en inglés).
- Los objetivos de ROE se han fijado para que se aproximen a los rendimientos medios a largo plazo, ajustados para los efectos inflacionistas, y se refieren a ROEs de mercado, incluyendo mutuas. De media, las compañías cotizadas tienen unos ROEs más altos que las mutuas, pero, para representar un panorama de mercado completo, es necesario tener en cuenta a todos los actores²⁹. Escogimos un objetivo un tanto superior para Australia, del 12 %, en comparación con el 10 % de otros mercados maduros, con el propósito de reflejar el apalancamiento de capital un tanto más agresivo y los superiores niveles históricos de rendimiento imperantes allí. Asimismo, el objetivo de ROE elegido para China, del 15 %, se basa en el apalancamiento de capital y las mayores expectativas de retorno de las economías emergentes.

Dados los rendimientos de inversión efectivos, los tipos impositivos medios y la ratio de solvencia, el objetivo de ROE se traduce en un objetivo de resultado técnico para cada país. La diferencia con el resultado técnico ilustra y cuantifica la necesidad de mejorar las primas.

²⁹ Véase el recuadro «Motores de la rentabilidad de los seguros de no vida de EE. UU.», en la página 19.

Cuantificando la actual brecha en la rentabilidad

Tabla 5
Estimación de la brecha de rentabilidad

En % de las primas netas, a menos que se marque con +	2017	2017	2017	2017	2017	2017	2016	2017	2017
	EE. UU.	Canadá	Reino Unido	Alemania	Francia	Italia	Japón	Australia	China
Objetivo de ROE +	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	12,0%	15,0%
Ratio de solvencia	116,8%	104,4%	107,3%	115,3%	109,8%	107,5%	126,0%	80,0%	44,9%
Margen de beneficios [después impuestos]	11,7%	10,4%	10,7%	11,5%	11,0%	10,8%	12,6%	9,6%	6,7%
Tipo del impuesto de sociedades +	20,9%	21,7%	18,3%	18,7%	28,3%	22,5%	35,6%	26,3%	22,4%
Margen de beneficios antes de impuestos]	14,8%	13,3%	13,1%	14,2%	15,3%	13,9%	19,6%	13,0%	8,7%
Rendimiento de inversión +	3,0%	2,3%	2,6%	2,6%	2,1%	2,8%	1,7%	3,7%	3,8%
Apalancamiento de activos	272,9%	235,5%	274,6%	286,2%	336,4%	296,4%	284,4%	194,8%	166,4%
Resultado neto de inversión	8,2%	5,5%	7,0%	7,5%	7,1%	8,3%	4,9%	7,3%	6,3%
Otros gastos (beneficios)	0,6%	0,2%	0,0%	0,0%	-1,3%	-0,3%	-0,3%	0,0%	-0,4%
Objetivo de resultado técnico	7,2%	8,0%	6,1%	6,7%	6,9%	5,2%	14,4%	5,8%	2,0%
Resultado técnico	-3,9%	3,7%	0,2%	0,7%	2,1%	-0,7%	5,7%	7,4%	1,3%
Brecha	-11,1%	-4,4%	-5,9%	-6,0%	-4,7%	-5,9%	-8,8%	1,6%	-0,8%
Sorpresas catastróficas	4,4%	-1,3%	-2,9%	-0,9%	-1,8%	1,5%	3,9%	1,1%	-0,4%
Evolución de las reservas	1,2%	3,6%	n.a.	-0,5%	n.a.	5,0%	n.a.	4,0%	n.a.
Resultado técnico ajustado	-0,8%	-1,2%	-2,6%	0,3%	0,4%	-4,1%	9,5%	4,5%	0,8%
Brecha, resultados normalizados	-7,9%	-9,2%	-8,7%	-6,4%	-6,5%	-9,4%	-4,9%	-1,2%	-1,2%

+ excluyendo las ganancias de capital realizadas

Fuente: Swiss Re Institute

Para evaluar la rentabilidad del negocio, es preciso realizar ajustes para los cambios en las reservas y los siniestros catastróficos...

La información convencional de la contabilidad financiera plantea dos inconvenientes a la hora de evaluar la rentabilidad de la producción de no vida suscrita en 2017³⁰. En las filas inferiores de la Tabla 5, corregimos esas deficiencias en la medida en que disponemos de datos suficientes. Los inconvenientes son los siguientes:

- La información contable va por detrás de la rentabilidad de la producción actualmente suscrita debido al impacto de los cambios en las reservas en la «siniestralidad del ejercicio». Reforzar o liberar reservas para siniestros pendientes correspondientes a ejercicios de suscripción anteriores no guarda relación con las condiciones de suscripción de la producción actual y, por tanto, puede distorsionar considerablemente los datos. Hemos realizado ajustes para reflejar la desviación de los patrones de reserva normales con el fin de estimar el impacto de los ciclos de reservas en la producción en curso. No hemos podido realizar esos ajustes para Reino Unido, Francia, Japón y China por falta de datos.
- Los siniestros catastróficos son aleatorios y, por consiguiente, generan cambios en las ratios de pérdidas que no reflejan los cambios reales en las tendencias de la tarificación o la siniestralidad, lo cual puede provocar graves malentendidos en la interpretación de las tendencias de la siniestralidad. Hemos sustituido las pérdidas catastróficas reales de cada país por un valor previsto³¹ para corregir y tener en cuenta la posible influencia del riesgo eventual.

