



UNIVERSIDAD PONTIFICIA
DE SALAMANCA

Máster en Dirección Aseguradora Profesional
Curso académico 2019/2020

Memoria Fin de Máster

Posicionamiento competitivo de las entidades aseguradoras de Vida
en un entorno de tipos de interés ultra bajos.
Lecciones aprendidas, retos y errores del caso japonés

Autor: José Benítez Morón
Tutor: Carlos Lorenzo Romero

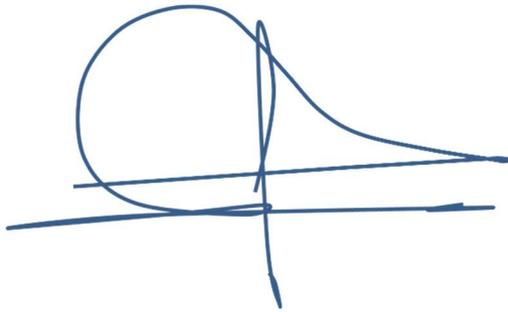
*A Dolores,
por su apoyo y aliento constante,
también durante todo el máster.*

*A mis padres, que desde pequeño me han transmitido
la importancia de dar lo mejor en el ámbito académico,
se han sacrificado para que pueda hacerlo
y me han ayudado permanentemente.*

Esta memoria es propiedad del autor. No está permitida la reproducción total o parcial de este documento sin mencionar su fuente. El contenido de este documento es de exclusiva responsabilidad del autor, quien declara que no se ha incurrido en plagio y que la totalidad de referencias a otros autores han sido expresadas en el texto.

En caso de obtener una calificación igual o superior a 8.0, autorizo la publicación de este trabajo en el centro de documentación de ICEA, de acceso libre y gratuito a través de internet.

- Sí, autorizo a su publicación.
- No, desestimo su publicación.

A handwritten signature in blue ink, consisting of a large, stylized loop on the left and a long, horizontal stroke extending to the right, with a vertical line crossing the horizontal stroke near the end.

Firmado: José Benítez Morón

Índice

1. Introducción	7
2. Objetivo principal y objetivos secundarios.....	10
3. Situación actual de tipos de interés en la Zona Euro. Palancas de actuación y causas subyacentes	11
3.1 Conceptos básicos relativos a los tipos de interés	11
3.1.1 Función básica de los tipos de interés en la economía	11
3.1.2 Tipo de interés nominal y tipo de interés real.....	11
3.2 El nuevo escenario de tipos de interés nominales negativos	12
3.3 Palancas para actuar sobre los tipos de interés.....	12
3.3.1 Política monetaria	12
3.3.2 Tipos de interés oficiales y tipos de interés de referencia	14
3.3.3 Curva de tipos de interés	14
3.4 Descripción y causas del entorno actual de tipos de interés en la Zona Euro.....	15
3.4.1 Evolución de los tipos de interés en la Zona Euro.....	15
3.4.2 Factores económicos que inciden sobre los tipos de interés de la Zona Euro	17
3.4.3 Actuaciones del BCE sobre los tipos de interés de la Zona Euro.....	18
4. Consecuencias del entorno de tipos de interés en la Zona Euro	20
4.1 Implicaciones económicas	20
4.2 Consecuencias en el ámbito financiero.....	21
4.3 Influencias en las esferas política y social.....	23
5. Impacto del entorno de tipos de interés actual en el sector asegurador en España	24
5.1 Consecuencias en la estabilidad financiera y la solvencia de las entidades	24
5.1.1 Balance contable: activo y pasivo.....	24
5.1.2 Capacidad de generación de beneficios.....	25
5.1.3 Balance económico o de solvencia	26
5.2 Respuesta del sector asegurador al entorno de bajos tipos de interés.....	26
5.2.1 Oferta de productos y servicios.....	27

5.2.2	Gestión de inversiones.....	34
5.2.3	Gestión de riesgos	36
5.2.4	Gestión del capital.....	38
5.2.5	Otros ámbitos del negocio asegurador.....	38
6.	Análisis de la crisis japonesa de principios de la década de los 90	40
6.1	Antecedentes y desarrollo de la crisis.....	40
6.1.1	Antecedentes e inicio de la crisis.....	40
6.1.2	Desarrollo de la crisis.....	42
6.2	Semejanzas y diferencias con los antecedentes y la evolución de la crisis en España.....	44
6.3	Medidas de las compañías aseguradoras japonesas durante la crisis.....	47
6.3.1	Oferta de productos y servicios.....	47
6.3.2	Gestión de inversiones.....	49
6.3.3	Gestión de riesgos	50
6.3.4	Gestión del capital.....	50
6.3.5	Modelo comercial y de distribución.....	51
6.3.6	Modelo operativo	51
6.4	Aciertos y errores de las compañías aseguradoras japonesas durante la crisis	52
6.5	Lecciones aprendidas. Extrapolación al sector asegurador nacional	53
7.	Posicionamiento competitivo futuro de las entidades aseguradoras de Vida.....	55
7.1	Enfoque metodológico.....	55
7.2	Análisis de escenarios. Selección de escenarios de estudio	56
7.3	Propuesta de posicionamiento competitivo.....	57
7.3.1	Oferta de productos y servicios.....	57
7.3.2	Gestión de inversiones.....	60
7.3.3	Gestión de riesgos	61
7.3.4	Gestión del capital.....	64
7.3.5	Otros ámbitos del negocio asegurador.....	64
7.4	Resumen del posicionamiento competitivo en los escenarios de estudio.....	65

8. Conclusiones.....	67
9. Referencias bibliográficas y normativa legal.....	69
10. Anexos.....	72
10.1 Anexo 1. Mecanismos convencionales de política monetaria.....	72
10.2 Anexo 2. Tipos de interés oficiales y tipos de interés de referencia	73

1. Introducción

El entorno de tipos de interés es uno de los elementos externos que más impactan en la gestión de las entidades aseguradoras, pudiendo llegar a influir de forma decisiva en su cuenta de resultados, la composición de su balance o su nivel de solvencia.

La influencia de los tipos de interés es aún mayor en las entidades aseguradoras que operan en el ramo de Vida, por las características propias de estas entidades en cuanto a la duración y tipología de sus compromisos, su dinámica de consecución de resultados o las características de su oferta de productos y servicios, por citar algunos factores.

De hecho, las consecuencias de los movimientos al alza o a la baja de los tipos de interés se trasladan a numerosos ámbitos de la gestión de una entidad aseguradora de Vida. Algunas funciones están afectadas de forma muy directa, como es el caso del área técnica¹, la dirección financiera, el área de gestión de riesgos, la función actuarial o el área de gestión de inversiones. Asimismo, impacta de forma indirecta en otras funciones; por ejemplo, en la función de distribución, dado que pueden surgir nuevas necesidades formativas o requerirse la modificación de los cuadros de comisionamiento para cierta tipología de productos.

Esta importancia de los tipos de interés en la gestión de las entidades aseguradoras de Vida ha aumentado considerablemente en toda la Euro Zona, debido a la presión bajista que estos han sufrido de forma sostenida en los últimos años, de tal manera que han acabado entrando en terreno negativo para algunos horizontes temporales, situándose en todo caso en un nivel extremadamente bajo para plazos superiores.

En concreto, el Euribor a una semana se situó en el -0,009% el 5 de septiembre de 2014; era la primera vez que este índice de referencia se situaba por debajo de cero; posteriormente, en marzo de 2015 entró en negativo el Euribor a un mes y en febrero de 2016 lo hizo el Euribor a 12 meses (fuente: www.euribor-rate.eu). Desde entonces, los tipos de interés han continuado su incursión en el terreno negativo, cada vez de forma más profunda.

Es estas circunstancias, no es posible predecir en qué momento los tipos de interés cambiarán su tendencia y volverán a subir para, eventualmente, situarse por encima de cero. De hecho, empieza a instalarse en el mercado el convencimiento de que el nuevo escenario será de tipos de interés más bajos durante más tiempo (*'lower for longer'* en terminología inglesa).

Por todo lo expresado anteriormente, el autor entiende que es de la máxima relevancia el desarrollo de un estudio que: a) evalúe detalladamente las consecuencias económicas, financieras, políticas y sociales del actual entorno de tipos de interés ultra bajos que existe en España actualmente; b)

¹ Dentro del área técnica se consideran incluidas las funciones de desarrollo de nuevos productos, suscripción, gestión de la cartera y gestión de siniestros.

profundice en los impactos que tiene este entorno de tipos de interés ultra bajos sobre las entidades aseguradoras de Vida que operan a nivel nacional; y c) analice las alternativas que tienen estas entidades para competir con las mejores armas en este contexto.

Un estudio de estas características tiene numerosos elementos de análisis que deben considerarse de forma simultánea para que las conclusiones sean robustas: elementos de índole macroeconómica, factores de política monetaria, cuestiones del ámbito técnico asegurador o elementos de estrategia competitiva empresarial, por citar algunos de ellos.

Para abordar este reto, el autor ha empleado el enfoque metodológico que se expone a continuación:

- i. En primer lugar, se realiza un estudio de la situación actual de tipo de interés en la Zona Euro, incluyendo un análisis del estado del arte en lo referente a las palancas que permiten actuar sobre los tipos de interés y las casusas que han motivado su tendencia bajista en los últimos años.

Cabe citar en este punto que, pese a que el alcance de la presente Memoria se circunscribe exclusivamente al caso español, prácticamente todas las dimensiones de análisis que inciden en la evolución del entorno de tipos de interés –causas económicas, actuaciones en materia de política monetaria, instituciones de relevancia, etc.– se encuentran al nivel de la Zona Euro, no a nivel nacional. Por este motivo, a nivel metodológico, el ámbito de estudio de esta primera parte se extiende a toda la Zona Euro.

- ii. Una vez situado el contexto histórico y las causas, se extraen las que, a juicio del autor, constituyen las consecuencias más importantes de un entorno de tipos de interés ultra bajos.

Para ello, se parte de las publicaciones económicas de referencia en la materia y se estructura el análisis en tres grandes esferas (económica, financiera y político-social), de cara a facilitar la extracción de conclusiones.

- iii. A continuación, se analizan los impactos que hasta el momento ha tenido el entorno de tipos de interés ultra bajos en las entidades aseguradoras de Vida en España. En concreto, se examinan los cambios que se han producido en la oferta de productos y servicios, la gestión de inversiones, la gestión de riesgos, la gestión del capital y otros ámbitos del negocio de las entidades aseguradoras de Vida.

Esta fase de análisis se soporta en la consulta de publicaciones técnicas, el análisis de los informes sobre la situación financiera y de solvencia de las principales entidades aseguradoras de Vida en España y la ejecución de un estudio de campo mediante la técnica de *mystery shopping*.

- iv. En paralelo a los estudios realizados en ii y iii, se investiga el origen y evolución posterior de la crisis japonesa que se inicia a principios de la década de los 90, la primera gran crisis que deriva en una situación de tipos de interés persistentemente bajos.

Como parte del estudio, se consulta la literatura económica para extraer los elementos que constituyen, a juicio del autor, fuentes de similitud y diferenciación en relación con el desarrollo y consecuencias de las últimas crisis ocurridas en España, que también han provocado el desarrollo de un entorno de tipos de interés ultra bajos.

Asimismo, se analizan las principales medidas que introdujeron las compañías aseguradoras japonesas para hacer frente a las consecuencias negativas de la crisis, diferenciando aquellas actuaciones y estrategias que resultaron exitosas de las que, por el contrario, se consideran de forma generalizada como errores.

- v. Por último, partiendo de los análisis de los puntos ii, iii y iv, se concluye con una propuesta de posicionamiento competitivo futuro para las entidades aseguradoras de Vida en España, particularizada para dos escenarios de evolución de los tipos de interés: base y estresado.

Por tanto, a nivel metodológico, el autor basa su propuesta de posicionamiento competitivo en los siguientes tres elementos:

- Las consecuencias que tiene el entorno de tipos de interés ultra bajos a nivel económico, financiero y político-social; asimismo, los mecanismos por los cuales los impactos en los diferentes órdenes se trasladan a la actividad aseguradora en España.
- Las medidas que han implantado en España las entidades aseguradoras de Vida para adaptarse al entorno actual de tipos de interés, con un foco especial en aquellas que han resultado ser más exitosas.
- Las lecciones aprendidas en el caso japonés que son extrapolables al caso español; es decir, las que aplican una vez que se han tenido en cuenta las semejanzas y diferencias entre ambos casos.

La propuesta de posicionamiento se extiende a todos los ámbitos del negocio impactados, de una u otra forma, por el contexto de tipos de interés ultra bajos: oferta de productos y servicios, gestión de inversiones, gestión de riesgo o gestión del capital, entre otros.

2. Objetivo principal y objetivos secundarios

El **objetivo principal** de la presente Memoria es realizar un estudio sobre el entorno de tipos de interés ultra bajos que existe en España² actualmente –examinando las implicaciones que se derivan a nivel económico, financiero, político y social– y plantear las alternativas que tienen las entidades aseguradoras nacionales que operan en el Ramo de Vida para mejorar su posicionamiento competitivo ante diferentes escenarios de evolución de los tipos de interés.

La Memoria tiene asimismo los siguientes dos **objetivos secundarios**:

- Analizar la crisis japonesa que se inició a principios de la década de los 90, dado que estuvo enmarcada en un entorno económico-financiero similar al que existe en Europa y España en la actualidad, identificando en dicho análisis las prácticas y actuaciones de las entidades aseguradoras de Vida cuyo posicionamiento competitivo se reforzó durante la crisis o tras ella, y los errores de aquellas entidades que desaparecieron o salieron debilitadas.
- Identificar las medidas que se han implantado en sector asegurador de Vida en España para mitigar los impactos negativos del entorno de tipos de interés ultra bajos, con un nivel de profundidad suficiente para valorar si el sector está sabiendo adaptarse a esta situación o si, por el contrario, existe un riesgo sistémico relevante.

² La evolución de los tipos de interés en España viene condicionada por la política monetaria común de la Unión Europea, como sucede también para el resto de los países miembros.

3. Situación actual de tipos de interés en la Zona Euro. Palancas de actuación y causas subyacentes

3.1 Conceptos básicos relativos a los tipos de interés

3.1.1 Función básica de los tipos de interés en la economía

La economía de las sociedades modernas ha estado basada desde hace mucho tiempo en el empleo de dinero, considerando como tal todo activo o bien que esté aceptado como medio de cobro o de pago para la realización de transacciones económicas.

Históricamente, las sociedades han reclamado a sus ciudadanos realizar el pago de una cantidad para disponer del dinero o de los ahorros de otra persona. Este pago, que se ha formalizado de diversas formas a lo largo de la Historia, se ha instrumentado en los últimos años a través de la aplicación de un interés de forma prácticamente generalizada.

El interés puede entenderse, por tanto, como el coste del dinero o el coste del crédito. Es la cantidad que un prestatario está dispuesto a pagar a su acreedor para compensarle por el uso de su dinero y los riesgos asociados, como el derivado de que el prestatario no pueda eventualmente hacer frente a sus obligaciones futuras de devolución del dinero prestado.

3.1.2 Tipo de interés nominal y tipo de interés real

Los intereses que cobra un acreedor a su prestatario confieren al primero un determinado poder adquisitivo. Este poder adquisitivo no depende únicamente del tipo de interés que hayan pactado el acreedor y el prestatario, sino que adicionalmente está influido por la inflación; suponiendo que el acreedor reciba una cierta cantidad constante por el pago de intereses, su poder adquisitivo disminuye conforme aumenta la inflación.

Este hecho determina la necesidad de distinguir dos conceptos de tipo de interés, nominal y real:

- El tipo de interés nominal es la tasa acordada entre un acreedor y un prestatario, y que este último debe incluir en la devolución del capital del préstamo.
- El tipo de interés real se define como la diferencia entre el tipo de interés nominal y la inflación. Este tipo de interés descuenta el efecto de la inflación de la cantidad que el acreedor recibe en concepto de intereses, lo que permite calcular su ganancia real.

Es el interés real el que, por tanto, ofrece un aumento del poder adquisitivo en términos reales a los acreedores o inversores; este es el motivo por el cual las expectativas de evolución de la inflación inciden de manera muy significativa en los tipos de interés nominales que los acreedores o inversores exigen a largo plazo.

3.2 El nuevo escenario de tipos de interés nominales negativos

Existen numerosas teorías económicas que sustentan la importancia de la aplicación de tipos de interés y cuantifican la magnitud que estos han de tener. La mayor parte de estas teorías se fundamentan en las interacciones entre la oferta de ahorro y la demanda de inversión; otras tienen su base en diferentes conceptos de equilibrio entre la oferta y la demanda de capital.

Hasta hace muy poco, todas estas teorías económicas coincidían en que los tipos de interés nominales debían ser positivos en circunstancias económicas normales, dado que existía un límite cero (conocido como *Zero Lower Bound* en inglés) que no podía ser traspasado.

Este hecho ha sido realidad de forma generalizada durante la mayor parte de la historia económica moderna. Los tipos de interés nominales se mantuvieron en positivo incluso en la crisis japonesa de la década de 1990 y en los primeros años de la crisis financiera global que se inició en 2008.

No obstante, en los últimos años se han tomado decisiones en materia económica que han introducido una presión bajista adicional en los tipos de interés nominales de ciertas zonas económicas. Por ejemplo, los tipos de interés de la Unión Europea, Suiza y Suecia entraron en terreno negativo en 2014; en Japón ocurrió en 2016.

El caso de la Unión Europea es muy trascendente por afectar a una gran zona económica, por la profundidad que están alcanzando los tipos de interés en el terreno negativo y por las escasas perspectivas de vuelta al positivo en el corto plazo.

El lector puede preguntarse en este punto qué entidad o institución establece los tipos de interés nominales en una economía y, en su caso, cómo lo hace. Para poder dar respuesta a esta cuestión es necesario introducir algunas breves nociones de política monetaria.

3.3 Palancas para actuar sobre los tipos de interés

El análisis del estado del arte de las medidas para actuar sobre los tipos de interés ha de partir de la consideración de la política monetaria como elemento clave, con el cual se relacionan otros factores de menor trascendencia en el control de los tipos.

3.3.1 Política monetaria

La política monetaria es la disciplina que actúa sobre los factores monetarios para alcanzar unos objetivos concretos a nivel macroeconómico. Para conseguirlo, las autoridades monetarias —es decir, los bancos centrales— actúan sobre una serie de elementos, como la masa monetaria o los tipos de interés.

En la Zona Euro, la política monetaria tiene cuatro objetivos fundamentales:

- Mantener la estabilidad de los precios mediante el control de la inflación
- Conseguir crecimiento económico.

- Reducir el desempleo, con el objetivo de alcanzar el pleno empleo.
- Equilibrar la balanza de pagos.

Las autoridades monetarias disponen de diversos mecanismos para poner en práctica su política monetaria. Los principales mecanismos, descritos en detalle en el **Anexo 1**, son los tres siguientes: a) variación del coeficiente de caja; b) modificación del tipo de interés a un día, haciendo uso de las dos facilidades permanentes: de crédito y de depósito; c) realización de operaciones en mercado abierto, ya sean operaciones principales de financiación o de compraventa de activos financieros.

La política monetaria puede ser de dos tipos atendiendo a los objetivos que persigue: expansiva y restrictiva. Los bancos centrales aplican un tipo de política monetaria u otro en respuesta al ciclo económico y a la situación particular de la economía del país o zona económica en cuestión.

Los elementos básicos que definen cada tipo de política monetaria son los siguientes:

- **Política monetaria expansiva.** Consiste en aumentar la cantidad de dinero en circulación en un país o zona económica, para lo cual los bancos centrales optarán por mecanismos como la bajada de los tipos de interés, la reducción del coeficiente de caja o la compra de deuda pública.

Este tipo de políticas tienen como objetivo estimular la inversión y, con ello, reducir el desempleo y conseguir crecimiento económico; no obstante, su uso suele provocar inflación.

- **Política monetaria restrictiva.** Trata de reducir la cantidad de dinero en circulación en un país o zona económica con el fin fundamental de controlar la inflación. Para ello, los bancos centrales aplicarán mecanismos como la subida de los tipos de interés, el aumento del coeficiente de caja o la venta de deuda pública (sustituyendo dinero en circulación por títulos de deuda).

Este tipo de políticas puede suponer un riesgo de reducción de la inversión y con ello, de aumento del desempleo y de ralentización económica.

En resumen, los bancos centrales actúan sobre los tipos de interés en función de los objetivos concretos de su política monetaria. Si esta es expansiva, los bancos centrales presionarán los tipos de interés a la baja, mientras que los impulsarán al alza si la política monetaria es restrictiva.

El lector podría cuestionarse en este punto cómo consiguen los bancos centrales, como autoridades monetarias, trasladar de forma efectiva sus decisiones en materia de tipos de interés a las operaciones financieras cotidianas. Para ofrecer luz a esta cuestión es necesario introducir los conceptos de tipos de interés oficiales y tipos de interés de referencia.

3.3.2 Tipos de interés oficiales y tipos de interés de referencia

Los mercados financieros se nutren de multitud de tipos de interés diferentes, pero hay unos especialmente relevantes por su relación con la política monetaria que establecen los bancos centrales. Se trata de los tipos de interés oficiales, que son aquellos que la autoridad monetaria establece para influir en la evolución de las principales variables monetarias en la economía.

