

**BAJOS TIPOS DE INTERÉS Y
GESTIÓN DE LAS INVERSIONES EN LA
EMPRESA ASEGURADORA**

Dr. Eugenio PRIETO PÉREZ
Catedrático de Economía Financiera
Miembro de número de la
Real Academia de Doctores de España

Los mercados financieros están mostrando situaciones desconocidas hasta ahora que ponen de manifiesto que modelos de comportamiento de los agentes económicos de general seguimiento, que eran considerados como axiomas, han perdido vigencia y, por ello, se siente la necesidad de sustituirlos por otros, así como las teorías y actuaciones que se basaban en ellos en la toma de decisiones.

Pretendo en este trabajo dar respuesta a dos preguntas:

1ª ¿Cómo se ha llegado a la situación actual en lo que se refiere a los tantos de interés y qué evolución puede esperarse en el corto y medio plazo?

2ª ¿Qué cambios exige la situación actual y las expectativas de evolución de los tantos de interés en la gestión de las inversiones en la empresa aseguradora?

Manifiesto desde el principio que soy consciente de no ser adivino y de la complejidad de dar respuestas que se confirmen en el horizonte temporal considerado (corto y medio plazo) a las preguntas formuladas. Me anima el hecho de que no puede considerarse descabellado reflexionar sobre estas importantes cuestiones.

LA SITUACIÓN ACTUAL Y SUS CAUSAS ASIGNABLES

Empezaré por describir brevemente la situación y experiencia reciente de los mercados financieros. Son características que la describen las siguientes:

- Los tantos de interés a que se está emitiendo la Deuda (pública o privada) han caído hasta niveles históricos. Concreto más:

En el momento de escribir estas líneas la rentabilidad

- * Del Bono español a 10 años es del 1,84%
 - * El Bono alemán a 10 años es el 0,61%
 - * La prima de riesgo resultante es: 1,23%
 - * De las Letras del Tesoro español a 1 año es de 0,018%
- Estos datos significan que ni los gobiernos ni las empresas que tienen acceso a los mercados financieros nunca han pagado por los préstamos tantos de interés tan bajos.

A lo manifestado en las líneas precedentes, he de añadir que por primera vez en la historia, en 2015 se han emitido bonos corporativos denominados en euros con vencimiento a corto plazo (inferior al año) a tanto de interés negativo. Las Letras del Tesoro a 9 meses tienen rentabilidad negativa (-0,005 por 100).

A resultas de la crisis económica, han tenido lugar profundos cambios en los comportamientos de los agentes económicos a consecuencia de hechos que trajo aparejados: Desaparición de un elevado porcentaje de las empresas en funcionamiento antes de la crisis, reducciones de plantillas, dificultades financieras aún no totalmente superadas en otras muchas, ajustes en todas las líneas de actividad prácticamente en todas. Hechos estos que dejan huella en los inversores. El agudo economista, Juan José TORIBIO, señala además: ***“Con el aumento del desempleo, se incrementaron las desigualdades de rentas y se crearon campos de cultivo para nuevas tensiones sociales”*** y sigue diciendo, J.J. TORIBIO, ***“Muchas empresas (en especial las del sector financiero) vieron afectadas a la baja su reputación social, con serios problemas para restablecerla”***.

La crisis, ya en sus últimos (se espera) coletazos, ha traído, pues, muy profundos cambios en las ideas, valores, comportamientos personales y en la gestión de las empresas, y en los próximos se modificarán y ampliarán hasta configurar un nuevo paradigma económico-financiero y de gestión.

¿Cuáles son las causas asignables de mayor peso que justifican tan bajos tantos de interés? ¿Cómo pueden evolucionar?

No tengo dudas al atribuir la situación actual a la política monetaria expansiva del BCE, que, evidentemente, ha tenido y tiene un fundamento, respondiendo a ciertos objetivos considerados prioritarios.