...con el efecto de que se amplía la brecha de rentabilidad estimada.

El efecto de los dos ajustes es el de ampliar la brecha de rentabilidad existente para todos los mercados, salvo EE. UU. y Japón, ambos por pérdidas catastróficas superiores a la media³².

³⁰ 2016 en Japón.

³¹ Los valores previstos se determinan en el ámbito del mercado basándose en el análisis de las tendencias y no se basan en escenarios catastróficos modelizados.

³² En Japón, esas pérdidas más elevadas por catástrofes naturales se debieron al terremoto de Kumamoto y a varios tifones. En EE. UU., las pérdidas superiores a la media fueron causadas por los huracanes Harvey, Irma y María, y por las elevadísimas pérdidas derivadas de los incendios forestales.

Para cumplir los objetivos de ROE, el resultado técnico debe mejorar de 6 a 9 puntos porcentuales en los principales mercados occidentales.

La obtención de peores resultados es más llamativa en términos brutos, antes del reaseguro.

Es necesaria una considerable mejora tanto en precios como en suscripción.

La Tabla 5 indica que las aseguradoras de no vida de los principales mercados norteamericanos y europeos deben mejorar su margen técnico de 6 a 9 puntos porcentuales, dependiendo del mercado, para alcanzar un ROE razonable. La brecha es menor en los mercados de la región de Asia/Pacífico, esto es, Australia, China y Japón. Los márgenes técnicos deben subir alrededor de 5 puntos en Japón. Por su parte, Australia y China muestran una brecha de tan sólo 1 punto porcentual, y es que Australia ya había comenzado a experimentar importantes subidas de las tarifas y, por lo tanto, parece ir adelantada al ciclo de suscripción global.

Es importante señalar que el verdadero nivel de déficit en la tarificación es mayor en términos brutos de lo que muestran los resultados netos, puesto que las aseguradoras han mejorado sus resultados técnicos a través del reaseguro. La presión para aumentar las primas es mayor si los inversores esperan unos objetivos de ROE más ambiciosos. En particular, este podría ser el caso en mercados en los que los resultados técnicos pasados han sido extremadamente volátiles, tal como Reino Unido, o han sido más sólidos como consecuencia de un mayor nivel de apalancamiento de capital, como en Australia. La brecha en China, el único mercado emergente de nuestra muestra, también sería mayor para aquellos inversores que esperen unos objetivos de ROE más elevados, por ejemplo, mediante un incremento del apalancamiento de capital para situarse más en línea con los restantes mercados.

La presión de precios que soportan las aseguradoras ha avivado el interés por la innovación. Reducir los gastos y racionalizar el proceso de tramitación de siniestros mejora el resultado técnico. Tras una década de bajo crecimiento orgánico y tarificación débil, las aseguradoras han puesto en marcha eficiencias operativas por medio de la innovación, pero esas medidas no serán suficiente para alcanzar los objetivos de beneficios. Lo que se necesita es una importante mejora de las tarifas y de los resultados técnicos.

Perspectivas para la economía y para las aseguradoras de no vida

El esperado cierre, en 2018, de la brecha en materia de resultados económicos anuncia un cambio de entorno para las aseguradoras de no vida...

...pero no tanto como para cerrar por completo sus actuales brechas de rentabilidad.

Las presiones de precios van en aumento, en particular en las economías avanzadas.

En nuestra opinión, los riesgos de la inflación son mayores en EE. UU. que en la zona euro.

Las tendencias de la inflación de los salarios y la asistencia sanitaria son de especial importancia para las aseguradoras de no vida.

Un cambio en los factores macroeconómicos subyacentes anuncia un nuevo entorno para las aseguradoras de no vida. La economía mundial ha tardado mucho en recuperarse de la recesión que siguió a la crisis financiera de 2007/08. El lento crecimiento económico, el favorable panorama de inflación, y el prolongado entorno de bajos tipos de interés han afectado a la rentabilidad del sector de los seguros de no vida.

El crecimiento económico subyacente mejoró considerablemente en 2017 y está previsto que la brecha de producción global se cierre en algún momento de 2018³³. La reducción de esa brecha está ejerciendo una presión al alza sobre la inflación y los tipos de interés, esto último a medida que los bancos centrales de numerosos países comienzan a retirar los estímulos monetarios para huir del sobrecalentamiento. La subida de los tipos de interés favorecerá los beneficios de las aseguradoras de no vida, aunque no esperamos que los tipos de interés a largo plazo aumenten de forma sustancial. Además, es probable que la aceleración de la inflación haga subir los costes de los siniestros, creando por tanto un efecto compensatorio de la rentabilidad. Así pues, consideramos que los acontecimientos económicos por sí solos no bastarán para cerrar la brecha de rentabilidad existente.