En la Zona Euro, el Banco Central Europeo (BCE en adelante) ha establecido tres tipos de interés oficiales o tipos de intervención: el tipo oficial central, el tipo de interés de la facilidad de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito. En el **Anexo 2** se ofrece detalle adicional sobre ellos.

Asimismo, existen diferentes tipos de interés de referencia utilizados para las operaciones financieras que se desarrollan de forma cotidiana. Estos tipos de interés –cuya evolución está estrechamente ligada a los tipos de interés oficiales– tienen un método de cálculo público y accesible; además, el cálculo efectivo es realizado por entidades oficiales, por lo que su valor es muy confiable para ser empleado como referencia en las operaciones financieras, dotando de transparencia a los mercados. En el **Anexo 2** se describen los tipos de interés de referencia empleados en la Zona Euro.

3.3.3 Curva de tipos de interés

El lector se habrá percatado de que, hasta el momento, toda mención a los tipos de interés ha obviado cualquier referencia al plazo. Evidentemente, el plazo de una operación de crédito o de inversión es una variable clave a la hora de determinar el tipo de interés que el acreedor o el inversor reclamará para formalizarla.

La consideración del plazo en las operaciones de crédito o en las inversiones lleva al concepto de curva de tipos de interés, conocida técnicamente como Estructura Temporal de Tipos de Interés (ETTI). Se trata de una representación tabular o gráfica de los tipos de interés a los diferentes plazos que se negocian en los mercados financieros (en ordenada en la representación gráfica) y los plazos de los activos (en abscisa en la representación gráfica).

Las decisiones de los bancos centrales se trasladan a la curva de tipos de interés en los plazos cortos, haciendo que los tipos de interés de corto plazo disminuyan cuando la política monetaria es expansiva y, de forma recíproca, que aumenten en un escenario de política monetaria restrictiva.

Por contra, la evolución de los tipos de interés a más largo plazo depende de las expectativas de crecimiento económico. Los tipos de largo plazo aumentarán si existen unas expectativas de crecimiento elevadas, como medida de contención de la inflación.

En circunstancias normales, cuando aumenta el plazo de inversión, también lo hace el tipo de interés que reclamará el inversor, dado que el incremento de la duración de la inversión implica un

incremento del riesgo que asume el inversor. En este caso la representación gráfica de la ETTI reflejará una curva de pendiente creciente.

No obstante, en situaciones en las que el mercado tiene unas expectativas de decrecimiento o de crecimiento económico débil en el medio-largo plazo, es posible que se obtenga una curva de tipos de interés invertida. En ella, los tipos de interés a corto plazo son superiores a los tipos de interés a largo plazo, lo que se traduce en una pendiente decreciente.

3.4 Descripción y causas del entorno actual de tipos de interés en la Zona Euro

En el presente apartado se presenta la evolución de los tipos de interés en la Zona Euro en los últimos años, hasta la actualidad.

Asimismo, se analizan detalladamente las causas que han propiciado tal evolución y se resume el estado del arte en lo referente a las actuaciones en materia de política monetaria que ha puesto en marcha el BCE desde el inicio de la crisis de 2008, año que marcó el inicio de la senda bajista de los tipos de interés en la Zona Euro.

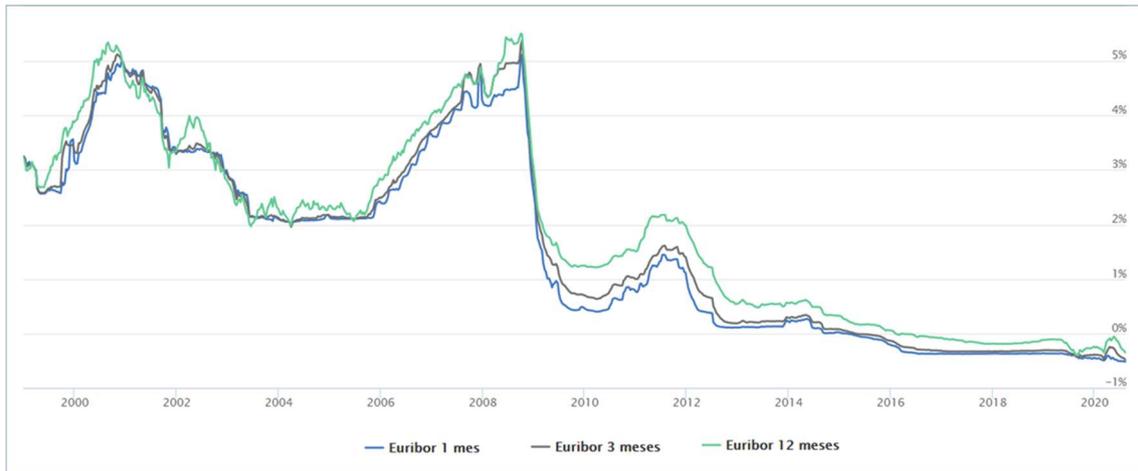
3.4.1 Evolución de los tipos de interés en la Zona Euro

Los tipos de interés nominales y reales en la Zona Euro han mantenido una tendencia bajista en las últimas cuatro décadas. Es decir, la presión a la baja de los tipos de interés en la Zona Euro comenzó varios años antes de la adopción del Euro como moneda común.

Esta tendencia no es exclusiva de la Zona Euro, ni siquiera es propia de Europa, sino que forma parte de un comportamiento global. De acuerdo con el análisis de Del Negro et al. (2019), el tipo de interés real medio –a nivel mundial– de los activos líquidos a corto plazo se ha situado alrededor del 2% hasta 1980, con períodos en los que ha subido incluso por encima del 2,5% (por ejemplo, en los años que siguieron a la Segunda Guerra Mundial). En la actualidad, se sitúa alrededor del 0,5% de media en el mundo, y existen grandes zonas económicas –como la Zona Euro– donde se sitúa por debajo de cero.

El descenso que se ha producido en los tipos de interés nominales desde 1980 hasta la actualidad es incluso superior al que se ha dado en los tipos de interés reales, dado que simultáneamente se ha dado una reducción significativa de la tasa de inflación.

Esta presión bajista de los tipos de interés se incrementó de forma significativa durante la crisis financiera de 2008. En el gráfico a continuación se muestra la evolución del Euribor a un mes, 3 meses y un año desde 1 de enero de 1999. Se puede apreciar cómo el Euribor en los tres horizontes temporales se situaba en el entorno del 3 al 5% en el periodo entre 2006 y 2008, y en octubre de 2008 sufre un descenso muy brusco, sobre todo el Euribor a un mes, que se sitúa por debajo del 1% en mayo de 2009.



Fuente: Banco Central Europeo ('Statistical Data Warehouse')

En la parte derecha del gráfico se puede contemplar un repunte del Euribor a 3 meses y un año en 2020, motivado por las actuaciones de la autoridad monetaria para paliar las graves consecuencias económicas de la crisis provocada por la COVID-19.

La tendencia descendente de los tipos de interés de referencia en la Euro Zona –como el Euribor– se ha trasladado a los tipos de interés de la deuda pública de los principales países que forman parte de ella.

La tabla a continuación muestra, a fecha 31 de julio de 2020, el rendimiento de los bonos soberanos de España, Alemania, Francia e Italia a 3 meses, un año, 10 años y 30 años.

País	Rendimiento de los bonos soberanos (a 31.07.2020)			
	Bono a 3 meses	Bono a un año	Bono a 10 años	Bono a 30 años
España	-0,483%	-0,456%	0,343%	1,133%
Alemania	-0,577%	-0,574%	-0,531%	-0,113%
Francia	-0,561%	-0,552	-0,198%	0,503%
Italia	-0,355%	-0,220%	1,077%	1,974%

Fuente: Expansion.com

El lector podrá apreciar que, a la fecha de extracción de los datos, los bonos a un año de todos los países considerados tienen rendimientos negativos; el bono francés a 10 años se mantiene en terreno negativo y el bono alemán cotiza en negativo incluso a 30 años.

En España, el bono a 10 años tiene un rendimiento ligeramente positivo, y sólo supera el 1% de interés para el inversor a 30 años. Entre los países incluidos en el análisis, Italia ofrece los rendimientos más elevados en todos los horizontes de inversión.

3.4.2 Factores económicos que inciden sobre los tipos de interés de la Zona Euro

A nivel metodológico, una forma sencilla de estudiar las causas que presionan a la baja los tipos de interés consiste en considerar el resultado de la interacción entre la oferta y la demanda de dinero. La oferta está representada por los ahorradores y la demanda por las entidades y administraciones emisoras de instrumentos de inversión; el mercado financiero actúa de intermediario entre ellos.

Diversos autores consultados han utilizado esta aproximación basada en la oferta y demanda de dinero para el análisis detallado de los factores económicos de largo plazo que han contribuido al desarrollo de un entorno de tipos de interés ultra bajos en la Zona Euro (Bean et al, 2015; Fuest et al, 2020; Matthes, 2014; Thwaites, 2015). A continuación, se presentan de forma resumida los factores identificados en las fuentes consultadas que, a juicio del autor, mejor explican la situación actual de tipos de interés en la Zona Euro.

Punto de vista de la oferta de dinero

Los siguientes factores económicos implican un aumento de la oferta de dinero, por lo que suponen todos ellos elementos de presión bajista de los tipos de interés.

- La población de la Zona Euro ha ido envejeciendo en las últimas décadas, lo que ha provocado un aumento del porcentaje de la población entre 30 y 60 años. Puesto que este segmento de la población tiene necesidades de constituir un ahorro para su jubilación, el resultado ha sido una expansión de la curva de ahorro.
- Aumento de las desigualdades en el reparto de la renta en la Zona Euro durante los últimos 30-40 años. Las clases con mayor renta disponible tienen más propensión al ahorro, lo que se traduce en una contracción media del consumo y una mayor oferta global de ahorro.
- En los países menos desarrollados de la Zona Euro, en los últimos años se han impulsado políticas de autofinanciación que se han traducido en un exceso de ahorro y un aumento de la inversión, sobre todo en activos con poco riesgo.

Punto de vista de la demanda de dinero

Los tipos de interés de la Zona Euro también han sufrido una presión bajista creciente por el lado de la demanda. Cabe destacar las siguientes causas:

- Debilitamiento progresivo del crecimiento del PIB en la Zona Euro, lo que ha derivado en una reducción de la demanda de inversión.
- Descenso de la productividad media y, por tanto, mayor dificultad para la generación de beneficios. Este hecho desincentiva a los emprendedores y genera parálisis en la economía.
- Reducción progresiva de la inversión pública en las economías de la Zona Euro. Ya en 2016, el Banco Europeo de Inversiones advertía de que la inversión pública en la Unión

Europea había alcanzado el mínimo valor de los últimos 20 años –en porcentaje sobre PIB– y alertaba del riesgo que ello suponía para la prosperidad futura de la Unión.

- Incremento de la incertidumbre política y económica en la Zona Euro, que no se reduce de forma significativa desde el inicio de la crisis de 2008. Un efecto de ello es la contracción de la inversión privada.

3.4.3 Actuaciones del BCE sobre los tipos de interés de la Zona Euro

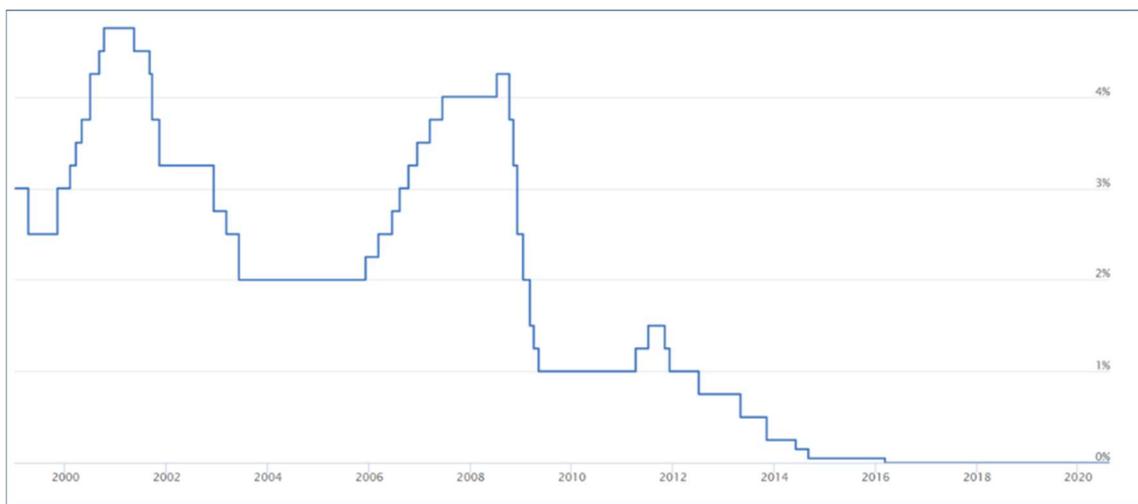
El BCE ha empleado los mecanismos de política monetaria a su alcance para cumplir los objetivos que tiene asignados como autoridad monetaria en la Zona Euro, citados en el **apartado 3.3**. Entre ellos, el conocido objetivo de “mantener la inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo” (declaración del Consejo de Gobierno del BCE en 2003).

Con estas actuaciones, el BCE ha posibilitado la conformación del actual entorno de tipos de interés en la Zona Euro, junto con los factores económicos de largo plazo ya mencionados.

El conjunto de herramientas que ha utilizado el BCE para poner en práctica su política monetaria ha sido estudiado de forma profusa por numerosos autores (por ejemplo, Acharya et al, 2016; Dell’Ariccia et al, 2018; Kimball, 2015; Van Riet, 2017). Además, el lector puede encontrar información general sobre la materia en la propia página web del BCE (www.ecb.europa.eu).

De forma resumida, existen unos mecanismos convencionales –resumidos en el **Anexo 1**– y otros mecanismos no convencionales. Estos últimos son empleados por el BCE en situaciones de contingencia o crisis, cuando la articulación de las medidas convencionales no es suficiente para cumplir los objetivos establecidos en la política monetaria.

Uno de los mecanismos convencionales de mayor impacto es la fijación del tipo de interés oficial central, empleado como referencia en las operaciones de financiación. En el siguiente gráfico se muestra la evolución desde 1 de enero de 1999 del tipo oficial central en la Zona Euro.



Fuente: BCE (*Statistical Data Warehouse*)

Otro mecanismo convencional de política monetaria que ha empleado el BCE ha sido la fijación de los tipos de interés de la facilidad de crédito y de la facilidad de depósito. A 31 de julio de 2020 los tipos de interés de ambas facilidades eran, respectivamente, de 0,25% y -0,50% (fuente: BCE).

Desde 2008, el BCE comenzó a emplear una serie de mecanismos no convencionales, en un intento por paliar los efectos negativos de la crisis y sus consecuencias posteriores:

- En una primera fase, entre 2008 y 2009, el objetivo prioritario del BCE fue proporcionar liquidez a los bancos y mantener el funcionamiento de los mercados financieros.

Dado que el mercado interbancario se cerró casi al completo en otoño de 2008, el BCE comenzó a proporcionar crédito ilimitado a los bancos a un tipo de interés fijo. El vencimiento de estas operaciones se extendió considerablemente y también se amplió de forma importante el abanico de activos elegibles en las operaciones de refinanciación.

- En una segunda fase, que se extendió desde 2009 a 2014 y tomó la forma de crisis de deuda soberana, el BCE focalizó sus esfuerzos en mejorar el funcionamiento de los mercados y en homogenizar las condiciones de financiación en los diferentes países de la Zona Euro. Para ello, implementó un triple paquete de medidas: la compra de títulos de deuda, el programa de operaciones de refinanciación a muy largo plazo (VLTRO, por sus siglas en inglés) y la creación de transacciones monetarias directas.
- En una tercera fase, entre 2014 y finales de 2019, la preocupación del BCE se centró en evitar el colapso del crédito y prevenir la deflación. El BCE se encontró en una situación compleja dado que tipos de interés a corto plazo estaban ya en niveles cercanos a cero, por lo que el margen para activar la economía se limitaba considerablemente.

En esa situación optó por lanzar una serie de medidas no convencionales adicionales, tales como las operaciones de refinanciación específicas a más largo plazo (TLTRO, por sus siglas en inglés), los programas de compra de activos y el plan para la comunicación transparente y activa de las medidas futuras en materia de política monetaria.

El programa de compra de activos de bancos comerciales por parte del BCE –que se inició en marzo de 2015 y es conocido como expansión cuantitativa o QE por sus siglas en inglés– ha sido una de las medidas más relevantes y controvertidas, siendo implementada en un momento en el que otras opciones, convencionales o no, estaban casi agotadas.

- La cuarta y última fase se inició en marzo de 2020 y se caracterizó por la severidad de los impactos de la COVID-19 en la economía y en los mercados financieros. El BCE reaccionó con un paquete de medidas que tenían por objeto proporcionar liquidez y condiciones adecuadas de financiación en toda la Zona Euro. La principal de estas medidas, consistente en un programa de compras de emergencia por pandemia, ha servido como elemento estabilizador del mercado en una situación muy complicada.

4. Consecuencias del entorno de tipos de interés en la Zona Euro

El entorno de tipos de interés ultra bajos –e incluso negativos para ciertos plazos temporales– tiene consecuencias muy notables en multitud de ámbitos; tales implicaciones han sido analizadas por numerosos autores en los últimos años.

En el presente capítulo se resumen las consecuencias que el autor considera más destacadas, entre aquellas que han sido identificadas por los autores consultados (entre otros, Altavilla et al, 2020; Bean et al, 2015; Fuest, 2020; Matthes, 2014; Samarina et al, 2019).

Las consecuencias se han agrupado en tres esferas (económica, financiera, política y social) para facilitar la extracción de conclusiones.

4.1 Implicaciones económicas

Desde un punto de vista económico, el entorno de tipos de interés ultra bajos en la Zona Euro tiene tres implicaciones principales, resumidas a continuación.

A. Desde la óptica del ahorrador, los tipos de interés pueden entenderse como una prima que se le concede por el hecho de renunciar a consumir en la actualidad en favor del ahorro. Unos tipos de interés bajos reducen el beneficio del ahorro, al tiempo que merman el incentivo para continuar ahorrando, sobre todo en horizontes a largo plazo, donde unos intereses altos aumentarían la prima del ahorrador por el efecto multiplicador del tipo de interés compuesto.

No obstante, existen otros factores que afectan al apetito por el ahorro, por lo que no es infrecuente que coincida en el tiempo un valor máximo en el ahorro de los hogares con un entorno de tipos de interés muy bajos. Este ha sido el caso en España en 2009, en el que el ahorro de las familias se situó en el 13,39% en tasa anual, que suponía el valor más alto en 30 años, coincidiendo con el hundimiento de los tipos de interés (fuente: INE, www.ine.es).

B. En la óptica del prestatario, los tipos de interés bajos o incluso negativos favorecen su acceso a los préstamos en unas condiciones mejores, lo que –a igualdad de oportunidades de inversión y certidumbre económica– debe impulsar el crédito y favorecer la inversión.

Esta consecuencia es particularmente importante desde la óptica de los países de la Zona Euro, que encuentran en los tipos de interés bajos una vía para aumentar su deuda y, con ello, financiar el crecimiento o acometer reformas estructurales.

Es evidente que esta aparente ventaja para los Estados no está exenta de riesgos importantes; por ejemplo, de que los países alcancen un endeudamiento excesivo o de que aumenten su deuda para financiar el gasto corriente en lugar de invertir en palancas de crecimiento.

C. Adicionalmente, el entorno de tipos de interés bajos conlleva el riesgo económico de disminuir el incentivo a que los actores económicos –particulares, empresas y Estados– avancen hacia

una reducción progresiva del apalancamiento, puesto que están accediendo al crédito en condiciones favorables.

De hecho, uno de los mayores riesgos a nivel económico que conlleva un entorno de tipos de interés bajos deriva de que estos actores –sobre todo los particulares y empresas– caigan en la ilusión de pensar que el acceso barato al crédito perdurará siempre y que, por tanto, pueden mantener de forma continuada un nivel de endeudamiento alto. Ante una subida de los tipos de interés, este comportamiento podría derivar eventualmente en una crisis de crédito.

Este tipo de crisis –que ya se dio entre 2008 y 2010 en el mundo, incluyendo la Zona Euro– parte de un súbito incremento del volumen de préstamos impagados, que tiene multitud de implicaciones en distintos órdenes. Entre ellas, cabe citar: inestabilidad financiera, desequilibrios en los balances de los bancos, restricción del acceso al crédito por un endurecimiento de las condiciones de aceptación y, en última instancia, limitación de la inversión y del crecimiento económico.

4.2 Consecuencias en el ámbito financiero

En el ámbito financiero, el entorno actual de tipos de interés en la Zona Euro se traduce en una serie de impactos muy significativos. Merece la pena destacar los cuatro puntos siguientes.

- A. Un entorno de tipos de interés bajos provoca una potencial reducción en los resultados obtenidos por las entidades bancarias. La reducción de los tipos de interés tiende a rebajar el margen de intermediación de los bancos, es decir, la diferencia entre el interés medio de los créditos que conceden y el interés medio al que retribuyen el ahorro, lo que en definitiva acaba mermando el resultado de la cuenta de explotación a nivel sectorial.