En efecto, a raíz de la crisis de 2008-2013, básicamente una crisis financiera, los bancos centrales –en la U.E. el Banco Central Europeo (BCE)-, redujeron una y otra vez los tipos de interés de referencia, esto es, los tantos de interés que cargan a los bancos privados por sus créditos a corto plazo, hasta llegar, a un nivel prácticamente cero. Esta política monetaria tiene un significado claro: El BCE proporciona a los bancos privados tanto dinero como solicitan para cubrir sus necesidades de liquidez mediante préstamos a corto plazo, sin casi pagar por ello.

Además, el BCE decidió llevar a cabo compras masivas de Deuda Pública directamente de los mercados. Durante la crisis los Gobiernos europeos tratando de dejarla atrás cuanto antes, instrumentaron políticas económicas que dispararon el déficit público y con él la Deuda Pública. En 2010 esta era la situación, de modo que la intervención del BCE adquiriendo Deuda Pública emitida por los Estados de la U.E., era una exigencia imperativa, debido a la debilidad fiscal de los países de la U.E., que dio lugar a la crisis de la Deuda Soberana. Parece evidente que en el futuro el BCE deberá ocuparse además de garantizar la estabilidad de precios, de la estabilidad financiera.

De persistir las condiciones actuales y, ésta será una cuestión sobre la que me pronunciaré a continuación, la rentabilidad máxima que puede obtener un inversor con aversión al riesgo, se situará en torno al 1,5%, no sólo en España, sino también en el mundo occidental desarrollado.

Las políticas del BCE conducen a que los inversores en Deuda emitida por los correspondientes gobiernos, no ofrecerán mayores rentabilidades, además, todo parece indicar que el BCE persistirá en la política de bajos tantos de interés y que seguirá comprando Deuda Pública. El BCE es el que determinará la evolución de los mercados financieros. Con esta afirmación tan categórica, pueden preguntarse *¿El BCE se ha excedido en sus funciones?*

Para dar una respuesta fundamentada es obligado recordar que:

- En 2013 la preocupación era la diferencia enorme existente en el coste de financiación de los países, para financiar sus déficits públicos o refinanciar la Deuda Pública, puesta de manifiesto a través de las disparidades en las primas de riesgo y por el escaso crecimiento económico en la U.E.
- A finales de 2015 la situación era muy distinta; países con una elevada prima de riesgo en 2013, colocan su deuda a tantos de interés muy bajos e, incluso, negativos.

Ahora bien, en mi opinión –bastante compartida por los expertos-, las posibilidades de actuaciones eficaces del BCE, están prácticamente agotadas. En España, la política del BCE unida a las medidas de austeridad y las reformas llevadas a cabo para mejorar la competitividad y flexibilidad de las empresas, ha dado buenos resultados. En este sentido, es lógico pensar que sin reformas profundas en la mayor parte de los países de la U.E., no habrá crecimiento económico en esta zona, que iguale al actual e, incluso, al esperado a medio plazo en España (horizonte 2020).

La política monetaria del BCE devolvió la confianza a los inversores, pero estimo que tiene razón, BENOIT COEURÉ, miembro del Consejo de Gobierno del banco, cuando señala que *“si la política de crecimiento de la zona euro reposa sobre la espalda del BCE, esto acabará mal”*.

LA INFLUENCIA DE LA BAJADA DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

La caída del precio del petróleo y la depreciación del euro son factores muy significativos en orden a justificar el mayor crecimiento de la economía española respecto del conjunto de la U.E.

La caída del precio del petróleo al reducir la factura energética de España supuso un abaratamiento de los costes de producción de las empresas del país y que aumentara la renta disponible de los ciudadanos. La depreciación del euro también hace más atractivos los productos españoles en el exterior y beneficia al turismo.

Nótese que los factores externos que acabo de señalar también benefician, por ejemplo, a Francia e Italia y estas economías crecen menos que la española y sus expectativas económicas también son inferiores.