Perspectivas de inflación general y de los siniestros

Tras un prolongado periodo de baja inflación (la inflación media del G7 únicamente ha superado el 2 % en dos de los últimos 20 años), las presiones de precios parecen estar aumentando en la mayoría de las economías avanzadas. Lo dicho es especialmente cierto en mercados en los que la brecha de producción parece haberse cerrado ya, y es probable que las restricciones de la capacidad ejerzan una moderada presión alcista sobre los precios³⁴. En particular, según la Comisión de Presupuestos del Congreso de EE. UU., la brecha de producción estadounidense se cerró en el tercer trimestre de 2017 y, hasta la fecha, en 2018 la evolución del precio del petróleo ya ha hecho subir la inflación general³⁵. En nuestra evaluación, las economías emergentes aún tienen algo de margen y, por tanto, las presiones inflacionistas siguen estando más contenidas allí. En la emergente China, la inflación alcanzó una media del 2 % en los cinco primeros meses de 2018, un valor ligeramente superior a la media anual del 1,5 % registrada en 2017.

Aunque esperamos que la inflación aumente tan solo de forma paulatina y que se mantenga controlada mediante el endurecimiento de la política monetaria, también hemos de reconocer que un aumento de la inflación más brusco de lo previsto se ha convertido en un factor de riesgo muy importante. Los bancos centrales temen las posibles reacciones adversas de los mercados financieros a las subidas de tipos imprevistas, y la inacción política podría hacer que la inflación aumentara por encima de los niveles deseados. Así las cosas, en nuestra opinión el riesgo de inflación es mayor en EE. UU. que en la zona euro.

Más que la tendencia de la inflación general, es la inflación de los salarios y la asistencia sanitaria la que reviste especial importancia para las aseguradoras de no vida. La inflación de los salarios es uno de los factores clave de la gravedad de las reclamaciones por lesiones corporales como principal componente de los gastos de asistencia sanitaria, y también por la pérdida de ingresos del afectado. Por otro lado, la inflación de los salarios es también uno de los motores de los costes generales de reparación. Si bien el crecimiento del empleo y los salarios han comenzado a remontar recientemente en las principales economías, el ritmo de recuperación de los salarios se halla muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis en la mayor parte

³³ Kose, A., «Why the global economy could be turning a significant corner, in six charts», blogs.worldbank.org, 19 de enero de 2018, <http://blogs.worldbank.org/developmenttalk/why-global-economy-could-be-turning-significant-corner-six-charts>.

³⁴ *Ibíd.*

³⁵ Según la Comisión de Presupuestos del Congreso, la brecha de producción de EE. UU. se cerró en el tercer trimestre de 2017.

de los países. Esperamos que las recientes tendencias hacia una recuperación continúen a lo largo de los próximos años en un entorno de crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) primero por encima de la tendencia y, posteriormente, al ritmo de la tendencia, pero pensamos que la inflación salarial se mantendrá aún por debajo de los niveles previos a la crisis.

El crecimiento del gasto en asistencia sanitaria en los mercados avanzados ha estado relativamente contenido, pero esperamos una modesta aceleración en años venideros.

La evolución general del gasto en asistencia sanitaria (los crecientes costes de tratamiento) también influye en la gravedad de las reclamaciones por lesiones corporales. A lo largo de las dos últimas décadas, el crecimiento del gasto en asistencia sanitaria en un buen número de mercados avanzados ha superado el crecimiento nominal anual del PIB en aproximadamente un 1–2 %³⁶. El gasto en asistencia sanitaria se ha desacelerado desde mediados de la década de 2000 en varios de esos países y, al igual que las tendencias de los salarios y la inflación general, se ha mantenido relativamente contenido en el periodo posterior a la crisis. En los últimos años se ha producido una modesta aceleración y suponemos que esta continuará a lo largo de uno o dos años más, haciendo que aumente la gravedad de las reclamaciones por lesiones corporales y, posiblemente, menoscabando la idoneidad de las reservas en los ramos de accidentes y responsabilidad civil.

Es probable que una moderada reflación de las economías maduras vaya, poco a poco, elevando la gravedad de las reclamaciones.

Unos mercados laborales débiles redujeron la inflación general y de los siniestros a lo largo de los 10 años anteriores, y rebajaron la demanda de seguros de accidentes y responsabilidad civil. Pensamos que es probable que una moderada reflación de las economías maduras, en especial en lo tocante a la inflación de la asistencia sanitaria, vaya poco a poco elevando la gravedad de las reclamaciones, menoscabando la idoneidad de las reservas, y aumentando la demanda de seguros de accidentes y responsabilidad civil. A las aseguradoras también les preocupa el posible incremento de la frecuencia de las reclamaciones asociada a una economía con pleno empleo.

Además, las reclamaciones de responsabilidad civil podrían tender al alza en un entorno judicial y legislativo que avanza hacia una mayor protección del consumidor.

El cambiante entorno jurídico, que avanza hacia una mayor protección del consumidor, podría ser otro factor que contribuya a incrementar las reclamaciones de responsabilidad civil de productos y las demandas relacionadas con títulos valores alegando conducta fraudulenta, incumplimiento del deber y negligencia. Por ejemplo, en Australia las demandas colectivas relacionadas con títulos valores emprendidas por accionistas y la cuantía de las indemnizaciones resultantes han aumentado de forma considerable en los últimos cinco años. Este ha sido uno de los principales factores que han provocado la subida de las primas en la responsabilidad civil profesional y financiera. La creciente ola de proteccionismo del consumidor (en el sentido de una reglamentación de las demandas colectivas favorable al demandante), la frecuente implicación de despachos de abogados y la activa financiación de litigios por parte de terceros han contribuido a fomentar esta dinámica. A título anecdótico, la creciente inflación de las costas procesales también se ha hecho patente en EE. UU., donde se pronuncian más veredictos de abultada cuantía en causas de accidentes de vehículos comerciales, lo cual aumenta la gravedad de las reclamaciones.