Este hecho es más relevante en un contexto de tipos de interés negativos, sobre todo en países –como es el caso de España– donde los bancos son aún reticentes a retribuir el ahorro de los particulares³ con una tasa negativa, lo que estrecha aún más su margen de intermediación.

Este debilitamiento de la capacidad de los bancos de generar beneficios de forma estable supone un riesgo para el sistema financiero en su conjunto, debido al papel clave que desempeñan como intermediarios entre los ahorradores y los demandantes de crédito.

- B. Las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones también podrían ver su rentabilidad mermada en un entorno de tipos de interés persistentemente bajos, aunque a priori el impacto medio en el sector es menor que en el caso de las entidades de crédito.

³ En España, los bancos han comenzado a retribuir con un tipo de interés negativo los depósitos de grandes corporaciones e instituciones del Estado, pero aún no a particulares.

El mayor impacto se da en las entidades aseguradoras en las que se verifican las siguientes condiciones: a) han comercializado productos de ahorro garantizado en una etapa de tipos de interés altos; b) no han hecho coincidir el vencimiento y el perfil de riesgo de sus inversiones con las características de sus obligaciones (es decir, no han matcheado las inversiones); c) y la duración media de los activos es mucho más corta que la duración media de las obligaciones (Matthes, 2014).

Una entidad aseguradora que se encontrase en esta situación tendría que reinvertir en otros activos el valor de los activos que vencen, para soportar las obligaciones de los contratos en vigor (de mayor duración media que los activos). En un entorno de tipos de interés bajos, el tipo de reinversión sería significativamente menor que el tipo de interés de los activos que han vencido (para un mismo nivel de riesgo), lo que se traduciría en pérdidas para la entidad.

- C. Los tipos de interés bajos pueden tentar a los inversores a realizar una búsqueda del rendimiento (*search for yield*, como se conoce en inglés). Considerando que los rendimientos más altos suponen riesgos más elevados, esta estrategia generalmente se traduce en un aumento –consciente o no– del apetito al riesgo.

Volviendo al ejemplo anterior, la entidad aseguradora podría buscar activos con un riesgo más elevado que los activos que han vencido para compensar la diferencia de tipo de interés que habría si reinvierte en un activo de la misma calidad crediticia.

La combinación de este tipo de comportamientos con el enorme volumen de liquidez aportado por el BCE en los últimos años genera las condiciones para que, sin un adecuado control por parte de las instituciones, se genere una dinámica especulativa en los mercados financieros.

A su vez, la aparición de este tipo de dinámicas en los mercados conlleva un doble riesgo: a) la formación de burbujas en el precio de los activos, sobre todo los activos inmobiliarios y la renta variable; b) la incorrecta asignación del capital en función del apetito al riesgo que realmente tiene el ahorrador.

- D. En último lugar, la escasa retribución del ahorro en este entorno de tipos de interés ultra bajos conlleva el riesgo de que los ahorradores –sobre todo los particulares– encuentren poco incentivo en mantener sus ahorros dentro del sistema financiero y prefieran disponer de su dinero en efectivo, lo que supondría un problema enorme para la estabilidad financiera.

La probabilidad de que se materialice este riesgo será relativamente baja mientras que el carácter negativo de los tipos de interés de referencia no se traslade al tipo de interés con el que los bancos retribuyen el ahorro de sus clientes particulares; no obstante, existiría un peligro real si estos tipos de referencia continuasen su incursión en terreno negativo y finalmente los bancos comenzasen a cobrar a sus clientes particulares por los depósitos.

En opinión del autor, este riesgo es el motivo por el cual se está comenzando a trasladar al debate público la posibilidad de reducir progresivamente el efectivo, a través de varias noticias y recomendaciones de diferentes órganos e instituciones de la Unión Europea y la Zona Euro. En este sentido, en junio de 2020, el PSOE llevó al Congreso de los Diputados una proposición no de ley que aboga por “la eliminación gradual del pago en efectivo, con el horizonte de su desaparición definitiva”.

4.3 Influencias en las esferas política y social

Entre las consecuencias que tienen los bajos tipos de interés en las esferas política y social, cabe destacar las tres que se muestran a continuación.

- A. La oportunidad que ofrecen los tipos de interés ultra bajos para que los Estados aumenten su deuda —con unos costes de financiación acotados— abre una ventana de oportunidad para reorganizar las administraciones públicas, hacerlas más eficaces y reducir el gasto corriente sin deteriorar la calidad del servicio público. También supone una magnífica oportunidad para acometer reformas estructurales y transformaciones ambiciosas en los sectores claves de crecimiento.
- B. Los tipos de interés bajos presionan a la baja la rentabilidad de los activos de menor riesgo, como la deuda soberana (por ejemplo, de los propios países de la Zona Euro). Este hecho, unido al menor incentivo al ahorro a largo plazo, se traduce en una creciente dificultad para acumular los ahorros necesarios para vivir tras la jubilación.

Una alternativa es la inversión en activos con un riesgo más elevado (búsqueda del rendimiento, ya citada), que conlleva otro tipo de problemas: falta de alineamiento entre riesgo asumido y apetito real al riesgo, burbujas en la valoración de los activos, etc.

En opinión del autor, el ahorro privado en España y otros países de la Zona Euro será determinante como complemento de la pensión pública de jubilación, que se verá reducida. Por ello, es clave que los Estados comiencen a trabajar en alternativas reales pero ambiciosas para dar solución a este problema.

- C. Algunos autores han encontrado recientemente evidencia empírica de que la política de tipos de interés ultra bajos en la Zona Euro ha propiciado una reducción de la desigualdad en la distribución de la renta en los últimos años, sobre todos en los países de la periferia, como España (Samarina et al, 2019).

Es decir, en estos últimos años el efecto expansivo de la economía que han provocado los tipos de interés ultra bajos en la Zona Euro ha sido suficiente como para reducir la desigualdad en la distribución de la renta. Esto supone una buena noticia para los países de la Zona Euro, sobre todo considerando que, hasta ese momento, la desigualdad en ella había seguido una tendencia alcista durante más de 30 años.

5. Impacto del entorno de tipos de interés actual en el sector asegurador en España

5.1 Consecuencias en la estabilidad financiera y la solvencia de las entidades

El entorno de tipos de interés ultra bajos tiene numerosos impactos en las entidades aseguradoras, más aún en las entidades de Vida. Estos impactos son de índole muy diversa y afectan a multitud de elementos de la cadena de valor de las entidades aseguradoras. Por tanto, pueden analizarse desde diferentes perspectivas, en función del objetivo que se persiga.

El análisis que se realiza en el presente apartado pone el foco en las consecuencias que tiene el entorno actual de tipos de interés sobre la estabilidad financiera y la solvencia de las entidades aseguradoras de Vida que operan en España.

Para ello, se analizarán las implicaciones que tienen los tipos de interés ultra bajos desde una triple óptica:

- El balance contable, diferenciando los impactos en el activo y en el pasivo.
- La capacidad de generación de beneficios (cuenta de resultados).
- El balance económico o de solvencia.

5.1.1 Balance contable: activo y pasivo

El balance contable de las entidades aseguradoras de Vida está muy influenciado por la evolución de los tipos de interés.

Desde el punto del **activo**, la evolución de los tipos de interés tiene impacto en el valor de los activos financieros que lo integran, más elevado en los que se valoran a valor razonable que los valorados a coste amortizado.

El activo con mayor peso en el balance de las entidades aseguradoras en España a cierre de 2019 era la deuda pública, que se situaba en el 56% a nivel sectorial, cifra que se incrementaba al 62% para las entidades aseguradoras de Vida. La deuda corporativa también tuvo un peso relevante en el activo, aunque muy inferior al de la deuda pública, situándose en el entorno del 18% en los últimos años (fuente: ICEA).

Por lo tanto, la influencia de la bajada de tipos de interés sobre el activo del balance asegurador viene muy determinada por el impacto que tiene el descenso de tipos sobre la deuda pública y corporativa, que puede resumirse en los siguientes puntos:

- La bajada de tipos de interés supone un aumento del precio de los bonos soberanos y, por tanto, un incremento del valor de la cartera.

- En el caso de la deuda corporativa, el efecto es el mismo, sumando la influencia que tiene la evolución de los tipos de interés sobre la prima asociada al riesgo de crédito del emisor. A priori esta evolución puede ir en cualquier sentido, aumentando el precio del bono, disminuyéndolo o sin apenas influencia.

Por el lado del **pasivo**, las obligaciones que tiene las entidades aseguradoras de Vida –como consecuencia del negocio que tienen vivo– están directamente influidas por los tipos de interés en el mercado. En concreto, el cálculo de las provisiones técnicas se realiza descontando los flujos de las obligaciones futuras considerando unos tipos de interés de mercado.

Conforme se reducen los tipos de interés, se incrementa las provisiones técnicas resultantes del cálculo del descuento, suponiendo que se mantiene constante el flujos de obligaciones futuras. En el caso de que los tipos de descuento sean negativos, las provisiones técnicas serían superiores a la suma aritmética de los flujos de las obligaciones futuras.

Por tanto, el entorno de tipos de interés ultra bajos está introduciendo una presión continua y creciente –dado que los tipos de interés continúan a la baja– por el lado del pasivo del balance de las entidades aseguradoras.

Este impacto es más acusado en las entidades de Vida que en las que operan en No Vida, dado que el flujo de obligaciones futuras suele extenderse más en el tiempo en las primeras que en las segundas.

5.1.2 Capacidad de generación de beneficios

El descenso de los tipos de interés merma la capacidad de generación de beneficios por el lado del resultado financiero, producto de la contracción en los rendimientos en los activos financieros de renta fija.

Asimismo, pueden generarse asimetrías importantes en el diferencial entre las rentabilidades comprometidas en el pasivo y las rentabilidades que la entidad aseguradora logra obtener con sus activos.

Existen además algunos elementos de influencia indirecta de un entorno de tipos de interés ultra bajos sobre la cuenta de resultados de las compañías aseguradoras de Vida. A modo de ejemplo, cabe resaltar las tensiones que introduce una situación de tipos como la actual sobre determinados productos de la oferta aseguradora de Vida, lo que conlleva una necesidad de adaptación y transformación en las entidades aseguradoras. A corto o medio plazo esto puede reducir el resultado técnico por diversas cuestiones: falta de experiencia en la comercialización de los nuevos productos, falta de competitividad en la nueva oferta, incremento de los gastos de gestión, etc.

5.1.3 Balance económico o de solvencia

En el ámbito de Solvencia II, los pasivos se valoran a partir de la curva de tipos de interés de EIOPA. Una disminución de los tipos de interés en dicha curva supone un incremento del valor de las provisiones técnicas, por los mismos motivos que los expuestos en el caso del pasivo del balance contable. No obstante, ha de tenerse en cuenta que el método de cálculo que considera EIOPA utiliza el tipo de interés último para las obligaciones a más largo plazo, que es muy superior en la actualidad a los tipos de mercado. Este hecho supone un efecto de atenuación del incremento de las obligaciones en relación con lo que ocurre en el caso del balance contable.

En el activo, las entidades aseguradoras de Vida han de tratar de encontrar instrumentos que les otorguen un plus de rentabilidad, para compensar la reducción de los tipos de interés de la deuda soberana y la deuda corporativa. Este aumento del apetito al riesgo en las inversiones se traduce en unos mayores requisitos del Capital de Solvencia Obligatorio (SCR, por sus siglas en inglés).

En resumen, los dos impactos más destacados que causa la reducción de los tipos de interés – aumento de las provisiones técnicas y del Capital de Solvencia Obligatorio– tienen efectos en el mismo sentido: hacia el deterioro en el nivel de solvencia de las entidades aseguradoras de Vida.

5.2 Respuesta del sector asegurador al entorno de bajos tipos de interés

La situación descrita ha requerido que las entidades de Vida en el sector asegurador nacional articulen una serie de medidas, algunas de ellas de muy alto impacto en el negocio, para adaptarse al entorno de tipos de interés existente.

En este apartado se exponen las que, a juicio del autor, constituyen las principales actuaciones llevadas a cabo a nivel sectorial para combatir los efectos negativos de unos tipos de interés en niveles ultra bajos, ordenadas en los siguientes ejes de análisis: a) oferta de productos y servicios; b) gestión de inversiones; c) gestión de riesgos; d) gestión del capital; e) otros ámbitos del negocio asegurador.

Desde un punto de vista metodológico, la identificación y estudio de las medidas implementadas en los cinco ejes de análisis se ha realizado utilizando las fuentes y materiales indicados a continuación:

- Informes sobre la situación financiera y de solvencia de las principales entidades aseguradoras de Vida en España.
- AFI, nota técnica de seguros número 33, de 15 de junio de 2020, sobre el análisis de los informes sobre la situación financiera y de solvencia de las principales aseguradoras nacionales correspondientes al ejercicio 2019.
- AFI, nota técnica de seguros número 29, de 31 de octubre de 2019, sobre el impacto del entorno de tipos de interés bajos en las aseguradoras.

- Otra documentación sobre gestión de riesgos y gestión de inversiones hallada en los sitios web de las principales entidades aseguradoras de Vida en España.

Adicionalmente, se ha empleado la técnica de *mystery shopping* de forma exclusiva para el análisis de la oferta de productos y servicios, con el objetivo de profundizar en los detalles técnicos de los productos comercializados por las principales entidades de Vida que operan en España.

Los principales datos del estudio pueden resumirse en los siguientes puntos:

- Los contactos se realizaron por teléfono y a través de email; no se realizó ningún contacto presencial.
- La ejecución del estudio se realizó entre el 8 de junio de 2020 y el 31 de agosto de 2020.
- Los contactos con las entidades aseguradoras incluidas en el estudio fueron realizados en su mayor parte por personas con conocimientos financieros medios o bajos, para evitar sesgos y obtener información más detallada.
- Se contactó con 15 entidades aseguradoras con oferta específica de Vida, con más de 40 contactos efectivos en total.
- La información adquirida en la comunicación telefónica y por email fue contrastada y enriquecida con la consulta a los sitios web de las entidades analizadas.
- Sólo se incluyeron productos de Vida en el análisis, con un foco mayor en productos de ahorro y rentas que en productos de riesgo.

5.2.1 Oferta de productos y servicios

La oferta de productos y servicios es el ámbito del negocio en el que quizá se ha producido un mayor impacto en las entidades aseguradoras de Vida como consecuencia del entorno actual de tipos de interés.

Se han producido cambios sustanciales en prácticamente todos los tipos de productos de Vida, pero estos han sido especialmente profundos en la gama de ahorro, donde no es aventurado indicar que se ha vivido una transformación de la oferta de una magnitud que no se vivía desde hacía varias décadas.

En las siguientes páginas se exponen los principales cambios acaecidos en la oferta de Vida en España, sintetizados en doce puntos. El lector advertirá que en la exposición de estos puntos no se realiza una descripción de las características básicas de los diferentes tipos de productos de Vida ni de sus detalles técnicos. El motivo es que el autor entiende que este contenido aportaría poco al cumplimiento de los objetivos de la presente Memoria y podría desviar la atención sobre las conclusiones principales que sí lo hacen; además, esta información es accesible fácilmente en cualquier diccionario de seguros o página especializada.

A. La oferta de productos de ahorro garantizado en el ámbito del negocio individual se ha reducido de forma muy sustancial en el mercado asegurador nacional.

En la siguiente tabla se muestra, para un conjunto de entidades aseguradoras representativas de la oferta de productos de Vida en España, la oferta de productos de ahorro garantizado que estas tenían disponible para los asegurados particulares en el momento de realizar el estudio, ya citado, mediante técnica de *mystery shopping*.

En concreto, para cada una de las entidades aseguradoras analizadas, se muestra si, en el momento del estudio, disponía de los siguientes productos en su oferta: a) Plan de Previsión Asegurado (PPA en adelante); b) Plan Individual de Ahorro Sistemático (PIAS en adelante) o Seguro Individual de Ahorro a Largo Plazo (SIALP en adelante), ambos productos con ventajas de tipo fiscal; c) algún otro producto de ahorro garantizado destinado a tomadores particulares.

Entidad	PPA	PIAS-SIALP	Otro Ahorro Garantizado
	✓	✓	✓
	✓	✓	✗
	✗	✓	✗
	✗	✓	✓
	✓	✓	✓
	✗	✗	✓
	✓	✗	✗
	✓	✗	✓
	✗	✗	✗
	✓	✓	✗
	✗	✗	✓
	✓	✓	✓
	✓	✓	✓
	✓	✓	✗

Fuente: *mystery shopping* y elaboración propia

En la tabla puede observarse que alguna entidad ha cerrado completamente las gamas de ahorro garantizado para particulares, si bien la mayoría de ellas conservan algún producto de ahorro entre las tipologías analizadas. De forma generalizada, todas ellas han limitado la amplitud de la gama con respecto a la que ofertaban hace no más de dos o tres años.

- B. En los productos de ahorro garantizado para particulares, el tipo de interés técnico bruto que se ofrece es bajo, y no suele superar el 0,5%.

El tipo de interés máximo publicado por la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP en adelante) a efectos del cálculo de provisiones técnicas en 2020 se sitúa en el 0,59%; aunque no existe impedimento legal para que las entidades aseguradoras oferten productos de ahorro con unos tipos de interés por encima de este máximo a efectos de provisiones, en la práctica la mayoría de las entidades toman este valor como la garantía máxima en sus gamas de ahorro.

Tras la aplicación de los gastos de adquisición y administración de los productos, el tipo de interés neto para el tomador se reduce aún más. En un porcentaje importante de las ofertas analizadas este valor neto es muy cercano a cero; de hecho, un punto básico (es decir, 0,01%) es un valor de referencia en el sector asegurador de Vida actual para la garantía neta que recibe el cliente.

Es muy relevante el hecho de que el sector asegurador no haya transitado el terreno hacia garantías netas negativas en el ámbito del ahorro particular; a juicio del autor, constituye uno de los mayores esfuerzos del sector para mantener una oferta competitiva en el entorno actual de tipos de interés. No obstante, los límites de rentabilidad de los productos están cada vez más tensionados por la persistencia a la baja de los tipos de interés, con lo cual no puede garantizarse que el sector esté en condiciones de continuar con esta medida en el medio plazo.

- C. A nivel de diseño técnico, en los productos de ahorro para particulares están surgiendo estructuras de garantías novedosas, algunas de ellas importadas de otros mercados de la Zona Euro.

Algunos ejemplos de características que merece la pena citar son los siguientes:

- Esquemas de gastos de administración variables que arrojan un interés técnico neto negativo durante la mayor parte de la vida de la póliza, salvo a vencimiento o en un periodo corto antes del vencimiento.
- Tipo de interés garantizado por anualidades, variable en función de la evolución de alguna magnitud de mercado, como el tipo de interés máximo anual fijado por la DGSFP para el cálculo de provisiones técnicas.

- Interés técnico adicional o participación en beneficios creciente conforme la póliza se acerca a su vencimiento, a modo de incentivo por fidelidad.

D. El análisis de los productos de ahorro garantizado en el ámbito del negocio colectivo arroja como primera conclusión el abandono prácticamente completo del negocio de prestación definida o macheado. Las carteras de ahorro que aún tienen las entidades aseguradoras vinculadas a este negocio están generando problemas muy serios, dado que los tipos de interés comprometidos con los tomadores en ellas llegan a ser muy altos (del 6% o incluso un valor superior en algunas entidades), lo que introduce una gran tensión en la cuenta de explotación de las entidades en un entorno de tipos de interés como el actual.

Derivado de este hecho, las entidades aseguradoras que tienen un volumen importante de este negocio han implementado estrategias de gestión de cartera o *In-Force Management* (como se conocen en el sector asegurador). Con ello buscan minimizar el impacto negativo de estas carteras a través de iniciativas de diversa índole, entre ellas: movilización de pólizas, reestructuración de activos o acuerdos con los tomadores para el rescate anticipado a cambio de un incentivo (por ejemplo, un porcentaje adicional sobre la provisión matemática).

El negocio colectivo de aportación definida continúa activo en las entidades aseguradoras que han apostado por él en los últimos tiempos, como Mapfre, VidaCaixa o Santander Seguros, por citar algunos ejemplos. No obstante, existe una diferencia sustancial con respecto al negocio de ahorro para particulares: en el primero ya hay en el mercado una parte de la oferta que arroja un tipo de interés neto negativo para el tomador.

Por el momento, las entidades aseguradoras han limitado casi exclusivamente esta característica a pólizas para grandes empresas y corporaciones, que tienen una vocación de ahorro a largo plazo y son capaces de comprender y aceptar una garantía neta inferior a cero de forma temporal y coyuntural.

E. La gama de rentas actuariales o aseguradas, tanto vitalicias como temporales, también se ha estrechado de forma muy importante y generalizada en los últimos años. En la actualidad es un negocio de escaso volumen en la mayor parte de entidades aseguradoras de Vida, incluso residual en algunas de ellas. Como excepción, algunas entidades que continúan activas en este negocio, la principal de ellas VidaCaixa.

En el caso de las entidades que no tienen apetito por el negocio de rentas actuariales en este entorno de tipos de interés ultra bajos, es preciso indicar que aquellas que tienen una oferta de productos en los que ha de permitirse el rescate en forma de renta –PPA o PIAS, por ejemplo– mantienen por este motivo las rentas actuariales dentro de su oferta, si bien no desarrollan ningún tipo de acción para promocionarlas.

El espacio en la oferta que han dejado las rentas actuariales no ha sido ocupado –al menos de forma importante– por las rentas financieras, que no acaban de consolidarse como alternativa atractiva para la fase de desacumulación en el ciclo vital de los asegurados.

- F. La oferta de productos de ahorro con riesgo tomador o Unit Linked ha crecido de forma sustancial, tanto en volumen de negocio como en amplitud y diversidad de la gama. Puesto que el tomador asume total o parcialmente el riesgo de la inversión, este tipo de oferta es prácticamente inmune a la evolución de los tipos de interés, desde el punto de vista de la entidad aseguradora.

Además, la inexistencia de un tipo de interés garantizado para el tomador hace que sean productos con una contribución muy baja al Capital de Solvencia Obligatorio (SCR), lo que constituye un segundo elemento de atractivo para el asegurador.

En España, el apetito por la oferta de productos Unit Linked es aún limitada, al menos en comparación con otros países de la Zona Euro. Esto explica por qué aún existe una elevada demanda por productos de ahorro garantizado pese a la contracción de la oferta, mientras que el volumen de primas en productos Unit Linked crece a un ritmo muy inferior al que lo hace la variedad y profundidad de la oferta en el sector.

- G. En los productos Unit Linked, algunas entidades ofrecen soluciones de arquitectura abierta, que permiten invertir en un volumen muy elevado de opciones de inversión de diferentes gestoras, e incluso dan la opción de incorporar otras opciones o fondos de inversión a demanda. Este es el caso de Axa, Caser o PSN, por citar algunos ejemplos.

La gran mayoría de entidades aseguradoras, en cambio, ofrecen en sus productos Unit Linked un número limitado de opciones de inversión subyacente.

En este segundo grupo, algunas entidades han incluido en sus productos opciones de inversión más sofisticadas, consistentes en fondos de fondos; es decir, fondos de inversión cuyos activos subyacentes son otros fondos de inversión. Este tipo de soluciones permiten aumentar las alternativas de inversión al tiempo que se mantiene la simplicidad de la oferta. Como ejemplo de aseguradoras que han incorporado este tipo de opciones en su gama cabe citar a Mapfre y Generali.

- H. Una parte de la oferta de Unit Linked se ha desarrollado en forma de productos híbridos, aquellos que combinan opciones de inversión en las que el tomador asume el riesgo, con otras opciones de inversión con un tipo de interés garantizado.

De ese modo, el tomador sólo asume parcialmente el riesgo de la inversión, quedando el resto del riesgo dentro de la entidad aseguradora. Normalmente se establecen ciertas reglas de equilibrio entre la parte garantizada y no garantizada para que ninguna de las partes – tomador y entidad aseguradora– superen determinados umbrales en el reparto del riesgo.

Este tipo de propuestas permite a las entidades aseguradoras realizar una transición más suave entre la oferta de ahorro garantizado y los productos Unit Linked, tanto a nivel de los tomadores como de los canales de distribución.

Las compañías más activas en el mercado nacional en el impulso de los productos híbridos han sido Axa y Generali.

- I. Las soluciones que ofrecen un determinado nivel de protección del capital están también ganando progresivamente terreno en el sector, si bien aún su desarrollo no es generalizado.

Hace tres o cuatro años la oferta de soluciones con protección de las aportaciones estaba muy enfocada a productos indexados simples, caracterizados por: a) vencimiento a corto plazo, siendo frecuentes horizontes de 12 a 18 meses; b) un cierto nivel de protección de las aportaciones, que podía llegar al 100%, vinculado a no superar determinado nivel mínimo en la evolución de un índice de referencia; c) un cupón o esquema de cupones vinculados también por lo general a la evolución del índice.

En los últimos dos años, la oferta de soluciones aseguradoras protegidas ha ido incorporando otro tipo de soluciones. Merece la pena destacar:

- El desarrollo de productos indexados a más largo plazo (usualmente entre 7 y 10 años), con mecanismos de protección más complejos. En esta tipología de productos cabe destacar el nivel de actividad de entidades como Mapfre y Axa.
- La aparición en el mercado de fondos que disponen de mecanismos de protección que evitan que el valor de la participación caiga por debajo de un determinado valor de referencia, que normalmente se fija en el 80 u 85% del valor máximo alcanzado por el fondo en la cotización diaria. Mapfre y Generali son ejemplos de entidades que han lanzado este tipo de fondos en España en los últimos años.
- El desarrollo, si bien aún incipiente, de soluciones de protección del capital con técnicas avanzadas de cobertura. Axa y Nationale Nederlanden son las entidades de referencia en España en esta tipología de productos.

- J. Recientemente ha empezado a consolidarse en el sector una tendencia hacia el desarrollo de soluciones Unit Linked con estructura modular. Esta tipología de soluciones se caracteriza por incluir coberturas propias de otras gamas de seguros personales como parte del producto Unit Linked, adicionalmente a la cobertura de fallecimiento que le confiere naturaleza de producto asegurador de Vida.

Por tanto, permiten a las entidades aseguradoras aumentar la rentabilidad de los productos Unit Linked y fidelizar en mayor medida a sus asegurados; para estos últimos, suponen una

alternativa para cubrir varias necesidades aseguradoras –de protección y de ahorro– con un único contrato.

La amplitud y tipología de las coberturas que pueden incluirse dentro de este tipo de productos son muy diversas: enfermedades graves; protección de pagos en caso de accidente o desempleo; garantía de aportaciones realizadas en la póliza en caso de fallecimiento del asegurado; etc.

Desde un punto de vista de la opcionalidad, la contratación de las coberturas adicionales suele ser voluntaria; no obstante, ciertas coberturas pueden hacerse obligatorias en ocasiones si forman parte fundamental de la proposición de valor del producto.

Mapfre y Nationale Nederlanden son ejemplos de entidades que han comenzado a desarrollar el enfoque modular en sus productos Unit Linked.

- K. La oferta de productos con riesgo tomador está enriqueciéndose con funcionalidades y soluciones digitales, tanto para los tomadores como para los distribuidores. Algunas son herramientas de asesoramiento automático, conocidas como *robo-advisors* (para tomadores) o *robo-for-advisors* (para distribuidores).

También comienzan a aparecer en la oferta otros productos innovadores, aunque aún de forma incipiente. Es el caso de aquellos que permiten invertir pequeños ahorros o el dinero sobrante de una compra hasta una cantidad.

- L. Han aparecido en el mercado diversas soluciones aseguradoras de productos PIAS y SIALP vehiculadas a través de estructuras y diseños técnicos en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. Axa, Mapfre y Generali son algunas de las entidades aseguradoras que disponen de una oferta de productos con este enfoque.

En el caso particular de las soluciones de tipo SIALP, la necesidad de garantizar el 85% de las aportaciones realizadas a vencimiento⁴, ha llevado a algunas compañías aseguradoras a emplear opciones de inversión basadas en productos indexados con una protección mínima del 85% del capital, como es el caso de Mapfre.

- M. Las inversiones sostenibles empiezan a ganar terreno entre las opciones de inversión en los productos con riesgo tomador. Algunas entidades aseguradoras han incorporado esta característica dentro de la oferta de valor del producto, por el creciente interés que suscita este tema en la ciudadanía.

⁴ Requisito legal recogido en la Ley 26/2014, de 27 de noviembre, por la que se modifican la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, y otras normas tributarias.

Es más, la sensibilidad por considerar los elementos de sostenibilidad a la hora de decidir dónde invertir el dinero tiene vínculos con importantes factores a nivel económico, político y social, por lo que todo invita a pensar que se consolidará como una tendencia de largo plazo.

Se está trabajando ya a nivel europeo para acompañar esta tendencia con un marco legal adecuado y suficientemente específico, que ofrezca a los tomadores información detallada, transparente y comprensible sobre los elementos de sostenibilidad presentes en las inversiones subyacentes de sus productos aseguradores.

- N. En los productos de riesgo, los cambios en la oferta motivados por el entorno de tipos de interés han sido mucho menos importantes que en la parte de ahorro, dado que el impacto de los tipos es mucho menor que en estos últimos.

La evolución que se está viviendo en la oferta, ya sea en particulares o en colectivos, responde a dinámicas internas del negocio y no a la influencia directa de la situación de tipos de interés, motivo por el que no se entiende necesario entrar en más detalles.

5.2.2 Gestión de inversiones

La gestión de inversiones constituye otro de los ámbitos en el que las entidades aseguradoras de Vida en España han tenido que realizar un mayor esfuerzo para adaptarse a un entorno de tipos de interés sumamente bajos.

Por un lado, las compañías han tenido que hacer frente a la reducción de los rendimientos de la deuda pública y la deuda corporativa, arrastrados por el entorno de tipos de interés. Para ello, han revisado sus políticas y procedimientos de gestión de las inversiones, con el objetivo de aumentar su apetito al riesgo de forma progresiva. Como consecuencia de la aplicación de las nuevas políticas, la composición de algunas carteras de inversión ha comenzado a experimentar cambios importantes, aumentando la exposición a títulos de renta variable y bonos de alto rendimiento, estos últimos conocidos en ocasiones por su denominación en inglés, bonos *high yield*⁵.

Asimismo, se ha generalizado en el sector asegurador de Vida el uso de técnicas de gestión que permiten contrarrestar o paliar el efecto que tiene la evolución de los tipos de interés sobre las carteras de inversión.

Las técnicas más extendidas son de tipo pasivo; es decir, la gestión se basa en la consideración de que los precios de los instrumentos financieros (bonos, títulos de renta variable, etc.) son adecuados y el mercado funciona con eficiencia. No obstante, existen técnicas de gestión activa basadas en la

⁵ Los bonos de alto rendimiento o *high yield* son aquellos emitidos por entidades que tienen una calificación crediticia por debajo de un cierto límite (por ejemplo, BBB- para Standard & Poor's o Baa3 para Moody's). La proporción de bonos *high yield* en una cartera de inversión suele emplearse como indicador del apetito al riesgo del tenedor de la cartera.

estimación de los movimientos futuros en los tipos de interés –incluyendo los precios en el mercado– para sacar una ventaja en la gestión; estas técnicas de gestión activa son aún poco empleadas en España.

Entre las medidas de tipo pasivo, existen dos técnicas ampliamente extendidas: el casamiento de flujos –conocido en ocasiones como *cash flow matching*, por su denominación en inglés– y la inmunización por duraciones.

- **Casamiento de flujos**

La técnica consiste en realizar un casamiento tal que los flujos de caja de los activos y de los pasivos sean idénticos. Su aplicación se basa en la reestructuración de los instrumentos financieros en la parte del activo, tanto el principal como los cupones, para que los flujos resultantes coincidan exactamente con el flujo esperado de obligaciones en el pasivo.

Uno de los elementos clave en la aplicación de esta técnica es la obtención de una estimación precisa de los flujos esperados en el pasivo. Este hecho es relevante, dado que normalmente existe una incertidumbre inherente a estos flujos, lo que se traduce en la dificultad de alcanzar una estimación fiel. Cuanto más pobre sea la estimación de los flujos del pasivo, menos estrecho será el casamiento de flujos resultante.

El casamiento de flujos presenta una serie de limitaciones adicionales que hacen que normalmente no sea posible contrarrestar completamente el impacto de la evolución de los tipos de interés. Por ejemplo, no considera la volatilidad de los mercados ni las opciones que existen en algunos tipos de instrumentos financieros; no recoge fielmente las necesidades futuras de las entidades aseguradoras (como la posibilidad de que una insuficiente liquidez obligue a deshacer posiciones); etc.

- **Inmunización por duraciones**

La fuente teórica de la técnica de inmunización por duraciones se remonta a 1971, año en que Lawrence Fisher y Roman L. Weil enunciaron el teorema que lleva su nombre. Estos autores expusieron en su teorema que la inmunización contra el riesgo de tipos de interés en una cartera de bonos se consigue si la duración de Macaulay de la cartera coincide con el horizonte de inversión.

La técnica de inmunización por duraciones consiste, por tanto, en la reestructuración de la cartera de activos de modo que el efecto de la evolución de los tipos de interés sobre las obligaciones de la entidad aseguradora –es decir, sobre el pasivo– sea compensado por el cambio correspondiente sobre la valoración de los activos.

La inmunización por duraciones no puede mantenerse en el tiempo de forma perfecta, dado que la evolución de los tipos de interés afecta también a la duración. De ese modo,

una cartera que esté completamente inmunizada por duraciones en un determinado momento puede perder con el tiempo parte de esa inmunidad por una modificación de las duraciones de activos y pasivos, que dejarían de coincidir. Por ello, esta técnica requiere que se realicen revisiones periódicas para el ajuste de duraciones.

La inmunización por duraciones tiene otras limitaciones, entre las que cabe destacar: la escasa protección ante cambios en la forma de la curva de tipos de interés; el peor funcionamiento cuando los cambios en los tipos de interés son súbitos y de alto valor; o las dificultades que existen para considerar la gran cantidad de opciones que tienen entidades aseguradoras y tomadores y que incluyen directamente en la duración media del activo y del pasivo.

Por último, algunas entidades aseguradoras de Vida han comenzado a apostar de una manera más activa en los últimos años por el empleo de productos derivados (como los denominados *asset swaps*) que les ofrecen una mayor flexibilidad en la gestión de las inversiones en un entorno de tipos de interés sumamente bajos, a cambio del precio de la cobertura.

5.2.3 Gestión de riesgos

El informe *Insurance Banana Skin* es una publicación bienal de la consultora PricewaterhouseCoopers en la que se analizan los principales riesgos que afronta el sector asegurador. La particularidad del informe es que la evaluación de los riesgos se realiza por las propias entidades aseguradoras participantes en el estudio; estas han sido más de 900 en todo el mundo en el último informe de 2019, de las que 32 son compañías que operan en España.

Los resultados del informe han situado el riesgo de tipos de interés como el más destacado en el sector asegurador español en los años 2015 y 2017. A la fecha de elaboración de la presente Memoria no se disponen de los resultados de 2019 desagregados por países, si bien a nivel europeo el riesgo de tipos de interés había caído al 6º lugar (desde el primer lugar también en 2015 y 2017) en la valoración de las entidades aseguradoras.

Es evidente, por tanto, que ha existido en el sector asegurador nacional una preocupación muy intensa por la gestión del riesgo de tipos de interés en los últimos años, de forma particular entre las entidades que operan en Vida; asimismo, se constata que la trascendencia que las entidades aseguradoras otorgan a la gestión de este riesgo está disminuyendo progresivamente conforme la situación de tipos de interés ultra bajos se va prolongando en el tiempo –convirtiéndose en la nueva normalidad– y las entidades van adaptando sus políticas, procedimientos, procesos y sistemas para optimizar la gestión de este riesgo.

El riesgo de tipos de interés se correlaciona con otros riesgos que deben ser gestionados por las entidades aseguradoras de Vida. Por ejemplo, en el enfoque modular de riesgos que se establece en

el Reglamento de Solvencia II⁶, el submódulo de riesgo de tipos de interés del módulo de mercado tiene una correlación de 0,5 con los submódulos de renta variable, inmuebles y diferencial (asociado a una disminución de la curva de tipos) y una correlación de 0,25 con el submódulo de divisas.

Esta correlación entre riesgos implica que la gestión integral de riesgos en las entidades aseguradoras de Vida en un entorno de tipos de interés ultra bajos deba ir más allá de la pura gestión del riesgo de tipos de interés.

En este sentido, los estrictos requisitos normativos derivados de la normativa de Solvencia II –que entró en vigor el 1 de enero de 2016 en España y el resto de los países miembros de la UE– han supuesto un marco de referencia clave para la transformación de la gestión de riesgos en los últimos años en el sector asegurador de Vida nacional.

Los elementos más destacados de estos estándares comunes que se están desarrollando a nivel sectorial son, a juicio del autor, los siguientes:

- El desarrollo y optimización de un sistema de gestión de riesgos homogéneo, que incluye la identificación del mapa de riesgos, la evaluación de cada riesgo y las relaciones entre ellos, su gestión y control de forma priorizada y la comunicación interna y externa.
- La integración del proceso de Evaluación Interna de Riesgos y Solvencia (ORSA, por sus siglas en inglés) en el ciclo de planificación estratégica y de gestión del capital, lo que posibilita a las entidades aseguradoras adecuar la estrategia de la entidad en función de la evolución de su posición de solvencia y su perfil de riesgo.
- La relación cada vez más coordinada y eficiente entre la función de gestión de riesgos y el resto de las funciones que participan en el sistema de control interno de las entidades aseguradoras: funciones operativas como primera línea de defensa; la función de cumplimiento y la función actuarial en segunda línea de defensa (junto con la propia función de gestión de riesgos); y la función de auditoría interna, como tercera línea de defensa.

Además de estos elementos comunes que se van generalizando en el sector asegurador de Vida a nivel nacional, algunas entidades han comenzado a transitar el camino hacia el desarrollo de modelos internos de gestión de riesgos y cálculo del Capital de Solvencia Obligatorio (SCR, por sus siglas en inglés). Estos modelos no suelen ser generales, al menos por el momento, sino que están restringidos a un subconjunto de módulos o submódulos de riesgos.

⁶ Reglamento delegado (UE) 2015/35 de la Comisión de 10 de octubre de 2014 por el que se completa la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II).

5.2.4 Gestión del capital

Las entidades aseguradoras de Vida en España tienen en el Reglamento de Solvencia II un marco de referencia muy relevante por su exhaustividad, tal y como sucede también para la gestión de riesgos.

La aplicación de estos estrictos requisitos legislativos, en combinación con una adecuada gestión del capital en el sector en la etapa anterior a la introducción de Solvencia II, explican que no hayan existido problemas relevantes de solvencia en el sector asegurador nacional pese al entorno de tipos de interés ultra bajos que persiste en los últimos años; ni siquiera en las entidades aseguradoras de Vida, más expuestas a los efectos negativos de este contexto.

Estas entidades de Vida han conseguido en los últimos años capitalizarse con un volumen suficiente de fondos propios admisibles, al tiempo que realizaban una gestión de los riesgos tal que les permitía acotar el Capital de Solvencia Obligatorio (SCR), haciendo uso de herramientas diversas, tales como la gestión del reaseguro, la diversificación de riesgos o el aprovechamiento de las medidas transitorias incluidas en la normativa de Solvencia II.

En los últimos meses, la crisis provocada por la COVID-19 está sometiendo a un estrés adicional a la ratio de solvencia de las entidades aseguradoras de Vida, por el doble efecto de la reducción de los fondos propios admisibles y el incremento del Capital de Solvencia Obligatorio (SCR) que, a su vez, deriva del crecimiento de algunos de los riesgos más relevantes del mapa de riesgos de las entidades de Vida: mortalidad, enfermedad, caída de cartera de Vida, etc.

En función de la evolución de la pandemia y sus consecuencias a nivel financiero, económico, político y social, las entidades aseguradoras de Vida podrían tener que revisar sus políticas de gestión del capital en el corto plazo para evitar un debilitamiento de sus niveles de solvencia, que podría generalizarse e incluso convertirse en sistémico.

5.2.5 Otros ámbitos del negocio asegurador

La respuesta de las entidades aseguradoras de Vida a los impactos de una situación de tipos de interés ultra bajos se extiende a otros muchos ámbitos del negocio asegurador, en ocasiones como elemento colateral a las medidas que ya han sido expuestas en el presente apartado.

A juicio del autor y sin ánimo de exhaustividad, es relevante destacar algunas de estas otras actuaciones que han impulsado las entidades de Vida para hacer frente a las consecuencias –directas e indirectas– de unos tipos de interés persistentemente bajos:

- Desarrollo de planes de formación entre sus empleados y mediadores para exponer los motivos que obligan a realizar cambios importantes en la oferta de productos y servicios y dar a conocer los detalles la nueva oferta conforme esta se va desplegando.

- Especialización de una parte de la red en determinados productos (por ejemplo, Unit Linked o indexados) o incluso desarrollo de nuevas redes de especialistas.
- Revisión de los esquemas de objetivos e incentivos comerciales, para adaptarlos a la nueva oferta de productos y servicios.
- Aumento de la inversión en el ámbito de la gestión de inversiones, por el aumento del peso de productos de tipo Unit Linked. Asimismo, desarrollo de acuerdos de colaboración con gestoras de inversión y, en menor medida, operaciones corporativas para su adquisición.
- Impulso de medidas de coordinación y trabajo conjunto entre las siguientes funciones: desarrollo de producto y suscripción, servicio actuarial, gestión de inversiones, gestión de riesgos y cumplimiento normativo.
- Articulación de planes de excelencia operativa y de optimización de gastos generales e inversiones, como elemento de alivio parcial de las tensiones en la cuenta de resultados. En este mismo sentido, endurecimiento del control en la mesa de compras.

6. Análisis de la crisis japonesa de principios de la década de los 90

En 1991 se produce en Japón el estallido de una enorme burbuja que se había creado en los precios de la renta variable y los activos inmobiliarios. Este hecho provoca una serie de consecuencias, unas de ellas directas y otras derivadas de actuaciones en materia de política monetaria de las autoridades japonesas, que provocan una caída rápida y muy persistente de los tipos de interés, hasta niveles no conocidos hasta ese momento en las economías avanzadas.