Es posible que pronto las reservas resulten insuficientes en mercados clave como el de EE. UU.

Es posible que pronto las reservas resulten insuficientes en mercados clave como el de EE. UU. Las reservas acumuladas en tiempos de mercados duros están menguando y la idoneidad de las de ejercicios más recientes no está garantizada³⁷. Ello es debido a que (1) las reservas de ramos clave de responsabilidad civil se antojan deficientes y más escasas que en 2016, mientras que la presión a la baja que experimentan las primas de responsabilidad civil ha continuado hasta finales de 2017; (2) la situación de las pólizas de vehículos comerciales sigue pareciendo deficiente, a pesar de las considerables subidas de tarifas ocurridas durante 2016 y 2017; (3) se liberaron cuantiosas reservas en 2017, lo cual, unido a unas primas que siguen cayendo, es probable que menoscabe la idoneidad de las reservas globales; y (4) las favorables tendencias de la siniestralidad han impedido un grave deterioro de la ratio de pérdidas, pero, tal y como se comentó anteriormente, está previsto que esas

³⁶ Datos de 1998-2017 para Canadá, Alemania, Francia, Japón y EE. UU. basados en fuentes estadísticas nacionales.

³⁷ *IBNR weekly*, Dowling & Partners, 15 de marzo de 2018.

tendencias favorables se inviertan y comiencen a subir a lo largo de los próximos años. Con todo lo dicho, pensamos que las liberaciones de reservas acabarán dando paso a la necesidad de reforzar esas mismas reservas, si bien resulta difícil predecir cuándo ocurrirá todo eso.

Perspectivas para las primas

Tan solo esperamos una mejora moderada de la tarificación en los ramos comerciales para 2018...

En los ramos comerciales en general, tan solo esperamos una mejora moderada de la tarificación para 2018, con variaciones entre mercados y segmentos. En los últimos años, se ha producido una brusca aceleración de las reclamaciones en el mercado de los seguros de automóvil, en particular en EE. UU. En respuesta a ello, las primas de automóvil, tanto personales como comerciales, en EE. UU. han venido subiendo desde 2015, sin que haya indicios de moderación³⁸. La rentabilidad debería estar mejorando, pero aún queda mucho camino por recorrer para recuperar el terreno perdido frente al incremento de las tendencias de siniestralidad.

...con variaciones entre mercados y segmentos.

En Australia, hoy en día se acepta de forma generalizada la recuperación de las primas en ramos que tenían dificultades para obtener beneficios. En algunos de esos ramos, por ejemplo las pólizas de Administradores y Directivos (D&O, por sus siglas en inglés), esperamos un brusco incremento de las primas como consecuencia del agotamiento de la capacidad debido al aumento de los litigios. Y, en automóvil, piezas de importación más costosas y sistemas avanzados de asistencia a la conducción están aumentando los costes de reparación. Sin embargo, en China las primas del mercado, fuertemente dominado por los productos de automóvil, continúan bajo presión tras la liberalización de las tarifas del segmento ocurrida en julio de 2016³⁹. Y también en Japón las primas de automóvil parecen condenadas a bajar. Tras rebajar las primas del seguro obligatorio de automóvil en abril de 2017, los principales actores volvieron a anunciar bajadas de tarifas en enero de 2018, después de que el Organismo General de Calificación de Seguros (GIRO, por sus siglas en inglés) fijara unas tarifas orientativas más bajas para la cobertura voluntaria de automóvil con el fin de reflejar la disminución de la siniestralidad debido al uso generalizado de avanzados sensores en los vehículos⁴⁰.

Perspectivas para los tipos de interés y las inversiones

Los tipos de interés han permanecido bajos durante un periodo muy prolongado.

Antes de la crisis financiera global, el tipo de interés nominal de un bono del Tesoro estadounidense a 10 años se situaba, de media, en torno al 4,5 %, y el tipo de interés efectivo, definido como el tipo de interés nominal menos las expectativas de inflación, alrededor del 2 %. Mientras que las expectativas de inflación se mantenían relativamente estables (exceptuando una brusca bajada temporal en 2008), el tipo de interés efectivo experimentó una fuerte caída durante la recesión global, llegando a tocar fondo en -0,8 % en 2012. Desde entonces, el tipo de interés efectivo ha remontado hasta aproximadamente el 0,8 %, pero continúa por debajo de los niveles anteriores a la crisis.

Nuestras proyecciones básicas plantean tipos de interés relativamente bajos para los próximos años.

Se ha registrado un patrón similar en otros mercados del G7. En términos nominales, los tipos de interés se han mantenido en niveles bajos durante un periodo bastante prolongado, impulsados por una política monetaria sumamente acomodaticia, un exceso de ahorro debido a los acontecimientos demográficos y a la integración de China e India en la economía mundial, y posiblemente también unas menores

³⁸ Alcanzó una media cercana al 7 % en 2017 para automóviles personales, basándose en el subcomponente concreto del Índice de Precios al Consumo (IPC), y de en torno al 6 % para vehículos comerciales (basándose en la encuesta del Consejo de Agentes y Corredores de Seguros [CIAB, por sus siglas en inglés]).