La experiencia japonesa en la crisis que se inicia a principios de la década de los 90 supone, por tanto, un caso de estudio muy interesante en cualquier análisis sobre las causas, consecuencias y acciones mitigadoras –tanto a nivel gubernamental como empresarial– en un entorno de tipos de interés ultra bajos.

De hecho, cuando en 2008 estalló la crisis financiera mundial, golpeando con dureza a la totalidad de las economías avanzadas y hundiendo en ellas los tipos de interés nominales y reales, las autoridades japonesas ya habían estado lidiando con un contexto de tipos de interés persistentemente bajos durante más de una década y media.

6.1 Antecedentes y desarrollo de la crisis

En este apartado se presentan los antecedentes y el desarrollo de la crisis japonesa que se inicia a principios de la década de los 90. El periodo de análisis se circunscribe a tres décadas, de 1978 a 2008; es decir, desde más de una década antes de inicio de la crisis hasta prácticamente dos décadas después.

El objetivo no es, por tanto, llegar a obtener conclusiones hasta el tiempo presente, pues aquellas que se extrajeran con posterioridad a 2008 tendrían que contemplar también los efectos de la crisis financiera que se inicia ese año, y no únicamente los efectos de más largo plazo de la crisis de la última década del siglo XX.

6.1.1 Antecedentes e inicio de la crisis

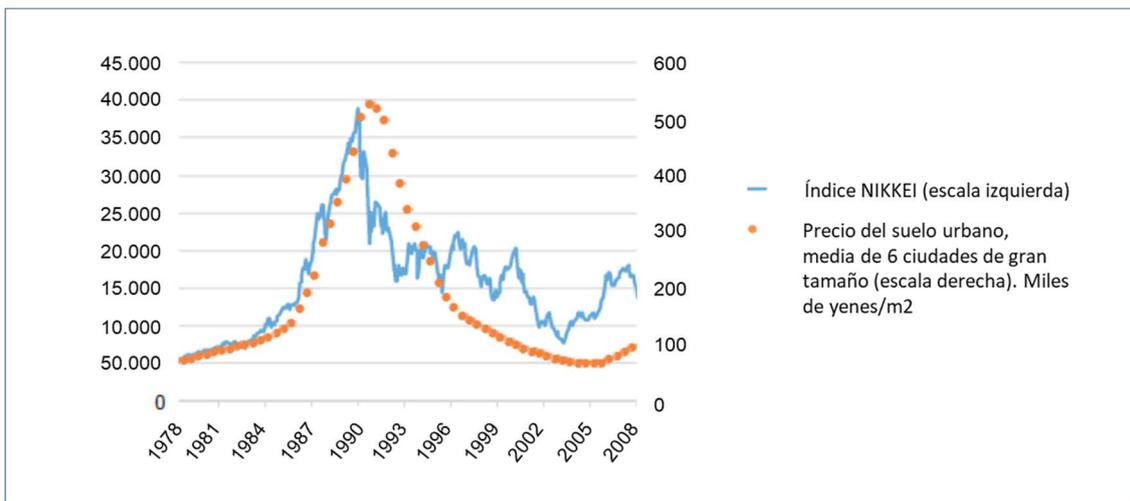
Existe un consenso amplio en situar el inicio de la crisis japonesa en 1991, momento del estallido de la burbuja que se había generado en el precio de la renta variable y los activos inmobiliarios.

Esta burbuja había crecido desde mediados de la década de los años 80 producto de las políticas de inversiones de las entidades financieras niponas, que se aprovecharon del enorme excedente comercial de Japón desde el inicio de los años 80 y lo canalizaron a través de diferentes medios hacia el mercado de renta variable y el mercado inmobiliario.

Ambos mercados entraron en una espiral alcista, realimentándose el uno al otro. Ello provocó que la burbuja de precios creciese de forma muy rápida y con escaso control por parte de la administración japonesa o los órganos de supervisión financiera del país.

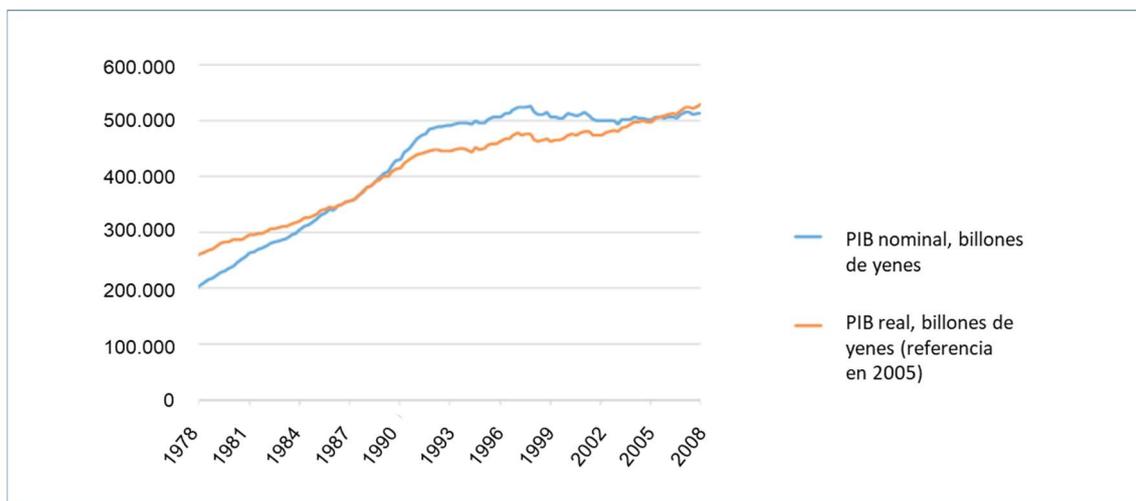
En este periodo de creación de la burbuja el Banco de Japón (BdJ en adelante) redujo a la mitad los tipos de interés oficiales entre 1986 y 1987, en una acción de política monetaria expansiva que contribuyó a fomentar la inversión y, por tanto, al crecimiento de la burbuja.

El mercado de renta variable marcó un máximo el último día laborable de 1989, mientras que el mercado inmobiliario lo hizo unos días después. En el siguiente gráfico se muestra la evolución del índice japonés NIKKEI –el índice de referencia de la renta variable japonesa– y del precio de los terrenos urbanos en el periodo de 1978 a 2008; el desarrollo de la burbuja puede apreciarse de forma muy clara en la parte central del gráfico.



Fuente: NIKKEI e Instituto de Bienes Inmuebles de Japón

Desde un punto de vista macroeconómico, la economía japonesa se mantuvo fuerte hasta 1991, con un crecimiento firme del PIB. A partir de ese año se produjo una fuerte desaceleración conforme se empezaron a sentir los efectos del estallido de la burbuja de precios en los mercados de renta variable e inmobiliario. En el siguiente gráfico puede apreciarse el cambio de tendencia que se produce en 1991 en la evolución del PIB, tanto en términos nominales como reales.



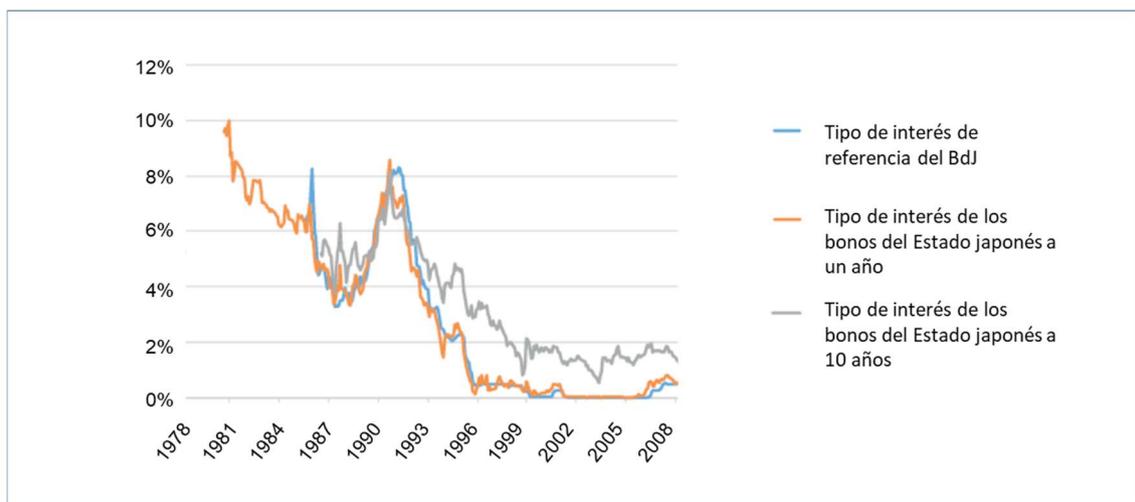
Fuente: BdJ y Ministerio de Economía de Japón

6.1.2 Desarrollo de la crisis

Desde 1992 la economía japonesa comenzó un proceso de estancamiento persistente, con crecimientos del PIB nominal y real prácticamente nulos o incluso negativos en ciertos periodos de tiempo. Esta condición se mantiene en Japón durante más de 20 años, motivo por lo que este periodo se conoce en el país como “las dos décadas perdidas”.

Para tratar de activar la demanda e impulsar el crecimiento del PIB, el BdJ comenzó a articular desde finales de 1991 actuaciones muy decididas como parte de una política monetaria expansiva, lo que produjo un descenso muy rápido y pronunciado de los tipos de interés nominales.

El lector puede apreciar en el siguiente gráfico cómo los tipos de interés en Japón cayeron de forma muy abrupta en el periodo entre 1992 y 1996, hasta situarse en niveles cercanos a cero, y que se mantuvieron en ese nivel tremendamente bajo de forma persistente durante los siguientes años. En 1999, el tipo de interés de referencia marcado por el BdJ llegó a 0, y se mantuvo en ese nivel de forma prácticamente continuada hasta 2006.



Fuente: BdJ y Ministerio de Economía de Japón

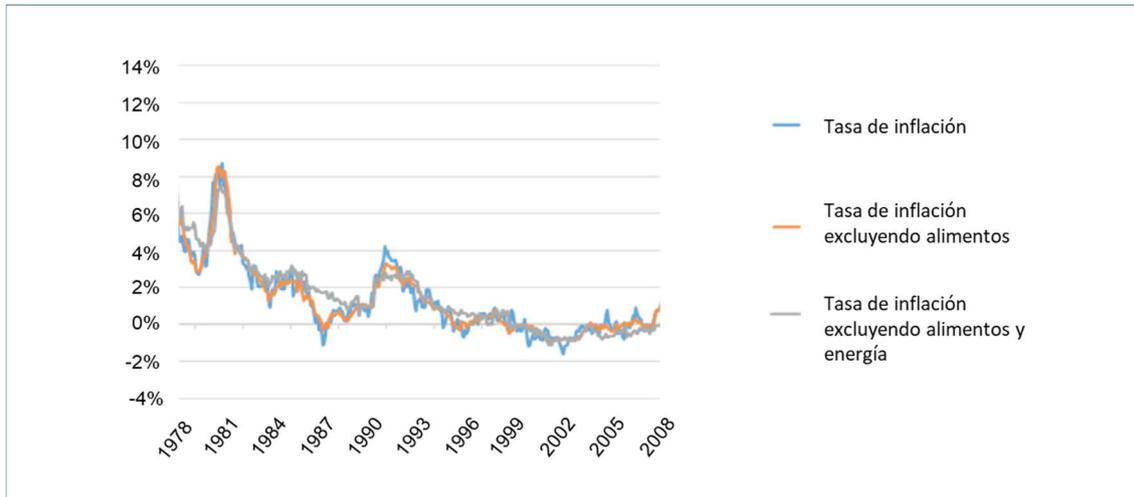
Además de este entorno de tipos de interés muy bajos, que suponía una novedad en la economía moderna de los países desarrollados, la crisis japonesa tuvo una segunda característica diferencial, concretamente en lo que respecta a la evolución de la inflación; de hecho, no es posible comprender en profundidad la crisis japonesa y sus consecuencias en el tiempo sin analizar el efecto de esta variable.

A priori, la política monetaria expansiva del BdJ debería producir una presión al alza de la inflación, por el incentivo que supone para los inversores un entorno de tipo de interés nominales muy bajos.

No obstante, la desaceleración del crecimiento económico fue demasiado brusca y profunda, lo que provocó un descenso de la demanda y, con ello, una reducción de la inflación. Según las cifras publicadas por el Ministerio de Economía de Japón, la inflación general, que se situaba en el 4,0% en enero de 1991, cayó por debajo del 1% en abril de 1994.

Además, en lugar de estabilizarse en el rango del 1-2%, como hubiese sido deseable, la inflación continuó descendiendo, de modo que alcanzó el nivel 0 en 1998 y comenzó una andadura en terreno negativo que se mantendría ininterrumpidamente hasta 2006.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la inflación en Japón en el periodo de análisis, incluyendo la tasa general, la tasa excluyendo alimentos y la tasa excluyendo alimentos y energía.



Atendiendo a la evolución de la inflación, desde 1991 —y dentro del marco temporal de análisis considerado en el presente apartado, que va de 1978 a 2008— cabe distinguir los siguientes periodos:

- **Periodo de contracción de la inflación (1991-1998)**

Durante este periodo la inflación se redujo progresivamente desde el máximo alcanzado en enero de 1991, pero siempre con una tasa de inflación positiva.

De acuerdo con Bean et al (2015), en esta etapa se dieron de forma simultánea diversas circunstancias que, de forma agregada, impidieron la reactivación de la demanda y, con ello, la vuelta a un crecimiento económico sólido.

Entre ellos, cabe citar: a) los problemas que tuvieron en sus balances las entidades de crédito y aseguradoras, derivados de la drástica reducción del valor de mercado de los activos inmobiliarios y la renta variable; b) la articulación de una políticas gubernamental equivocada, que no consiguió resolver los problemas en el sector financiero; c) las dificultades económicas derivadas de las elevadas tasas de envejecimiento de la población japonesa, entre las más altas a nivel mundial; d) la implantación de medidas insuficientes en materia de política monetaria y fiscal; e) un endurecimiento prematuro en la política monetaria y fiscal, en un momento en que la recuperación no se había consolidado.

La persistente debilidad de la demanda explica la caída de la inflación y de los tipos de interés nominales. Durante este período, la tasa de inflación, la tasa de interés nominal y la tasa de interés real se correlacionaban positivamente, cayendo todas ellas.

- **Periodo deflacionario (1998-2008)⁷**

La inflación se sitúa en terreno negativo durante todo el periodo, salvo durante un breve espacio de tiempo entre 2006 y 2008, en el que la inflación se situó por encima de 0.

En 1998 una severa recesión llevó la inflación a territorio negativo, lo que condujo al BdJ a profundizar aún más en los recortes de los tipos de interés de referencia (como ya se ha mencionado, estos llegaron por primera vez a 0 en 1999). En este punto, cambió sustancialmente la relación existente entre la inflación y los tipos de interés reales, dado que se modificó el signo de la correlación entre ellos: conforme la inflación se adentraba más en el terreno negativo, más crecían los tipos de interés reales.

El incremento de los tipos de interés reales se tradujo en una paralización aún mayor de la inversión, lo que a su vez aumentó la debilidad de la demanda; por su parte, una demanda más débil introdujo una presión a la baja sobre los precios.

Se generó de ese modo un círculo vicioso conocido como trampa deflacionaria, caracterizado por un bajo crecimiento, deflación, una tasa de interés nominal nula o prácticamente nula y una tasa de interés real que se correlaciona de forma inversa con la inflación.

El lector comprenderá que, por las características expuestas, es muy complicado escapar de la trampa deflacionaria; de hecho, la economía japonesa ha permanecido alrededor de 15 años inmersa en ella. Japón sólo consiguió salir de este círculo vicioso con una combinación de políticas económicas, fiscales y monetarias audaces –conocidas como *Abenomics*, ya que fueron lideradas por su primer ministro entre 2012 y 2020, Shinzo Abe– que lograron dar un impulso muy relevante a la demanda, lo que permitió finalmente escapar de la deflación y generar crecimiento económico.

6.2 Semejanzas y diferencias con los antecedentes y la evolución de la crisis en España

El inicio y desarrollo de la crisis de 1991 en Japón comparte importantes semejanzas y algunas diferencias con los antecedentes y la evolución de la crisis en España, que ha llevado los tipos de interés –en España y en toda la Zona Euro– a unos niveles históricamente bajos.

El análisis de tales semejanzas y diferencias permitirá valorar hasta qué punto las mejores prácticas y lecciones aprendidas en la crisis japonesa son extrapolables a la situación actual en España.

No obstante, la comparativa entre ambos casos debe observar la necesaria prudencia en la extracción de conclusiones, atendiendo a dos razones principales:

⁷ Este periodo se prolonga hasta 2012. Se indica 2008 por ser el límite superior del horizonte de análisis considerado.

- La comparativa se establece entre ámbitos geográficos y temporales muy diferentes.
- La situación actual en España es consecuencia de una doble crisis: por un lado, se dan los efectos de más largo plazo de la crisis financiera de 2008; por otro, inciden los enormes impactos económicos, financieros y sociales provocados por la pandemia de COVID-19.

Teniendo en cuenta estas precauciones, las semejanzas en el origen y evolución de la crisis entre ambos casos se pueden sintetizar, a juicio del autor, en los siguientes aspectos:

- La crisis original se inició en ambos casos con el estallido de una burbuja que había provocado un incremento muy notable y abrupto del precio de determinados activos. En la crisis japonesa de 1991 la burbuja se desarrolló en los precios de la renta variable y de los activos inmobiliarios; en el caso de España en 2008, la burbuja más importante se dio en el precio de los activos inmobiliarios, aunque la crisis que siguió hizo que el precio de la renta variable se desplomase a un ritmo similar –incluso superior en algunos sectores de actividad– a los precios del mercado inmobiliario.
- La autoridad monetaria competente en ambas economías situó los tipos de interés oficiales fijados en el 0% durante el desarrollo de la crisis. El BdJ fijó este nivel por primera vez en 1999, mientras que el BCE lo hizo en 2016 (fuente: BDE y BdJ).
- Se produjo un notable empeoramiento de las cuentas del Estado tanto en el caso japonés como español, motivado por el esfuerzo de inversión pública de ambos Estados para reactivar la economía. En Japón, el déficit público marcó un máximo del 10,23% del PIB en 1998, mientras que en España alcanzó el 10,74% del PIB en 2012 (fuente: Expansión).
- Como consecuencia del incremento tan notable del déficit público, en la evolución de ambas crisis surgió la necesidad de reducir los niveles de deuda pública. Simultáneamente, el estancamiento económico produjo un aumento drástico de los niveles de impago de los préstamos privados, lo que se tradujo de forma inmediata en una contracción del crédito bancario a particulares y empresas. Por tanto, existió en ambos casos un doble problema de deuda pública y crédito privado.
- En el contexto financiero de ambos países, el impacto de la crisis exigió el desarrollo de un proceso de reestructuración del sector bancario, que conllevó una dinámica de integración de entidades de crédito.

En España, es previsible que los problemas económicos y financieros provocados por la COVID-19 evidencien la necesidad de realizar una nueva fase de ese proceso de reestructuración y consolidación en el sector bancario.

- Por último, en el desarrollo de ambas crisis han existido como telón de fondo un conjunto de retos desde el punto de vista demográfico: población envejecida, natalidad baja y en

continuo descenso, reducción progresiva de la ratio entre trabajadores activos y pensionistas, entre otros.

Asimismo, el autor considera que las principales diferencias entre ambos casos se pueden resumir en los siguientes puntos:

- Durante la crisis en Japón se alcanzó un periodo deflacionario, que sumió a la economía de este país en un círculo vicioso de estancamiento económico, reducción de la demanda y presión bajista de la inflación de forma persistente. En España no se ha entrado en esta espiral deflacionaria, si bien en algunos momentos de 2009 y en el periodo 2013-2016 el Índice de Precios al Consumo General fue negativo, aunque sólo coyunturalmente.

Este hecho constituye una diferencia muy sustancial entre ambos casos.

- El tipo de interés de depósito nunca fue negativo en Japón. El mínimo se situó en el 0,04% en 2002 (fuente: BdJ). Como ya se ha citado en el **apartado 3.4.3**, el tipo de interés de la facilidad de depósito se sitúa actualmente en el -0,50% en la Zona Euro (fuente: BCE).
- Las necesidades concretas de la economía japonesa en materia de política monetaria son más fáciles de satisfacer por su autoridad monetaria, el BdJ. En el caso de España, es evidente que la política monetaria del BCE no se circunscribe exclusivamente a las particularidades y urgencias de la economía española, sino que la autoridad monetaria ha de buscar soluciones que respondan a necesidades y retos comunes de toda la Zona Euro.
- La estructura del mercado de trabajo en Japón y en España es muy diferente. La traducción más evidente es que, en una situación de recesión o crisis intensa, la tasa de desempleo evoluciona de forma dispar en ambos países: en Japón el máximo nivel de desempleo durante la crisis se alcanzó en 2002, con un porcentaje del 5,4% de la población activa. En España, en 2013 se alcanzó una tasa de desempleo del 26,1%, casi 5 veces superior al máximo valor alcanzado en Japón (fuente: Banco Mundial).
- La estructura de la balanza comercial de ambos países supone también un elemento muy evidente de diferenciación. La balanza comercial de Japón ha arrojado superávit incluso en los peores años de su crisis, y sólo en 2011 comenzó a ser ligeramente negativa, con un valor de -0,54% del PIB. En el caso de España, la balanza comercial es históricamente deficitaria desde los años 60, alcanzando un -8,54% del PIB en 2008, al inicio de la crisis financiera (fuente: Banco Mundial).
- Por último, no son comparables las características del tejido productivo en ambos países, como tampoco lo son los niveles de productividad y competitividad de las empresas. A modo de ejemplo, Japón se ha situado en los últimos 10 años entre el puesto 5º y el 10º en el ranking de competitividad mundial elaborado por el Foro Económico Mundial; España

ha oscilado entre los puestos 23º y 42º en ese mismo periodo (fuente: Foro Económico Mundial).