³⁹ Comisión Reguladora de los Seguros de China, *Conferencia de Prensa sobre la Reforma de los Vehículos Comerciales*, 9 de junio de 2017, <http://circ.gov.cn/web/site0/tab7926/info4076940.htm> (solo en chino).

⁴⁰ Organismo General de Calificación de Seguros de Japón, *Announcement on the revision of the Reference Loss Cost Rates for voluntary automobile*, 9 de junio de 2017, https://www.giroj.or.jp/english/press_2017/20170609.pdf

necesidades de capital (inversión) en nuevas tecnologías. Nuestra perspectiva básica presupone que fuerzas seculares tales como el escaso crecimiento de la productividad, el envejecimiento de nuestras sociedades y una escasez global de activos seguros mantendrán los tipos efectivos en niveles relativamente bajos.

Creemos que la tendencia hacia una disminución de los rendimientos de inversión ha tocado fondo.

Más concretamente en lo relativo a los ingresos por inversiones de las aseguradoras, creemos que la tendencia hacia unos rendimientos de inversión cada vez menores ha tocado fondo. Con los tipos de interés en EE. UU. subiendo desde mediados de 2016, los rendimientos sustitutivos de las inversiones han mejorado. Esperamos que los tipos de interés en Europa suban moderadamente, y que los rendimientos efectivos regresen a territorio positivo en 2020. La subida adicional prevista para el tipo de interés de referencia en EE. UU. provocará una estabilización de la curva de rentabilidad y beneficiará al rendimiento del espectro de inversiones a corto plazo. Las carteras de bonos con vencimientos a largo plazo se renovarán de forma más paulatina, dado que, en su mayoría, las aseguradoras conservan los bonos hasta su vencimiento. Por consiguiente, los rendimientos medios seguirán a los crecientes rendimientos del mercado con cierto retraso, puesto que solo los nuevos flujos de caja se invertirán con esos rendimientos cada vez más elevados.

A las aseguradoras les beneficiarán unos tipos de interés más altos.

Cualquier incremento sostenido de los tipos de interés será beneficioso para los gestores de activos propios, incluidas las aseguradoras de no vida, dado que las inversiones en renta fija suponen alrededor del 70 % u 80 % de las inversiones de cartera en buena parte de los mercados del G7. Unos tipos más altos favorecerían unos rendimientos de inversión también más altos y unas mayores contribuciones a los beneficios por parte de la gestión de activos. Sin embargo, la subida de los tipos de interés puede ocasionar pérdidas contables a valor de mercado sobre la cartera de bonos de las aseguradoras, lo cual, dependiendo del régimen contable, podría reducir el patrimonio neto de las aseguradoras.

¿Cómo están afectando a la rentabilidad las inversiones en tecnología?

En los ramos personales, la distribución digital está desintermediando a los agentes tradicionales.

La tecnología afecta a la distribución en los ramos personales y comerciales de formas radicalmente distintas. La inversión tecnológica en los ramos personales se centra en la desintermediación. Las aseguradoras de ramos personales de EE. UU. han aumentado su uso de los canales de distribución directa hasta alcanzar el 16 % de sus ventas (una subida de 9,2 puntos porcentuales) en los últimos 20 años⁴¹. Pero la tecnología en la distribución es algo más que las ventas online, abarca también los modelos de distribución híbrida. A escala global, alrededor del 32 % del asesoramiento comercial y las cotizaciones de seguros de ramos personales de no vida se proporcionan a través de canales digitales⁴². Más allá del impacto en el mercado de una distribución digital en toda regla, los agregadores online han incrementado la transparencia en materia de precios, haciendo que el seguro de automóvil en particular se convierta en un producto de consumo. Las agencias independientes están perdiendo parte de su propuesta de valor, y los porcentajes de comisión y de gastos de los ramos personales están bajando.

Los corredores de primer orden están invirtiendo en sistemas de análisis digital para captar una mayor proporción de la cadena de valor de los seguros comerciales.

Esta tendencia también engloba a las pequeñas aseguradoras de ramos comerciales, aunque en menor medida. Lo más probable es que las pequeñas empresas adquieran su cobertura de accidentes laborales y responsabilidad civil a través de canales directos. En cambio, el grueso de las inversiones tecnológicas en los seguros comerciales provienen de corredores de primer orden y se centran en tratar de monetizar la información mediante la segmentación de clientes, el análisis técnico y la mercantilización de la producción. Las entidades aseguradoras pierden poder de negociación y los corredores fomentan la suscripción de toda la cartera utilizando sus nuevas instalaciones informatizadas. El aumento de los porcentajes de comisión en

⁴¹ *Ten key findings of the 2016 Agency Universe Study*, IIABSC, 2017.

⁴² *Reimagining insurance distribution*, Accenture, 2016.

La tecnología reduce los costes de los siniestros en ciertos ramos.

los ramos comerciales es un reflejo de esa mayor cuota de la cadena de valor de los seguros que los corredores de primer nivel han captado gracias a la compensación adicional de las aseguradoras.

En algunos mercados, tecnologías tales como la telemática han reducido la frecuencia y la gravedad de los siniestros. En Italia, por ejemplo, los dispositivos telemáticos han reducido el riesgo de fraude y han hecho posible una mejor determinación de los daños. En la actualidad, alrededor del 20 % de las pólizas de automóvil de Italia se comercializan a través de este sistema⁴³. Consideramos que el uso de la telemática se acelerará en toda Europa en los próximos años. Existen muchas otras áreas en las que las aseguradoras están aplicando la tecnología, en especial el análisis avanzado de datos, con vistas a simplificar el proceso de tramitación de siniestros y reducir el fraude. En un principio, la disminución de los costes de los siniestros puede mejorar la rentabilidad y convertirse en una fuente de ventajas competitivas, si bien, con frecuencia, en mercados competitivos esta acabará trasladándose (al menos en parte) a los consumidores.

Hay indicios de un fortalecimiento del mercado, pero las aseguradoras de no vida necesitan continuar mejorando su resultado técnico.

Reaccionando de cara a la rentabilidad futura

Aunque el ciclo de suscripción parece haber llegado a un punto de inflexión y los precios de los seguros de no vida están experimentando modestas subidas en los principales mercados, nuestro análisis demuestra que es preciso hacer algo más si las aseguradoras se proponen cerrar la brecha de rentabilidad existente. Para proporcionar a los inversores los rendimientos a los que aspiran, nuestro análisis revela que los márgenes técnicos necesitan mejorar en al menos 6 a 9 puntos porcentuales en los principales mercados occidentales, y en unos 5 puntos en Japón.

Los avances macroeconómicos por sí solos no bastarán para promover una mejora sostenida de la rentabilidad...

La evolución de la economía mundial hacia una etapa más avanzada del ciclo económico favorecerá la rentabilidad futura por medio de un (moderado) incremento de los tipos de interés y los retornos de la inversión en mercados maduros, aunque también se espera que unos mercados laborales más reducidos aumenten, al mismo tiempo, la inflación general y de los siniestros. Serán necesarias más subidas de tipos, por encima de las tendencias de la siniestralidad, para conseguir una mejora sostenible de la rentabilidad.

...mientras las mejoras de la eficiencia derivadas de las inversiones en tecnología se pierden, al menos en parte, debido a su coste y a su traslado a los consumidores.

Las inversiones de las aseguradoras en tecnología han generado mejoras de la eficiencia y han estrechado los márgenes del sistema de distribución de los ramos de consumo generalizado. También se pueden obtener beneficios de la reducción de los costes de los siniestros. Sin embargo, en un principio las ventajas para la rentabilidad de las aseguradoras se ven empañadas por el coste de la inversión en tecnología, y a menudo se trasladan parcialmente a los consumidores debido a la competencia. A la larga, las inversiones en análisis de datos y análisis avanzado sirven sin duda para mejorar la suscripción y la asegurabilidad de riesgos comerciales cada vez más complejos. La tecnología mejora la asegurabilidad de los riesgos de no vida, ya sea mediante unos productos más asequibles o mediante el acceso y/o la mejora de la capacidad para suscribir nuevos riesgos otrora difíciles de cuantificar.

⁴³ *The Italian Insurance Market: 2016 figures + 3M17 overview*, Price Waterhouse Coopers, 2018.

Armonización de distintos sistemas de contabilidad de seguros

Los sistemas de contabilidad de seguros de los distintos mercados han ido evolucionando a lo largo de muchas décadas, incluso con variaciones en el uso y la interpretación de la terminología. Para hacer más sencilla la comparación de los datos entre países, es necesario realizar ajustes para un buen número de mercados. Nuestro análisis sigue los principios de contabilidad reglamentarios en EE. UU., los cuales se derivan de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en EE. UU. (US GAAP, por sus siglas en inglés), con un especial hincapié en las normas de solvencia⁴⁴. Todas las partidas se indican netas de reaseguro.

Fuentes de datos sobre los mercados de seguros

Australia

Fuente: Australian Prudential Regulation Authority (APRA).

Nota: Los gastos generales y otros ingresos/gastos se contabilizan como gastos de suscripción. Quedan excluidas las ganancias/pérdidas de capital no realizadas sobre inversiones.

Canadá

Fuente: MSA Research, Insurance Bureau of Canada (IBC) y Canadian Statistics.

Nota: Excluye las aseguradoras de automóvil públicas por no disponer de datos de los últimos años.

China

Fuente: A.M. Best y memorias anuales de las compañías.

Nota: Nuestra representación del mercado se basa en una muestra de 51 compañías de seguros; Anbang P&C no se incluyó para 2017 debido a la tardanza en la publicación de información tras el rescate del Gobierno.

Francia

Fuente: Fédération Française de l'Assurance, «Les comptes de l'assurance dans l'année ...» de distintos años.

Nota: La representación del mercado se ha ajustado mediante la exclusión de las aseguradoras que presentan una actividad de seguros insignificante y que sirven principalmente como sociedades de cartera. Los fondos de capital incluyen las reservas de estabilización y los excesos de valor de las inversiones después de impuestos.

Alemania

Fuente: Bundesaufsichtsamt für das Finanzwesen (BaFin), Erstversicherungsstatistik, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, Jahresabschlussstatistik.