Estas diferencias han de tenerse muy presentes para evitar errores en la extrapolación al caso español actual de lo ocurrido (aciertos, errores, mejores prácticas, etc..) durante el desarrollo de la crisis japonesa de 1991.

6.3 Medidas de las compañías aseguradoras japonesas durante la crisis

La crisis de 1991 golpeó de forma muy importante a las entidades aseguradoras de Vida en Japón. Como consecuencia de ello, siete aseguradoras de Vida de tamaño mediano quebraron entre 1997 y 2001⁸. Las que lograron sobrevivir tuvieron que acometer para ello una serie de actuaciones y medidas decididas en muchos ámbitos del negocio.

Para determinar cuáles de estas medidas y actuaciones fueron exitosas y ayudaron a las entidades aseguradoras de Vida japonesas a paliar los efectos negativos de la crisis, el autor ha consultado varias de las fuentes que han realizado estudios específicos en este ámbito. Entre las referencias consultadas cabe citar Matsuzawa (2019), diversas fuentes internas de Grupo Generali y estudios específicos elaborados por consultoras internacionales como Boston Consulting Group y Deloitte.

En los siguientes párrafos se resumen las medidas sobre las que existe un consenso entre las fuentes consultadas en relación con: a) la conveniencia de llevarlas a cabo en el contexto económico, financiero y social en el que se implementaron; b) el impacto positivo real que supusieron para el negocio de las entidades aseguradoras.

El análisis de las medidas se muestra ordenado en los siguientes ejes del negocio asegurador: oferta de productos y servicios; gestión de las inversiones; gestión de riesgos; gestión del capital; modelo de distribución; y modelo operativo.

6.3.1 Oferta de productos y servicios

Las compañías aseguradoras japonesas de Vida acometieron de forma más o menos generalizada un cambio en su oferta de productos y servicios para adaptarse a la situación de crisis económica y a las circunstancias desfavorables existentes en los mercados financieros, incluyendo entre ellas el descenso profundo que se produjo en los tipos de interés al principio de la crisis.

La principal medida en este ámbito consistió en el abandono progresivo de los productos de ahorro tradicional que se habían comercializado en Japón de forma masiva hasta ese momento. Los principales de ellos eran productos sencillos en los que la compañía aseguradora ofrecía al tomador

⁸ Las siete compañías aseguradoras de Vida que quebraron fueron: Nissan (1997), Toho (1999), Daihyaku (2000), Taisho (2000), Chiyoda (2000), Kyoei (2000) y Tokyo (2001). El volumen total de activos bajo gestión de estas compañías en el momento de su quiebra ascendía a 1.493 miles de millones de yenes. Fuente: Asociación General de Seguros de Japón.

un tipo de interés fijo con un cierto horizonte de vencimiento, o un capital también fijo en el momento del fallecimiento si este ocurría antes de la fecha de vencimiento de la póliza.

Este tipo de productos se sustituye por un conjunto de soluciones aseguradoras diversas, entre las que cabe destacar las siguientes:

- Productos de tipo Unit Linked, en los que el tomador asume el riesgo de la inversión.
- Productos de Vida Entera denominados en monedas diferentes al yen, sobre todo en dólares americanos, dólares australianos y euros (en este último caso, desde su introducción el 1 de enero de 1999).
- Productos de rentas, tanto de tipo garantizado como de tipo *Variable Annuity*.
- Productos con coberturas de protección personal, incluyendo entre ellas asistencia sanitaria, enfermedades graves (sobre todo cáncer) e incapacidad permanente; es lo que en Japón se conoce como el “tercer sector”.

De hecho, desde que en el país se aprobó una nueva regulación de este “tercer sector” en 2001, este tipo de productos fueron claves para las entidades aseguradoras niponas, por el elevado margen operativo que les proporcionaron.

El resultado de este cambio en la oferta de productos y servicios se trasladó de forma muy evidente a la cartera media de productos aseguradores en la sociedad japonesa. De acuerdo con los datos ofrecidos por la Asociación de Seguros de Vida de Japón en 2015, el negocio asegurador de Vida en Japón cambió de forma sustancial entre los años 1990 y 2000.

- En 1990, el 31% de las pólizas en el mercado japonés de Vida correspondía a productos de ahorro a tipo garantizado y con vencimiento entre 10 y 15 años, mientras que existía un 22% adicional de productos de Vida Entera. Un 15% de las pólizas estaban asociadas al “tercer sector” (sobre todo, con cobertura de asistencia sanitaria) y un 14% correspondían a productos de rentas, sobre todo a tipo fijo. El 19% restante estaba asociado a otra tipología de productos de Vida.
- En el año 2000, el porcentaje de pólizas de Vida Entera se había incrementado hasta el 32%, la mayor parte denominada en monedas diferentes al yen. La contribución de los productos de ahorro temporales a tipo de interés garantizado se había reducido al 26%, mientras que se había incrementado el porcentaje de pólizas con cobertura en caso de enfermedad u hospitalización, hasta un 21% del total. Las pólizas de rentas representaban el 9% del total de negocio de Vida, y su tipología se había inclinado hacia las *Variable Annuities*. El 13% restante correspondía a otros productos de Vida.

Como consecuencia del cambio en la oferta de productos y servicios, el tipo de interés garantizado medio en las pólizas de Vida en vigor cayó desde alrededor del 6% en la década de los 80 hasta un valor por debajo del 2% al inicio de la década de los 2000 (fuente: Insurance ERM, 2013).

Pese a esta reducción, las compañías aseguradoras de Vida tenían una dificultad enorme para alcanzar un valor cercano o superior al 2% en la gestión de inversiones, en un entorno de tipos de interés ultra bajo como el que existía en Japón en ese momento. Por ello, las compañías aseguradoras japonesas tuvieron que implementar estrategias agresivas de gestión de la cartera o *In-Force Management*, con el objetivo de reducir al máximo, y de la forma más rápida posible, el tipo de interés medio en su cartera de Vida.

6.3.2 Gestión de inversiones

Las entidades aseguradoras tuvieron que revisar sus políticas y procedimientos de gestión de las inversiones, sobre todo aquellas que operaban en el negocio de Vida y tenían una alta proporción de pólizas con tipos garantizados altos en sus carteras.

Las principales medidas introducidas en este ámbito por las entidades aseguradoras de Vida se enfocaron en los siguientes elementos:

- Modificación estructural de la composición de las carteras de activos.

Según los datos de la Asociación de Seguros de Vida de Japón, en 1990 más del 40% de las carteras de inversión en el sector asegurador de Vida estaban compuestas por activos vinculados a préstamos, mientras que el 13% correspondía a instrumentos de inversión fuera de Japón y apenas un 4% estaba asociado a bonos del Estado japonés.

En el año 2000, la presencia de activos vinculados a préstamos se había reducido hasta alrededor del 25%, mientras que el peso de las inversiones en bonos gubernamentales de Japón creció de forma muy importante, hasta el 17%. También aumentó, aunque en menor medida, la inversión en instrumentos de inversión extranjeros, hasta el 16%.

- Aumento de la duración de los activos, con el objetivo principal de disminuir el riesgo de reinversión.
- Incremento sustancial de las dotaciones para compensar el impacto negativo que estaba teniendo el entorno de tipos de interés bajos en los rendimientos de los activos financieros.

Esta medida perseguía asimismo un doble objetivo: por un lado, alcanzar un nivel de solvencia adecuado conforme a los requisitos regulatorios que se desarrollaron en esta materia desde 1996; por otro, mantener lo más alta posible la calificación crediticia otorgada por las agencias de referencia.

6.3.3 Gestión de riesgos

Los impactos de la crisis económica y sus ramificaciones en los ámbitos financiero, político y social provocaron que las compañías aseguradoras –en particular las que operaban en el negocio de Vida– tuviesen que abordar una gestión mucho más cuidadosa de los riesgos. Algunos riesgos intensificaron su importancia, y aparecieron otros que no se habían dado en el pasado o que apenas habían requerido consideración en la gestión habitual del negocio.

Algunas de las medidas que comenzaron a generalizarse entre las aseguradoras japonesas de Vida para mejorar la gestión de riesgos fueron las siguientes:

- Desarrollo de políticas de gestión de riesgos con una visión a largo plazo, lo cual tiene una gran importancia para la adecuada gestión de los riesgos que derivan de un entorno sostenido de tipos de interés muy bajos, cuyos impactos pueden prolongarse durante décadas, como finalmente sucedió en el caso japonés.
- Implantación de un sistema de alertas tempranas, que reclaman la atención de los gestores con unos niveles de riesgo inferiores (o incluso muy inferiores) a los requeridos por la normativa en vigor. Este sistema posibilita una gestión anticipada de los riesgos, lo que se traduce en una reducción de los impactos negativos potenciales, a cambio de una mayor dedicación de recursos en la gestión.
- Introducción de pruebas de estrés para verificar la idoneidad de la capacidad para responder en una situación de mercado agravada, peor que la situación real que existe en el momento en que se realiza el análisis de riesgos.

Este tipo de pruebas son comunes en la actualidad para analizar la estabilidad del sistema financiero, verificando individualmente la solvencia y la capacidad de supervivencia de las entidades financieras o aseguradoras ante entornos de mercado estresados; no obstante, en la década de los 90 la introducción sistemática y organizada de estas técnicas supuso un elemento muy innovador en la gestión del riesgo, en el que las entidades aseguradoras niponas fueron pioneras.

6.3.4 Gestión del capital

La primera normativa para regular la solvencia de las entidades aseguradoras japonesas se introdujo a finales de 1996. Su propósito era proporcionar los requisitos mínimos de capital para garantizar que las entidades aseguradoras que operan en el país contaban con un nivel de solvencia suficiente para hacer frente a unos riesgos más altos a los habituales, confirmando de ese modo que disponían de una base sólida para hacer frente a situaciones de estrés que pudieran afectar al negocio de seguros.

Esta normativa original se endureció posteriormente al constatarse que no había podido evitar la quiebra, ya citada, de siete entidades aseguradoras de Vida entre 1997 y 2001.

En este contexto, las entidades aseguradoras japonesas tuvieron que incorporar a su modelo de Control Interno, en poco tiempo y sin experiencia previa, todos los elementos requeridos para una adecuada gestión del capital que garantizase una ratio de solvencia por encima de los requerimientos normativos.

Además de ello, se encontraron con las implicaciones negativas que tenía el bajo nivel de los tipos de interés en la gestión del capital, que introducía una tensión al alza en los niveles de riesgo habituales, limitaba la flexibilidad en la gestión de las inversiones y, en definitiva, mermaba la rentabilidad para los accionistas.

6.3.5 Modelo comercial y de distribución

La crisis no supuso cambios estructurales de relevancia en el modelo de distribución de las compañías aseguradoras de Vida. Por tanto, no hubo en Japón una transformación en los canales de distribución o la dinámica de venta de productos aseguradores que pueda ser achacable directamente a la crisis o a sus consecuencias.

Pese a ello, la crisis sirvió para reforzar algunas tendencias que ya comenzaban a desarrollarse en el periodo previo a la crisis:

- Extensión de la segmentación de clientes para mejorar la adecuación de la oferta comercial a las necesidades específicas de los diferentes segmentos de clientes. A modo de ejemplo, durante este periodo Axa lanzó en Japón un producto que ofrecía protección de pagos por desempleo para mujeres trabajadoras, un colectivo especialmente vulnerable en el ámbito laboral durante la crisis (fuente: Axa).
- Empleo de las nuevas posibilidades de comunicación (SMS, MMS, Internet) para acompañar la venta de productos en los que el tomador demanda una información más puntual; por ejemplo, los productos Unit Linked, cuyo valor de rescate está sujeto a la evolución de los mercados financieros.
- Implantación de una primera fase de gestión multicanal, apalancada en la adopción progresiva del teléfono móvil e Internet en la sociedad japonesa.

6.3.6 Modelo operativo

La crisis impulsó asimismo a las compañías aseguradoras japonesas a una redefinición completa de su modelo operativo.

Prácticamente todas ellas ejecutaron estrategias para aumentar la eficiencia operativa, que en muchos casos llevaron a una importante reducción de gastos. En este sentido, es sintomático el

caso de Nippon Life, una de las principales entidades aseguradoras de Vida en Japón, que redujo sus gastos generales en un 30% en términos reales en el periodo entre 1996 y 2010 (fuente: Nippon Life, 2013).

El cambio en el modelo operativo no se concretó meramente en un proceso de reducción de gastos, sino que verdaderamente hubo una transformación en otros elementos importantes, tales como: a) reingeniería de procesos críticos; b) consideración de la visión de los clientes y los distribuidores en los procesos operativos; c) procedimientos para equilibrar la carga de trabajo entre centros operativas o unidades de trabajo.

6.4 Aciertos y errores de las compañías aseguradoras japonesas durante la crisis

La gestión de una crisis, cualquiera que sea su naturaleza, requiere de la toma de un elevado número de decisiones, muchas de ellas soportadas por elementos de análisis insuficientes o sobre los que no existen elementos de juicio previos. La magnitud y duración de la crisis japonesa de 1991 provocó, por tanto, que el tejido empresarial japonés se enfrentara a años de incertidumbre y toma de decisiones complejas.

El sector asegurador de Vida japonés no fue ajeno a esta situación general y, como resultado de ello, algunas compañías consiguieron tomar decisiones acertadas, que sirvieron para fortalecerlas en los momentos más complicados; en cambio, otras erraron en el diagnóstico de la situación o en las medidas para hacer frente a los impactos negativos de la crisis.

A partir de la información consultada en diversas fuentes –sobre todo de la Asociación de Seguros de Vida de Japón, Nomura y Generali Re– se ha realizado un estudio de los que, a juicio del autor, constituyen los principales aciertos y errores de las compañías aseguradoras de Vida en Japón, en el periodo de crisis e inmediatamente posterior. Las principales conclusiones se resumen a continuación.

- **Aciertos de las entidades aseguradoras de Vida japonesas**
 - Evitar cambios drásticos en el posicionamiento estratégico. Las entidades que salieron reforzadas tras lo más duro de la crisis habían mantenido los pilares básicos de su posicionamiento estratégico, realizando cambios –relevantes, si es necesario– sólo en los elementos en los que se requiere una transformación para competir en el nuevo entorno.
 - Buscar elementos de diferenciación como parte del posicionamiento estratégico. Asimismo, evitar la implementación de estrategias de reducción de costes demasiado agresivas, que estrangularían la capacidad de transformación y adaptación en los elementos del modelo de negocio donde se requiere.

- Reducir progresivamente la exposición al negocio de ahorro garantizado y, paralelamente, desarrollar la línea de negocio de productos con riesgo tomador. En ambos, casos, hacerlo de forma decidida, sin contemplar un eventual retorno a la oferta de ahorro anterior por una potencial subida de tipos de interés en el futuro.
 - No aumentar el apetito al riesgo o, si cabe, reducirlo temporalmente. En definitiva, limitar en lo posible el volumen de inversiones en activos de alto riesgo, que constituyen una tentación –por su mayor expectativa de rendimiento– cuando los márgenes operativos del negocio de Vida se estrechan por el efecto de la reducción de tipos de interés.
 - Poner el foco en la excelencia técnica, priorizando esta sobre el volumen de primas. En este sentido, la suficiencia de gastos en los productos de ahorro cobra mayor importancia debido al estrechamiento del margen de beneficio que provoca la caída de los tipos de interés.
- **Errores de las entidades aseguradoras de Vida japonesas**
 - Continuar con el foco en el negocio de ahorro garantizado, sin apostar de forma decidida por un redireccionamiento hacia los productos con riesgo tomador, con la esperanza de que el entorno de bajos tipos de interés fuese transitorio y en un periodo corto de tiempo se produjese un cambio de tendencia hacia tipos de interés más altos.
 - Tomar decisiones cortoplacistas en el seno de la Alta Dirección, respondiendo a las diferentes etapas de la crisis con actuaciones o planes de contingencia que no preservaban una visión de largo plazo del posicionamiento de la entidad.
 - Reducir mecanismos de control para posibilitar una respuesta más rápida y ágil a los impactos que la crisis tenía en los diferentes ámbitos del negocio.
 - Otorgar un mayor peso a la función de distribución, impulsando políticas tendentes a mantener el volumen de primas en el nivel más alto posible, aún a costa de sacrificar el rigor técnico.

6.5 Lecciones aprendidas. Extrapolación al sector asegurador nacional

La experiencia vivida por las entidades aseguradoras de Vida en Japón durante la crisis que se inició en 1991 puede aportar valiosas lecciones aprendidas a las aseguradoras de Vida nacionales en la actualidad.

Para discernir aquellas lecciones aprendidas que son extrapolables al caso español de las que están asociadas a elementos diferenciales del caso japonés y que, por tanto, no pueden generalizarse a las entidades aseguradoras de Vida que operan en España actualmente, es crítico analizar cada

potencial lección aprendida desde la óptica de las semejanzas y diferencias que existen entre ambos casos, según se detalló en el *apartado 6.2*.

- Las entidades aseguradoras de Vida deben actuar de forma rápida y decidida para adaptarse al entorno de tipos de interés bajo, pero con una visión de largo plazo. Los tipos de interés persistentemente bajos tienen consecuencias de largo plazo para las entidades aseguradoras, por lo que las visiones cortoplacistas suelen arrojar resultados pobres.
- El éxito a largo plazo requiere un enfoque constante en la evolución rentable del negocio desde una etapa temprana. La excelencia técnica es una palanca clave, que no debe sacrificarse para obtener un crecimiento oportunista aprovechando la debilidad de otros actores en el mercado asegurador.
- No es una buena decisión corporativa posponer decisiones o actuaciones en previsión de que los tipos de interés suban en el horizonte cercano, salvo que exista una evidencia clara de que este aumento de los tipos se va a producir en el corto plazo.
- Las consecuencias negativas para las entidades aseguradoras de un entorno de tipos de interés bajo se extienden en prácticamente todos los ámbitos del negocio. Por tanto, requieren que las entidades desarrollen planes integrales y coordinados, incluyendo aspectos como la oferta de productos, la gestión de riesgos, la gestión del capital, la estrategia de inversiones, o el modelo de distribución, entre otros.
- Algunas tipologías de productos no son rentables para las entidades aseguradoras por debajo de unos ciertos niveles de los tipos de interés. Es necesario retirar de forma rápida estos productos de la oferta de las entidades –aunque constituyan soluciones aseguradoras demandadas por los asegurados, actuales o potenciales– y sustituirlos por otros productos rentables que cubran la misma necesidad de aseguramiento, aunque sean productos diferentes en su diseño técnico. Frecuentemente este cambio en la oferta debe acompañarse de planes de comunicación y formación que ayuden a la confluencia entre la oferta de las entidades y la demanda de sus asegurados.
- La gestión de las carteras de inversión se convierte en un elemento clave para la estabilidad financiera y la solvencia de las entidades aseguradoras de Vida. Las modificaciones en este ámbito deben hacerse de forma totalmente coordinada con los cambios que se acometan en la gestión de riesgos y la gestión del capital.
- La actividad comercial no debe descuidarse: es clave para mantener unos niveles de rentabilidad y solvencia adecuados. En un entorno en el que prima la excelencia técnica, es necesario promover la efectividad y eficiencia de la función comercial como factor clave de éxito: multicanalidad, esquemas de objetivos e incentivos alineados con las necesidades técnicas, herramientas de venta adecuadas, segmentación de clientes, etc.

7. Posicionamiento competitivo futuro de las entidades aseguradoras de Vida

A finales de 2019, el BCE prometía que mantendría los tipos de interés a niveles excepcionalmente bajos hasta que la inflación en la Zona Euro mostrase signos alcistas y se acercase al objetivo del 2% en el medio plazo. Eran las primeras semanas de Christine Lagarde como presidenta de la institución y estos primeros mensajes auguraban una línea continuista en lo referente a los tipos de interés, sobre todo si se considera que la inflación media en la Zona Euro en los últimos tres años se situaba en el 0,8%.

La crisis provocada por la COVID-19, que llegó a Europa en los meses siguientes –en enero de 2020 a Italia y a partir de febrero al resto de la Zona Euro– supone una presión bajista adicional a un entorno de tipos de interés ultra bajos, tanto en su magnitud como en su duración en el tiempo.

Por lo tanto, todos los signos apuntan hacia un escenario de tipos de interés que puede resumirse en la frase ‘más bajos durante más tiempo’ o *‘lower for longer’* en inglés, expresiones que empiezan a popularizarse en los medios especializados.

Las entidades aseguradoras de Vida en España habrán de considerar esta coyuntura en el diseño de su estrategia para los próximos años, analizando para ello los escenarios futuros más probables y adaptando convenientemente su posicionamiento competitivo.