Nota: La representación del mercado se ha ajustado mediante la exclusión de las aseguradoras que presentan una actividad de seguros insignificante y que sirven principalmente como sociedades de cartera; los balances se han ajustado. Los gastos generales y otros ingresos/gastos se contabilizan como gastos de suscripción. Los resultados técnicos y globales se indican antes de cualquier cambio en las reservas de estabilización. Los fondos de capital incluyen las reservas de estabilización y los excesos de valor de las inversiones después de impuestos.

Italia

Fuente: Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici (ANIA) «L'assicurazione Italiana in ...» de distintos años, Infobila (base de datos de seguros creada por ANIA).

Nota: Los gastos generales y otros ingresos/gastos se contabilizan como gastos de suscripción. Los fondos de capital incluyen las reservas de estabilización y los excesos de valor de las inversiones después de impuestos.

⁴⁴ http://www.naic.org/cipr_topics/topic_statutory_accounting_principles.htm

Japón

Fuente: Hoken Kenkyujo (Instituto de Investigación de Seguros), «The Statistics of Japanese non-life Insurance Business» de distintos años.

Nota: Los datos se ajustaron mediante la eliminación de los productos con reembolso al vencimiento, que contienen una importante componente de ahorro en las primas y en los pagos de siniestros.

Reino Unido

Fuente: A.M. Best, Association of British Insurers.

Nota: Nuestra representación del mercado se basa en una muestra de 35 compañías de seguros.

EE. UU.

Fuente: A.M. Best y SNL.

Nota: National Indemnity se excluyó de los datos del mercado debido al elevado porcentaje de su capital asignado a actividades no aseguradoras. Los fondos de capital se denominan superávit de los asegurados en la contabilidad estatutaria.

Glosario

Apalancamiento de activos = media de activos invertidos en forma de porcentaje de las primas netas devengadas (NPE, por sus siglas en inglés).

Ratio combinada = suma de la ratio de pérdidas, la ratio de gastos y la ratio de dividendo de los asegurados.

Ratio de gastos = comisiones y gastos de suscripción en forma de porcentaje de las primas netas suscritas (NPW, por sus siglas en inglés).

Rendimiento total de las inversiones = ingresos netos por inversiones y ganancias de capital realizadas en forma de porcentaje de la media de los activos invertidos a su valor de mercado.

Ratio de pérdidas = pérdidas incurridas en forma de porcentaje de las primas netas devengadas.

Ratio operativa = Resultado de explotación en forma de porcentaje de las primas netas devengadas.

Resultado de explotación = resultado técnico más los ingresos por intereses asignados.

Ratio de dividendos de los asegurados = dividendos de los asegurados en forma de porcentaje de las primas netas devengadas.

Margen de beneficios [después de impuestos] = beneficio neto después de impuestos en forma de porcentaje de las primas netas devengadas.

Margen de beneficios [antes de impuestos] = beneficio neto antes de impuestos en forma de porcentaje de las primas netas devengadas.

Ratio de reserva para siniestros pendientes = reservas para siniestros pendientes en forma de porcentaje de las primas netas.

Rendimiento sobre el patrimonio (ROE) = ingresos netos después de impuestos en forma de porcentaje de los fondos de capital medios.

Ratio de Solvencia = media de los fondos de capital en forma de porcentaje de las primas netas devengadas.

Tipo impositivo = impuestos sobre los beneficios de las sociedades en forma de porcentaje de los beneficios antes de impuestos.

Resultado técnico = primas menos comisiones menos gastos de suscripción menos pérdidas incurridas.

Recientes publicaciones *sigma*

2018	N.º 1	Catástrofes naturales y siniestros antropógenos en 2017: un año de daños sin precedentes
	N.º 2	Construyendo el futuro: últimos avances en el seguro de ingeniería
	N.º 3	El seguro mundial en 2017: crecimiento sólido, aunque lastrado por mercados de vida maduros
	N.º 4	Rentabilidad en los seguros de no vida: cuidado con la brecha
2017	N.º 1	Cibernética: cómo enfrentarse a un riesgo complejo
	N.º 2	Catástrofes naturales y siniestros antropógenos en 2016: un año de extensos daños
	N.º 3	El seguro mundial en 2016: la locomotora china avanza a toda máquina
	N.º 4	Seguros: añadiendo valor al desarrollo en los mercados emergentes
	N.º 5	Seguro comercial: innovación para expandir el alcance de la asegurabilidad
2016	N.º 1	Catástrofes naturales y siniestros antropógenos en 2015: Asia sufre cuantiosos daños
	N.º 2	Asegurando los mercados frontera
	N.º 3	El seguro mundial en 2015: crecimiento sostenido en un escenario de disparidades regionales
	N.º 4	El seguro mutuo en el siglo XXI: ¿regreso al futuro?
	N.º 5	Seguro y reaseguro estratégico: la tendencia creciente hacia soluciones personalizadas
2015	N.º 1	El seguro puede ayudar a mantener la salud en los mercados emergentes
	N.º 2	Catástrofes naturales y siniestros antropógenos en 2014: las tormentas invernales y las tormentas convectivas generan la mayoría de daños
	N.º 3	Fusiones y adquisiciones en el seguro: ¿comienza una nueva oleada?
	N.º 4	El seguro mundial en 2014: vuelta a la vida
	N.º 5	Infraseguros de riesgos de daños: cerrando la brecha
	N.º 6	El seguro de vida en la era digital: se avecina una transformación fundamental
2014	N.º 1	Catástrofes naturales y siniestros antropógenos en 2013: Grandes daños causados por inundaciones y granizo; el tifón Haiyan azota Filipinas
	N.º 2	Distribución digital en el seguro: una revolución silenciosa
	N.º 3	El seguro mundial en 2013: camino a la recuperación
	N.º 4	Tendencias de crecimiento de los siniestros de responsabilidad civil: riesgos emergentes y repunte de los factores económicos
	N.º 5	¿Quién nos cuidará? A la búsqueda de soluciones sostenibles de cuidados a largo plazo para un mundo que está envejeciendo
2013	N.º 1	Por un objetivo común: la seguridad alimentaria en los mercados emergentes
	N.º 2	Catástrofes de la naturaleza y grandes siniestros antropógenos en 2012: un año de fenómenos meteorológicos extremos en Estados Unidos
	N.º 3	El seguro mundial en 2012: Recorriendo el largo y difícil camino hacia la recuperación
	N.º 4	Navegando por los últimos avances en el seguro marítimo y aerocomercial
	N.º 5	Urbanización en los mercados emergentes: ventajas e inconvenientes para las aseguradoras
	N.º 6	Seguro de vida: enfoque hacia el consumidor
2012	N.º 1	La rentabilidad en el seguro de vida
	N.º 2	Catástrofes de la naturaleza y grandes siniestros antropógenos en 2011: pérdidas históricas a consecuencia de terremotos e inundaciones sin precedentes
	N.º 3	El seguro mundial en 2011: el ramo no-vida se prepara para el despegue
	N.º 4	Haciendo frente al desafío de los tipos de interés
	N.º 5	El seguro comercial: un mercado en constante evolución
	N.º 6	Reforma contable del sector asegurador: ¿un vaso medio lleno o medio vacío?

Editado por:

Swiss Re Management Ltd
Swiss Re Institute
Mythenquai 50/60
8022 Zúrich
Suiza

Teléfono: +41 43 285 2551
Correo electrónico: sigma@swissre.com

Swiss Re Institute cuenta con presencia en todo el mundo, con oficinas en Nueva York, Londres, Bangalore, Beijing, Hong Kong y Singapur

Autores:
Dr. Thomas Holzheu
Roman Lechner
Kulli Tamm
Irina Fan

Redactor de *sigma*:
Paul Ronke

Redactores jefe:
Dr. Jérôme Jean Haegeli
Economista jefe del Grupo Swiss Re

Dan Ryan
Director de Investigación de Riesgos de Seguros

Explore y visualice los datos de *sigma* sobre catástrofes naturales y los mercados mundiales del seguro en www.sigma-explorer.com

© 2018 Swiss Re. Todos los derechos reservados.

El número se cerró el 9 de julio de 2018.

sigma se publica en inglés (idioma original), alemán, francés, español, chino y japonés.

sigma se encuentra disponible en el sitio web servidor de Swiss Re Institute: <http://institute.swissre.com/research/overview/>

La versión publicada en Internet puede contener información ligeramente más actual.

Traducciones:

Alemán: Diction AG
Francés: ithaxa Communications SARL
Español: Traductores Asociados Valencia S.L.

Diseño gráfico y producción:
Corporate Real Estate & Logistics/Media Production, Zúrich



Impresión: Multicolor Print AG, Baar

Este informe está impreso en papel fabricado de forma sostenible. La madera utilizada procede de bosques certificados al 100% por el Consejo de Administración Forestal (FSC).

© 2018
Swiss Re
Todos los derechos reservados.

Este informe está impreso en papel fabricado de forma sostenible. La madera utilizada procede de bosques certificados al 100 % por el Consejo de Administración Forestal (FSC).

Todo el contenido de este número de *sigma* está sujeto a derechos de autor con todos los derechos reservados. La información puede utilizarse para fines privados o internos, siempre que no se suprima ninguna nota relativa a los derechos de autor o propiedad. Está prohibida la utilización electrónica de los datos publicados en *sigma*.

Únicamente está permitida la reproducción total o parcial y la utilización para fines públicos con mención de la fuente «Swiss Re, *sigma* N.º 4/2018» y con la previa autorización por escrito de Swiss Re Economic Research & Consulting. Se ruega enviar ejemplares de cortesía.

Si bien toda la información utilizada en este estudio procede de fuentes fidedignas, Swiss Re no puede garantizar la exactitud e integridad de los datos expuestos o proyecciones futuras. La información proporcionada y las proyecciones futuras realizadas tienen únicamente fines informativos y no constituyen ni representan en modo alguno la opinión de Swiss Re, especialmente en lo relativo a cualquier litigio actual o futuro. Swiss Re no se responsabiliza en ningún caso de los daños o perjuicios derivados del uso de la información que se ofrece en estas páginas, y se advierte al lector que no confíe excesivamente en estas proyecciones de futuro. Swiss Re no asume ninguna obligación de actualizar o revisar públicamente ninguna proyección futura, ni a raíz de nuevas informaciones o sucesos futuros, ni por otros motivos.

Orden n.º: 270_0418_ES

Swiss Re Management Ltd
Swiss Re Institute
Mythenquai 50/60
Apartado postal
8022 Zúrich
Suiza

Teléfono + 41 43 285 2551
Fax +41 43 282 0075
institute@swissre.com
institute.swissre.com