7.1 Enfoque metodológico

En las siguientes páginas se realiza una propuesta de posicionamiento competitivo futuro para las entidades aseguradoras de Vida en un entorno de tipos de interés ultra bajo.

El diseño de tal propuesta se ha realizado conforme al siguiente enfoque metodológico:

- Cada elemento incluido en la propuesta de posicionamiento se basa en la ponderación de los tres elementos que se han abordado en los **capítulos 4, 5 y 6**, respectivamente: a) consecuencias que tiene el entorno de tipos de interés ultra bajos a nivel económico, financiero y político-social; b) actuaciones realizadas en el sector asegurador de Vida para minimizar los impactos negativos de los bajos tipos de interés; c) las lecciones aprendidas en el caso japonés que son extrapolables al caso español.
- Se ha realizado un análisis de escenarios al objeto de tener en cuenta la incertidumbre que existe respecto de la evolución futura de los tipos de interés.

Resultado de dicho análisis se han contemplado dos escenarios de estudio para el diseño de la propuesta de posicionamiento: escenario base y escenario estresado. Las características de ambos escenarios se exponen en el siguiente apartado.

- Todos los elementos que conforman la propuesta de posicionamiento competitivo en ambos escenarios reflejan la opinión del autor, fundamentada en las conclusiones de los **capítulos 4, 5 y 6**, motivo por el que este hecho no se explicita en adelante en la exposición de la propuesta.

Además, todas las medidas propuestas se refieren en exclusiva a las entidades aseguradoras de Vida que operan en el mercado asegurador nacional, aun cuando se haga referencia a ellas como ‘entidades aseguradoras’ o simplemente ‘entidades’.

- Se consideran los siguientes ejes de análisis: a) oferta de productos y servicios; b) gestión de inversiones; c) gestión de riesgos; d) gestión del capital; e) otros ámbitos del negocio asegurador.
- Los resultados en cada uno de los ejes de análisis se resumen en dos tablas de conclusiones:
 - Iniciativas para la mejora del posicionamiento competitivo y su impacto en cada uno de los escenarios, en una escala de 1 a 5.
 - Principales riesgos en un entorno de tipos de interés persistentemente bajos y su prioridad relativa en cada uno de los escenarios, también en una escala de 1 a 5.

En estas tablas de conclusiones se ofrece una comparativa del impacto de las iniciativas y la prioridad de gestión de los riesgos en cada uno de los dos escenarios de análisis. Por este motivo, en la descripción de las medidas y los riesgos no se realiza un análisis detallado de tales diferencias de impacto o prioridad en función del escenario considerado, más allá de algunos comentarios generales.

7.2 Análisis de escenarios. Selección de escenarios de estudio

La evolución de los tipos de interés en los próximos años es determinante para determinar el posicionamiento competitivo de las entidades aseguradoras de Vida. No obstante, las variables que afectan a esta evolución son demasiado numerosas y volátiles como para obtener una estimación precisa del nivel en el que se situarán los tipos de interés en un horizonte de medio-largo plazo.

Por este motivo, se ha analizado la previsión que realizan el BCE, el Banco Mundial y algunas entidades privadas como Bankinter o BBVA, a través de sus departamentos de estudios. En virtud de estos análisis se han establecido los siguientes escenarios:

- **Escenario base.** Se caracteriza por un periodo de cinco años, hasta 2025, en el que el Euribor a 12 meses y el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantienen en terreno negativo, con un mínimo en 2022. En 2026 los tipos de referencia se sitúan en el entorno de 0, entrando en el terreno positivo de forma tímida en 2026, para superar el 1% en el año 2030.

En la tabla a continuación se muestra la evolución de 2021 a 2030 que se considera en el escenario base para el tipo de interés oficial central, el Euribor a 12 meses y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Tipo de interés	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Oficial central	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,20%	0,35%	0,75%	1,25%
Euribor 12 meses	-0,20%	-0,22%	-0,18%	-0,12%	-0,06%	0,00%	0,21%	0,41%	0,81%	1,32%
Facilidad depósito	-0,50%	-0,55%	-0,40%	-0,30%	-0,25%	0,00%	0,15%	0,25%	0,60%	1,10%

Fuente: elaboración propia

- **Escenario estresado.** Se caracteriza por un periodo de nueve años, hasta 2029, en el que el Euribor a 12 meses y el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantienen en terreno negativo, con un mínimo en 2025. En 2030 los tipos de referencia se sitúan en 0. Asimismo, durante todo el periodo de diez años el tipo de interés oficial central se mantiene en 0.

En el escenario estresado, la evolución considerada para el tipo de interés oficial central, el Euribor a 12 meses y el tipo de interés de la facilidad de depósito en el periodo 2021 a 2030 es la que aparece en la tabla a continuación:

Tipo de interés	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Oficial central	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Euribor 12 meses	-0,20%	-0,26%	-0,32%	-0,50%	-0,75%	-0,60%	-0,45%	-0,25%	-0,08%	0,00%
Facilidad depósito	-0,50%	-0,60%	-0,80%	-0,90%	-1,10%	-0,80%	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%

Fuente: elaboración propia

7.3 Propuesta de posicionamiento competitivo

7.3.1 Oferta de productos y servicios

Un entorno persistente de tipos de interés ultra bajos requiere que las entidades aseguradoras de Vida profundicen en el proceso de transformación de la oferta de productos y servicios que ya iniciaron hace algunos años.

La propuesta de posicionamiento competitivo en el ámbito de productos y servicios versa sobre los siguientes nueve ejes de transformación.

- Reducción drástica de la gama de productos de ahorro garantizado, llegando incluso a la completa eliminación de esta oferta en el escenario estresado.

De forma paralela, impulso decidido de la oferta de productos Unit Linked, en todas sus tipologías: Unit Linked puros, híbridos, indexados y productos estructurados.

- Impulso de la gama de productos de protección, utilizando la innovación y la tecnología (pulseras inteligentes, dispositivos portables de monitorización médica, 5G, etc.) como palancas de desarrollo. Los ámbitos donde se recomienda redoblar esfuerzos para obtener una gama competitiva e innovadoras son: enfermedades graves; servicios asistenciales para la familia; protección de pagos en caso de accidente, desempleo u otros eventos.
- Desarrollo de una oferta específica de ahorro y protección para clientes ‘senior’, aquellos que se encuentran planificando su jubilación o ya están jubilados. Este segmento tiene una importancia creciente para el sector asegurador, por su dimensión y capacidad de ahorro y gasto.

Actualmente, la propuesta de valor de los productos tradicionales de Vida no satisface de forma adecuada las necesidades aseguradoras de este colectivo. Por ejemplo, en un entorno de tipos de interés ultra bajos, el binomio rentabilidad – riesgo de los productos de ahorro no cubre las expectativas de los clientes más conservadores de este segmento, y se echa de menos una oferta más amplia en productos que integren características de acumulación y de desacumulación. En este contexto, el desarrollo de una propuesta innovadora y con un valor diferencial para este colectivo supone una ventaja competitiva para las entidades que sean pioneras en ello.

- Apuesta decidida por el uso de mecanismos de protección de las aportaciones realizadas en la póliza, tendente al desarrollo de una gama completa de productos protegidos. Esta gama facilitaría la transición –tanto a nivel de proposición de valor como a nivel de distribución– entre los productos de ahorro garantizado y los productos Unit Linked puro, en los que no existe ningún tipo de garantía ni protección del capital.

Algunos de los mecanismos de protección que se propone emplear, de forma directa o en algunas de sus variantes, son los siguientes:

- CPPI, siglas de *Constant Proportion Portfolio Insurance*, que permite combinar el acceso a activos de renta variable con inversiones en instrumentos que tienen una exposición al riesgo muy limitada. La proporción entre unos y otros tipos de activos se fija mediante un algoritmo determinista que tiene un doble objetivo: por un lado, maximizar la rentabilidad de la cartera; por otro, mantener un determinado nivel de protección de la inversión para un cierto horizonte temporal, que se hace coincidir con el vencimiento de las pólizas.
- TIPP, siglas de *Time-Invariant Portfolio Protection*, estrategia que permite una protección diaria sobre la máxima valoración alcanzada por la cartera.

- iCPPI, siglas de *individual Constant Proportion Portfolio Insurance*, basado en las mismas técnicas que el CPPI, aplicadas a cada póliza o aportación individual en lugar de hacerlo sobre una cartera de activos completa.
- Desarrollo de una oferta de *Variable Annuities* de última generación, un producto asegurador muy flexible que puede ser atractivo para ciertos segmentos de clientes con un perfil de riesgo conservador, en particular si desaparece o se limita mucho la oferta de productos a tipo garantizado.

Entre estas características cabe destacar:

- Exposición a los mercados financieros a través de una o varias opciones de inversión subyacentes, al igual que en los productos Unit Linked.
- Un conjunto de garantías posibles que el tomador puede seleccionar, tales como un valor acumulado garantizado mínimo de rescate (GMAB, por sus siglas en inglés), un valor acumulado mínimo en caso de fallecimiento (GMDB), un importe de renta garantizada mínima (GMIB), etc.
- Elevada liquidez, mucho mayor que en los productos estructurados, donde habitualmente existen ventanas de liquidez para el rescate sin penalización.
- Posibilidad de prestación en forma de renta o de capital.
- Posibilidad de movilización parcial o total a un instrumento de pensiones: PPA o PPI (Plan de Pensiones Individual).
- Inclusión de criterios y estándares de sostenibilidad en el diseño de la propuesta de valor de los productos y servicios de Vida, otorgando un adecuado peso a cada una de las tres componentes básicas de la sostenibilidad: medioambiental, social y de gobierno corporativo.

La influencia creciente de ciertos riesgos emergentes, como el cambio climático, introducirá en los próximos años una presión creciente para incorporar la sostenibilidad como elemento clave de la propuesta de valor en los productos de Vida. En estas circunstancias, las entidades de Vida que no logren avanzar a buen ritmo es esta transformación tendrán problemas de competitividad, en particular en la gama de ahorro.

- Impulso de una oferta de seguros colectivos que instrumentan compromisos por pensiones en formato Unit Linked, como complemento del resto de instrumentos del segundo pilar de la previsión social complementaria, incluyendo los que tienen un tratamiento fiscal ventajoso (PPE y PPSE).

El entorno de tipos de interés ultra bajos ha motivado que sea prácticamente imposible mantener una gama de este tipo de seguros colectivos (que instrumentan compromisos por

pensiones) en la modalidad de prestación definida, al tiempo que ha limitado las posibilidades de una oferta atractiva en la modalidad de aportación definida a tipo de interés garantizado.

En este contexto, el desarrollo de una oferta competitiva de aportación definida en formato Unit Linked supone una fuente de ventaja competitiva para las entidades de Vida.

- Avance en la modularidad de los productos y servicios de Vida, desarrollando soluciones que, integrando coberturas de riesgo y de ahorro, permitan satisfacer las necesidades y expectativas del cliente, aumentar la fidelidad de los clientes, limitar la caída de cartera y, en última instancia, aumentar el margen operativo del negocio.
- Introducción de medidas avanzadas para la mejora de la suscripción en el negocio de riesgo, empleando los avances tecnológicos disponibles. Esta medida permite avanzar en la excelencia técnica y, por tanto, aumentar la calidad media de la cartera de riesgo.

7.3.2 Gestión de inversiones

La gestión de inversiones es uno de los ámbitos del negocio asegurador donde las actuaciones han de ser más decididas en un entorno de tipos de interés ultra bajos. Las medidas que se proponen para mejorar la competitividad de las entidades aseguradoras en este tipo de entornos son las cinco que se exponen a continuación.

- Desde un punto de vista del **activo**, aumento moderado y paulatino del apetito al riesgo para la obtención de un extra de rentabilidad que permita contrarrestar los bajos rendimientos que ofrece la deuda pública europea en un entorno de tipos de interés ultra bajos.

Ello se ha de traducir en la incorporación en el balance de las entidades de determinados activos alternativos, en una proporción adecuada en relación con los objetivos de rentabilidad, riesgo, liquidez y volatilidad de la entidad en el medio-largo plazo. Entre los activos que se recomiendan para este aumento responsable del apetito al riesgo, cabe citar:

- Activos que permiten aumentar la rentabilidad sin un incremento sustancial del riesgo, sacrificando por tanto la liquidez, la volatilidad o ambas. En este sentido, una opción sería la inclusión de activos con un cierto nivel de iliquidez (inversiones en infraestructuras, activos inmobiliarios, etc.) en combinación con instrumentos para controlar la volatilidad.
- Activos que permiten aumentar la rentabilidad con una asunción mayor de riesgo y un sacrificio de liquidez, tales como las inversiones en instituciones que, a su vez, invierten en compañías con alto potencial de desarrollo, a cambio del control total o parcial conocidas (inversiones conocidas como *private equity*).

- Activos de renta fija con un nivel de riesgo de crédito más alto al que, en valor medio, están asumiendo en la actualidad las entidades aseguradoras de Vida. En este último caso, la liquidez se mantiene alta y la volatilidad usualmente también está en niveles medios o bajos.
- También del lado del **activo**, el empleo de forma sistemática de instrumentos de cobertura y de estrategias para realizar una gestión rigurosa del riesgo de crédito, sobre todo en el escenario estresado, donde es previsible que se produzca un incremento sustancial del nivel de insolvencia de ciertos emisores de deuda.
- Como última propuesta por esta parte del balance, implantación de estrictas medidas de control en tiempo real de la evolución del perfil de riesgo y el Capital Obligatorio de Solvencia (SCR). Esta actuación es más beneficiosa para las entidades aseguradoras que aumenten en mayor medida su apetito al riesgo en busca de rendimientos más altos.
- En el **pasivo**, reducción de su duración media. Esta medida es especialmente importante en el escenario estresado, donde la persistencia a la baja de los tipos de interés se mantiene durante varios años más.

La actuación en esta línea permite paliar el efecto pernicioso que tiene, en un entorno de tipos de interés ultra bajos, una duración media de los pasivos superior a la de los activos; esto se traduce, en última instancia, en la obtención de una rentabilidad en la reinversión que resulta insuficiente para generar beneficio o incluso para cubrir el coste de gestión de los pasivos.

- En lo que respecta a las acciones de **gestión conjunta activo-pasivo**, foco hacia la reducción de las asimetrías contables, que surgen por diferencias de contabilización del activo y del pasivo. Los primeros se valoran normalmente a valor razonable con cambios en patrimonio neto, mientras que los segundos están dotados con cargo a resultados.

El impacto de esta medida es mayor en las entidades que emplean técnicas de casamiento de flujos o de inmunización por duraciones para protegerse del riesgo de tipos de interés.

7.3.3 Gestión de riesgos

Las entidades aseguradoras deben seguir construyendo sus modelos de gestión de riesgos para garantizar que los procesos de gestión son adecuados y suficientes para la óptima gestión de aquellos riesgos que más impacto tienen en el negocio, en particular los riesgos emergentes.

En el caso de las entidades aseguradoras de Vida en España, uno de los ámbitos de gestión de riesgos más relevantes durante los próximos años será la persistencia de un entorno de tipos de interés extremadamente bajos, más aún tras el estallido de la crisis provocada por la COVID-19 y sus consecuencias.

Este entorno de tipos de interés más bajos durante más tiempo aumenta la prioridad de gestión de otros riesgos, algunos de ellos con un impacto potencialmente alto en el negocio asegurador de las entidades de Vida.

Los riesgos más importantes que el autor estima que se potenciarían en el futuro con un entorno persistente de tipos de interés ultra bajos son los siguientes:

- Necesidad de avanzar hacia una oferta de ahorro garantizado para particulares con garantías netas negativas, para el sostenimiento de la cuenta de resultados de las entidades. En el escenario base este riesgo sería muy prácticamente nulo, pero comenzaría a ser prominente en el escenario estresado.
- Agravamiento del riesgo de comercialización no idónea de productos con riesgo tomador, es decir, la venta de productos que no coinciden con el perfil de riesgo del cliente. Este riesgo es particularmente relevante en el escenario estresado, por el estrechamiento de la oferta de ahorro garantizado y la potencial aparición de garantías netas inferiores a cero.
- Gestión de un ecosistema de relaciones, alianzas y acuerdos con terceros (algunos de ellos *start-ups*), creado con el objetivo de aumentar la agilidad en el negocio y reducir costes. En el escenario estresado, la presión en la cuenta de resultados de las entidades aseguradoras de Vida haría que se incrementase la prioridad de gestión de este riesgo.
- Concentración del mercado a través de operaciones corporativas (fusiones y adquisiciones), motivadas por las dificultades de una parte del sector asegurador de Vida para mantener unos niveles mínimos de rentabilidad y/o solvencia. Esta situación podría incluso afectar a la competitividad futura de las entidades aseguradoras de Vida que no se encuentran en situación de adquirir otras, originando una segunda oleada en el proceso de concentración sectorial.

Este riesgo es predominante en el escenario estresado, aunque también debe ser considerado en el escenario base, en menor medida.

- La digitalización del negocio asegurador en la mayor parte de sus ámbitos, que es una necesidad ineludible tras la pandemia de COVID-19.

Esta necesidad choca con las tensiones que introduce en la cuenta de explotación de las aseguradoras de Vida un entorno de tipos de interés más bajos durante más tiempo, lo cual incrementa el riesgo de que las entidades del sector no puedan acometer a tiempo las inversiones necesarias para la digitalización del negocio.

Además de la gestión prioritaria de estos riesgos, el posicionamiento competitivo recomendado para las entidades aseguradoras de Vida incluye cuatro elementos clave que, si bien no derivan

directamente del entorno de tipos de interés, constituirán el telón de fondo para una adecuada gestión de este riesgo en la próxima década.

- El primero de esos elementos es la necesidad de especialización. La gestión de riesgos en el sector asegurador requiere un conocimiento cada vez más personalizado y específico, que incluye ámbitos muy diversos, desde el tecnológico (ciber riesgos, inteligencia artificial, ecosistemas digitales, etc.) hasta el financiero (instrumentos estructurados, fondos protegidos, etc.), por citar sólo algunos de ellos.

Una consecuencia es que la función de gestión de riesgos deberá estar cada vez más coordinada con las unidades de negocio y el resto de las funciones de control. Además, los perfiles necesarios en los equipos deberán adecuarse a estos nuevos requisitos, ampliando su versatilidad para gestionar la nueva naturaleza de riesgos: más globales, más interconectados y con una génesis más rápida.

Por ejemplo, las implicaciones que tiene el riesgo de tipos de interés se extienden a multitud de ámbitos del negocio, entre otros: impulso de nuevos productos, como las *Variable Annuities*; desarrollo de nuevas herramientas de asesoramiento en Vida, basadas en inteligencia artificial; integración de capacidades digitales de gestoras de inversión u otros terceros; especialización de las redes de distribución para reducir el riesgo de una comercialización no idónea; incremento del volumen de activos estructurados en el balance. Parece evidente que una adecuada gestión del riesgo de tipos de interés requiere un equipo con capacidades muy diversas.

- El segundo factor supone la necesidad de adoptar sistemas de monitorización de riesgos en tiempo real. Ello, unido a los desarrollos en el ámbito de la computación, ayudará a avanzar hacia un nuevo paradigma en la gestión de riesgos, basado en el análisis permanente y el uso de proyecciones para estudiar potenciales escenarios de riesgos.

Estos desarrollos permitirán a las entidades aseguradoras desplegar modelos de gestión más enfocados a la toma de decisiones; por ejemplo, sería posible valorar –y actuar en consecuencia– cómo evoluciona el riesgo de la entidad si, en el año natural, dobla las primas emitidas de productos de ahorro garantizado a un determinado tipo de interés o, en su lugar, mantiene el volumen de primas, pero aumenta el tipo de interés bruto en cinco puntos básicos.

- El tercer elemento es el diseño de programas de reaseguro innovadores que permitan una cobertura más amplia y eficiente de los riesgos derivados de un entorno de tipos de interés persistentemente bajos.

- Por último, el desarrollo de modelos internos, al menos parciales; en concreto, para el submódulo de tipo de interés –que forma parte del módulo de riesgo de mercado– y los submódulos de riesgos más relacionados con él.

7.3.4 Gestión del capital

La mayor parte de las recomendaciones realizadas en el ámbito de la gestión de inversiones y la gestión de riesgos son válidas para obtener un modelo robusto de gestión del capital económico en un entorno de tipos de interés persistentemente bajos.

Algunas recomendaciones adicionales para mejorar el posicionamiento competitivo de las entidades aseguradoras de Vida en tal entorno son las siguientes:

- Revisión de los parámetros e hipótesis subyacentes en el modelo de gestión del capital para detectar oportunidades tácticas que puedan amortiguar el potencial deterioro de solvencia en los años con tipos de interés más negativos, sobre todo en el escenario estresado y en entidades multinacionales o con varias entidades operando en España.
- Evolución hacia entornos tecnológicos que permitan disponer de una proyección en tiempo real de los principales indicadores de solvencia y gestión del capital.
- Foco especial en la gestión de la liquidez y la política de reparto de dividendos, sobre todo en las etapas donde exista una tensión importante sobre la nueva producción o la renovación de la cartera, que pueden darse con más probabilidad en el escenario estresado. Una situación así podría aflorar, por ejemplo, si la crisis provocada por la COVID-19 destruyese una parte importante del tejido productivo nacional.

Para ello, las entidades aseguradoras deben haber dispuesto mecanismos adecuados para el acceso a la liquidez, incluso a través de emisiones de deuda, instrumento que ya ha sido utilizado por la banca en el pasado.

7.3.5 Otros ámbitos del negocio asegurador

La propuesta de posicionamiento competitivo expuesta en capítulos anteriores se refiere a los ámbitos del negocio asegurador de Vida más afectados por el entorno de tipos de interés.

Existen otros ámbitos donde la influencia es menor, pero en los que merece la pena sugerir un posicionamiento que permita a las entidades del sector combatir los efectos negativos de unos tipos de interés ultra bajos durante un periodo largo de tiempo. De forma resumida, cabe citar los siguientes elementos:

- Gestión estricta en todos los ámbitos operativos: mejora de la eficiencia, simplificación de los procesos, revisión de los gastos de administración de los productos, etc., con una potencial redistribución de la inversión hacia el impulso del crecimiento.

- Asignación de la inversión y los gastos operativos hacia los productos de riesgo y los Unit Linked de forma prioritaria, liberando recursos en la gestión de otros ámbitos, como los productos tradicionales de ahorro.
- Foco radical en la experiencia del cliente, en particular en los productos de protección y los que requieren asesoramiento financiero. El uso de la tecnología será clave para personalizar las propuestas y comunicarlas en tiempo real a través de los canales que elija el cliente.
- Posición activa frente a las oportunidades en materia de fusiones y adquisiciones que puedan surgir en los próximos años como parte de un proceso de concentración del sector asegurador de Vida.

7.4 Resumen del posicionamiento competitivo en los escenarios de estudio

Los resultados del apartado anterior se resumen en las siguientes dos tablas. En ellas se muestra de forma adicional una cuantificación, para cada escenario de análisis, del impacto de las iniciativas de posicionamiento propuestas y la prioridad de los principales riesgos.

Iniciativa para el posicionamiento competitivo		Impacto Esc. base	Impacto Esc. estresado
Oferta de productos y servicios	Reducción de la gama de ahorro garantizado e impulso de la gama de Unit Linked	★★★★★	★★★★★
	Impulso de la gama de productos de protección, con la innovación y la tecnología como palancas	★★★★★	★★★★★
	Desarrollo de una oferta específica de ahorro y protección para clientes ‘senior’	★★★★★	★★★★★
	Apuesta decidida por el uso de mecanismos de protección de las aportaciones	★★★★★	★★★★★
	Desarrollo de una oferta de <i>Variable Annuities</i> de última generación	★★★★★	★★★★★
	Inclusión de la sostenibilidad en el diseño de la propuesta de valor de los productos de Vida	★★★★★	★★★★★
	Oferta de seguros Unit Linked colectivos que instrumentan compromisos por pensiones	★★★★★	★★★★★
	Avance en la modularidad de los productos y servicios de Vida	★★★★★	★★★★★
	Introducción de medidas avanzadas para la mejora de la suscripción en el negocio de riesgo	★★★★★	★★★★★
Gestión de inversiones	Aumento moderado y paulatino del apetito al riesgo: activos ilíquidos, <i>private equity</i> y renta fija alternativa	★★★★★	★★★★★
	Empleo de instrumentos de cobertura y gestión rigurosa del riesgo de crédito	★★★★★	★★★★★

Iniciativa para el posicionamiento competitivo		Impacto Esc. base	Impacto Esc. estresado
Gestión de inversiones	Implantación de medidas de control en tiempo real de la evolución del perfil de riesgo y el SCR	★★★★★	★★★★★
	Reducción de la duración media del pasivo	★★★★★	★★★★★
	Foco hacia la reducción de las asimetrías contables entre activo y pasivo	★★★★★	★★★★★
Gestión de riesgos	Especialización en la gestión de riesgos	★★★★★	★★★★★
	Adopción de sistemas de monitorización de riesgos en tiempo real	★★★★★	★★★★★
	Diseño de programas de reaseguro innovadores	★★★★★	★★★★★
	Desarrollo de modelos internos, integrales o parciales	★★★★★	★★★★★
Gestión del capital	Revisión táctica de parámetros e hipótesis en el modelo de gestión del capital	★★★★★	★★★★★
	Proyección en tiempo real de los principales indicadores de solvencia y gestión del capital	★★★★★	★★★★★
	Foco especial en la gestión de la liquidez y la política de reparto de dividendos	★★★★★	★★★★★
Otros ámbitos del negocio asegurador	Gestión estricta en todos los ámbitos operativos	★★★★★	★★★★★
	Asignación de inversión y gastos operativos dirigida a productos de riesgo y Unit Linked	★★★★★	★★★★★
	Foco radical en la experiencia del cliente	★★★★★	★★★★★
	Posición activa frente a las oportunidades en materia de fusiones y adquisiciones	★★★★★	★★★★★

Fuente: elaboración propia

Riesgo	Prioridad Esc. base	Prioridad Esc. estresado
Necesidad de impulsar garantías netas negativas en la oferta de ahorro para particulares	★★★★★	★★★★★
Agravamiento del riesgo de comercialización no idónea de productos con riesgo tomador	★★★★★	★★★★★
Gestión de un ecosistema de relaciones, alianzas y acuerdos con terceros	★★★★★	★★★★★
Concentración del mercado a través de operaciones corporativas	★★★★★	★★★★★
Digitalización del negocio asegurador	★★★★★	★★★★★

Fuente: elaboración propia

8. Conclusiones

Entorno actual de tipos de interés y posicionamiento competitivo de las entidades aseguradoras de Vida en España

Un entorno de tipos de interés ultra bajos tiene consecuencias muy relevantes en los ámbitos económico, financiero, político y social, como se ha evidenciado a lo largo de la presente Memoria. Estas consecuencias globales se trasladan a prácticamente todos los ámbitos del negocio asegurador de Vida, afectando a todos los actores que operan en el sector (entidades aseguradoras, distribuidores, gestoras de inversión, etc.) e impactando en todos los elementos clave de la actividad aseguradora.

Por ello, se puede concluir que **(C#1)** las entidades aseguradoras de Vida no pueden garantizar su supervivencia sin una adecuada gestión del riesgo de tipo de interés y de los impactos que tiene un entorno de tipos de interés ultra bajos en cada uno de los elementos de la cadena de valor de la industria aseguradora.

Pero la supervivencia no es suficiente; las entidades aseguradoras deben aspirar a diseñar e implementar una estrategia exitosa que les permita competir en el sector con las mejores armas. En el **capítulo 7** se ha puesto de manifiesto que **(C#2)** existen numerosas medidas que las entidades aseguradoras pueden implementar para combatir los efectos negativos de un entorno de tipos de interés ultra bajos. El impacto y la importancia de estas acciones varían de forma sustancial en función de los diferentes escenarios de evolución de los tipos de interés que se consideren.

Por ello, **(C#3)** las entidades aseguradoras de Vida que deseen reforzar su posicionamiento competitivo deben ser capaces de adaptar su estrategia a la situación de tipos de interés que exista en cada momento. Este hecho requiere que la planificación estratégica de las entidades evolucione para convertirse en un instrumento vivo, capaz de reaccionar ágilmente a los cambios que se producen en el entorno⁹; por tanto, en contextos de tipos de interés cambiantes, las entidades que aspiren a tener éxito deberán abandonar los enfoques basados en una planificación estratégica estanca a uno o tres años.

Además, una planificación estratégica dinámica requiere que la implantación de los proyectos estratégicos sea igualmente ágil. Por ello, **(C#4)** las entidades aseguradoras de Vida tendrán que apostar por metodologías de desarrollo ágiles, que permitan implementar la estrategia de la entidad aún en el caso de que esta se modifique en alguno de sus elementos para adaptarse a la evolución de los tipos de interés.

⁹ Los cambios en el entorno que requieren de una revisión ágil de la estrategia no se circunscriben a la evolución de los tipos de interés; pero tal evolución es, en la actualidad, uno de los factores externos que más influencia tiene en los pilares sobre los que se asienta la estrategia de las entidades aseguradoras de Vida.

Crisis japonesa y extrapolación de mejores prácticas al caso español

La crisis japonesa de principios de los años 90 aporta un número importante de lecciones aprendidas que son extrapolables al caso español; de ellas han de tomar nota tanto las entidades aseguradoras de Vida como los gobiernos y las administraciones públicas. De hecho, el caso japonés pone de manifiesto que **(C#5)** las decisiones de los gobiernos son muy relevantes para aliviar los impactos negativos de un entorno de tipos de interés persistentemente bajos.

La regulación por parte del gobierno japonés en 2001 del “tercer sector” posibilitó el auge de los productos de protección, que han sido una de las tablas de salvación sobre las que el sector asegurador nipón ha apalancado sus resultados durante más de 15 años.

En España, sería importante que el gobierno nacional tomase nota de esta circunstancia y, en caso de que el entorno de tipos de interés siga en los niveles actuales o se degrade aún más, evalúe la idoneidad de tramitar medidas que pueden incidir negativamente en los resultados del sector asegurador. Por ejemplo, la limitación de los beneficios fiscales en los productos de pensiones individuales o la aprobación de unas tablas biométricas que no incorporan los efectos de la COVID-19 sobre la tasa de mortalidad.

Asimismo, la realidad que vivió Japón de 1991 a 2012 ha servido para constatar que una situación de crisis puede convertirse en la nueva normalidad durante décadas. En este escenario, **(C#6)** es clave que las entidades aseguradoras de Vida mantengan una visión de largo plazo, que puede implicar sacrificar una parte de los resultados a corto plazo e incluso dejar escapar oportunidades tácticas que no encajan con la visión de futuro.

Adecuación de las medidas del sector asegurador de Vida para adaptarse al entorno actual de tipos de interés y magnitud del riesgo sistémico

Las entidades del sector asegurador de Vida en España han realizado, en general, importantes esfuerzos en todos los ámbitos del negocio para adaptarse al actual entorno de tipos de interés ultra bajos. Puede incluso afirmarse que existe un conjunto de buenas prácticas en el sector que progresivamente van implantando la mayor parte de las entidades que operan en él.

Por tanto, **(C#7)** no existe en España un riesgo de crisis sistémica en el sector asegurador de Vida derivada del riesgo de tipos de interés, incluso aunque la situación actual se prolongue en el tiempo o se produzca una caída adicional de una magnitud moderada.

No obstante, **(C#8)** una degradación importante de los tipos de interés no tendría un efecto neutro en las entidades, sino que previsiblemente traería aparejado un doble efecto: por un lado, un proceso de concentración sectorial, que supondría una oportunidad para las entidades que se hubiesen mantenido financieramente fuertes y solventes en ese contexto negativo; por otro, la potencial incursión en el sector de nuevos entrantes (sobre todo, compañías tecnológicas) que aporten capital a las entidades aseguradoras que tienen problemas de viabilidad financiera.

9. Referencias bibliográficas y normativa legal

Libros, monografías y artículos

Acharya, V.V., T. Eisert, C. Eufinger y C.W. Hirsch (2016). "Whatever it takes: The real effects of unconventional monetary policy". SAFE Working Paper, No. 152, Frankfurt am Main.

AFI (2019). "Impacto del entorno de tipos de interés bajos: retos de las aseguradoras (y posibles medidas)". Nota Técnica nº 29, Área de Seguros.

AFI (2020). "Las principales aseguradoras españolas: sus Informes de Situación Financiera y de Solvencia de 2019 revelan mejoras de sus confortables niveles de rentabilidad y solvencia agregados". Nota Técnica nº 33, Área de Seguros.

Altavilla, C., M. Boucinha y L. Burlon (2020), "The Economic Consequences of Negative Interest Rates". Cesifo Forum, Volume 21, N° 1, pp 13-17.

Altavilla, C., L. Burlon, M. Giannetti y S. Holton (2019). "Is There a Zero Lower Bound? The Effects of Negative Policy Rates on Banks y Firms". ECB Working Paper 2289.

Antolin, P., S. Schich y J. Yermo (2011). "The economic impact of protracted low interest rates on pensions funds and insurance companies". OECD Journal, volume 2011, issue 1.

Bean, C., C. Broda, T. Ito y R. Kroszner (2015). "Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates". The International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva Reports on the World Economy 17.

Bernanke, B., T. Geithner y H. Paulson (2019). "Firefighting: The Financial Crisis and Its Lessons". London: Penguin.

Center for the Study of Financial Innovation (2017). "Insurance Banana Skins 2017". CSFI / New York CSFI – PwC.

Center for the Study of Financial Innovation (2019). "Insurance Banana Skins 2019". CSFI / New York CSFI – PwC.

Carvalho, C. et al (2016). "Demographics and Real Interest Rates: Inspecting the Mechanism". European Economic Review 88, September 2016, pp 208-226.

Fuest, C. y T. Wollmershäuser (2020). "Low Interest Rates: Global Causes and Policy Implications for Germany", Cesifo Forum, Volume 21, N° 1, pp 3-6.

De Groot, O. y Haas, A. (2020). "The Negative Interest Rate Policy Experiment". CesInfo Forum, Volume 21, pp 7-12.

Dell’Ariccia, G., P. Rabanal y D. Syri (2018). “Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom”. *Journal of Economic Perspectives* 32, pp 147-172.

Del Negro, M., D. Giannone, M. P. Giannoni y A. Tambalotti (2019). “Global Trends in Interest Rates”. *Journal of International Economics* 118 (C), pp 248-262.

Eggertsson, G. B., R. E. Juelsrud, L. H. Summers y E. G. Wold (2019). “Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel”. NBER Working Paper 25416.

Generali Investment (2018). "ECB: End of QE brings reinvestment policy into focus". Generali Investments, Focal Point, Cologne.

Heider, F., F. Saidi y G. Schepens (2019). “Life Below Zero: Bank Lending under Negative Policy Rates”. *Review of Financial Studies* 32, pp 3727-3761.

Jobst, A. y H. Lin (2016). “Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area”. IMF Working Paper WP/16/172.

Kimball, M. S. (2015). "Negative interest rate policy as conventional monetary policy". *National Institute Economic Review* 234, R5–R14.

Lancastre, M. (2016) "Inequality and Real Interest Rates". Munich Personal RePEc Archive, Paper No. 85047.

Matsuzawa, N. (2019). "Investment strategies in a low rate environment. Lessons from Japanese lifers/banks". Nomura Securities Co., Global Markets Research.

Matthes, J. (2014). "The low interest rate environment: Causes, effects and a way out". German Economic Institute (IW) Policy Paper, No. 10/2014.

Rachel, L. y T. D. Smith (2017). “Are Low Real Interest Rates Here to Stay?”. *International Journal of Central Banking* 13, pp 1-42.

Ragot, X., C. Thimann, N. Valla (2016). "Ultra-low interest rates: symptom and opportunity". *Conseil d’analyse économique*, volume 36, issue 9.

Rogoff, K. (2017). “Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound”. *Journal of Economic Perspectives* 31, pp 47-66.

Samarina, A. y D.M. Nguyen (2019). "Does monetary policy affect income inequality in the Euro Area?". De Nederlandsche Bank NV, Working Paper No. 626.

Siegel, L. B. y S. C. Sexauer (2017). “Five Mysteries Surrounding Low and Negative Interest Rates”. *Journal of Portfolio Management* 43, pp 77-86.

Tan, G. (2019). "Beyond the Zero Bound: Negative Policy Rates and Bank Lending". DNB Working Paper 649.

Thwaites, G. (2015). "Why are real interest rates so low? Secular stagnation and the relative price of investment goods". BoE working paper.

Van Riet, A. (2017). "The ECB's fight against low inflation: on the effects of ultra-low interest rates". *International Journal of Financial Studies*, 5, 12.

Yoshino, N. y H. Miyamoto (2017). "Decreased Effectiveness of Fiscal and Monetary Policies in Japan's Aging Society". ADB Working Paper 691.

Yoshino, N., F. Taghizadeh-Hesary y H. Miyamoto (2017). "The Effectiveness of the Negative Interest Rate Policy in Japan". *Credit and Capital Markets* 50, pp 189-212.

Normativa legal

Diario Oficial de la Unión Europea (17/01/2015). Reglamento delegado (UE) 2015/35 de la Comisión de 10 de octubre de 2014 por el que se completa la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II). DOUE número 12.

Jefatura del Estado (28/11/2014). Ley 26/2014, de 27 de noviembre, por la que se modifican la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, y otras normas tributarias. BOE número 288, de 28 de noviembre de 2014

10. Anexos

10.1 Anexo 1. Mecanismos convencionales de política monetaria

Los mecanismos convencionales de política monetaria son las herramientas estándares que tienen a su disposición los bancos centrales para llevar a cabo su política monetaria. Los tres principales mecanismos convencionales de política monetaria son:

- **Variación del coeficiente de caja**

El coeficiente de caja es el porcentaje de dinero que mantiene una entidad financiera en formas de reservas líquidas, en su propias arcas o, más habitualmente, en el banco central de su país. También se conoce como coeficiente de reservas bancarias, coeficiente de encaje, tasa de encaje o encaje bancario.

Mediante el incremento del coeficiente de caja legal, el banco central disminuye los fondos disponibles para prestar dinero, disminuyendo la oferta de dinero.

Por el contrario, si disminuye el coeficiente de caja requerido aumentará la oferta de dinero. Cuanto menor sea el coeficiente de caja, mayor será el multiplicador del dinero.

- **Modificación del tipo de interés de las facilidades permanentes**

Las facilidades permanentes constituyen un instrumento de política monetaria mediante el cual se pretende inyectar o drenar liquidez a un día a través de operaciones de crédito y depósito realizadas por los bancos centrales con las entidades autorizadas, a iniciativa de estas últimas, y a un porcentaje oficial.

Este mecanismo permite controlar la liquidez a un día, señalar la orientación general de la política monetaria y controlar los tipos de interés del mercado a un día.

- **Operaciones en mercado abierto**

Constituyen el instrumento más importante de la política monetaria. Se denominan operaciones en mercado abierto porque no se realizan directamente con el emisor del título, sino que se ejecutan en los mercados secundarios de renta fija o renta variable.

Existen varios tipos de operaciones de mercado abierto, cada una con unos objetivos diferentes. Los dos tipos más importantes son:

- **Operaciones principales de financiación**, que son las operaciones en mercado abierto de mayor relevancia. En ellas el banco central presta a las entidades de crédito al tipo oficial del dinero, empleando subastas para ello. Si el banco central baja este tipo de interés oficial abaratará el coste del crédito para las entidades, aumentando la oferta de dinero.

- **Compra o venta de activos financieros** por parte del banco central para introducir dinero en el mercado y provocar los efectos positivos de su movilización. Suele realizarse mediante operaciones estructurales, como la compraventa de bonos del Estado o de bonos corporativos.

En el caso de la compra de activos, el banco central realiza inversiones en instrumentos de agentes de carácter privado, que a su vez pueden reinvertir el capital recibido en el mercado o en otras actividades, aumentando la oferta de dinero en la economía.

10.2 Anexo 2. Tipos de interés oficiales y tipos de interés de referencia

Tipos de interés oficiales

Son los tipos de interés que utilizan los bancos centrales para implementar sus decisiones en materia de política monetaria.

En la actualidad, los tipos de interés oficiales del BCE son tres:

- **Tipo de interés oficial central**, que es el tipo más bajo en las subastas de las operaciones principales de financiación, descritas en el **Anexo 1**; coincide con el tipo de interés mínimo al que una entidad puede pujar en las subastas a tipo variable.
- **Tipo de interés de la facilidad de crédito**, que es el tipo de interés para obtener del BCE financiación a un día. Suele fijarse en 100 pb por encima del tipo de interés oficial central.
- **Tipo de interés de la facilidad de depósito**, que es el tipo de interés con el que el BCE retribuye los depósitos a un día de las entidades de crédito. Suele fijarse en 100 pb por debajo del tipo de interés oficial central.

Tipos de interés de referencia

Son los tipos de interés que se emplean como referencia en las operaciones financieras cotidianas, tanto las que implican a personas físicas como las que involucran a empresas e instituciones.

En el ámbito de la Zona Euro existen dos tipos de interés de referencia principales:

- **EONIA**, acrónimo de *Euro OverNight Index Average*.

Dentro del mercado interbancario en la Zona Euro, EONIA es el tipo efectivo de referencia para las operaciones de un día a otro. El BCE publica el valor del tipo EONIA cada día al cierre del mercado.

El valor del tipo EONIA cada día es la media ponderada de los tipos de interés de operaciones de depósito de un día a otro que realizan las entidades cotizantes en el mercado interbancario.

- **Euribor**, acrónimo de *Euro InterBank Offered Rate*

El Euribor es el tipo de interés de referencia del mercado interbancario en la Zona Euro para los plazos a los que se publica: una semana, dos semanas y periodos mensuales de uno a doce meses.

Para cada uno de estos plazos, el Euribor representa el tipo de interés de la oferta de depósitos interbancarios en euros entre entidades de primera calidad crediticia. Estas entidades forman parte de un panel conformado por compañías representativas del sector de crédito, pertenecientes a las principales asociaciones financieras europeas (FBE, EBF y ACI).

Como en el caso de EONIA, el BCE publica el valor del Euribor diariamente, si bien con fecha valor correspondiente a dos días después de la fecha de publicación.