El BCE tiene actualmente que hacer frente a dos problemas importantes: El bajo crecimiento económico en la U.E. y la inflación negativa.

En España se espera que la tasa de inflación cierre 2015 en negativo (-1,2 puntos porcentuales del IPC). Debo apresurarme a decir que la deflación española es importada y está permitiendo que el consumo interno se dinamice. La situación económica española con simultaneidad de crecimiento, incremento del consumo y deflación, suele darse pocas veces; en estas combinaciones puede decirse que la deflación es “de la buena”.

Ahora bien, ¿Cómo se espera que el BCE aborde los problemas mencionados?

Las posibilidades de la política monetaria están prácticamente agotadas, pues, los tipos de interés poco más pueden bajar y esta medida no tendría apenas reflejo en la economía real, dado que las empresas y las familias parecen más preocupadas por reducir sus deudas que por aventuras basadas en un nuevo endeudamiento.

Queda la posibilidad de utilizar la política fiscal. Veamos la situación actual al respecto: El nivel alcanzado por la Deuda Pública en los países de la U.E. y, por consiguiente, las exigencias de reducción del déficit público para no incrementarla aún más, hace imposible recurrir a ella.

Estoy de acuerdo con J.J. TORIBIO, en que la herencia principal de la crisis de 2008 es, sin duda, haber conseguido que se agotasen las posibilidades de utilización de los instrumentos tradicionales para impulsar el crecimiento económico¹.

La salida de esta situación parece estar en llevar a cabo profundas reformas estructurales. Desde el BCE se indica que los gobiernos deben adoptar políticas para favorecer la recuperación económica o de lo contrario, cualquier medida del BCE no podrá conseguir tal objetivo. Mario DRAGHI acaba de afirmar –y son sus palabras textuales- que *“está dispuesto a utilizar todos los instrumentos a su alcance para tratar de reactivar la inflación y llevarla a niveles positivos, aunque inferiores al límite superior del 2%”*. Esto

¹ Véase J.J.TORIBIO: ¿Una herencia envenenada?, en Comentarios de Coyuntura Económica, Octubre 2015.

significa, en mi opinión, que pretende seguir comprando deuda directamente en los mercados financieros. Mi opinión ya es conocida: La deflación sobrevuela la economía mundial y existe el riesgo de que la inflación negativa se pueda convertir en una espiral deflacionista; para que sucediera, los consumidores deberían aplazar sus compras esperando que los precios bajen cada vez más; esto no está ocurriendo ni en España ni en la U.E.

El análisis precedente va encaminado a poder contestar a la pregunta ¿Por qué se paga por prestar dinero?

Razones para pagar por PRESTAR DINERO

En el ámbito de las expectativas, me consta la existencia de inversores que consideran que la inflación negativa continuará e, incluso, que se incrementará en los próximos dos años. En esta hipótesis la rentabilidad de las inversiones en bonos sería positiva.

Otra postura –muy frecuente en los grandes inversores internacionales- es que la rentabilidad para ellos no reside en los cupones a que dan derechos los títulos de deuda, sino en los tipos de cambio.

Los bancos comerciales tendrán interés en adquirir bonos si el BCE sigue bajando los tantos de sus préstamos con la garantía de aquéllos.

Acabo de explicitar tres razones de los inversores para adquirir deuda que abone tantos de interés prácticamente nulos o negativos aunque, evidentemente, no son los únicos.

ADAPTACIÓN DE LA GESTIÓN DE LAS ENTIDADES ASEGURADORAS

Esbozo a continuación algunos aspectos o procedimientos que a mi juicio deben cambiarse significativamente, para adaptar la gestión de las inversiones a la situación de tantos de interés prácticamente nulos o negativos.

1. Si la política del BCE determina la evolución de los mercados financieros, el gestor de las inversiones debe estar al corriente de las actuaciones de aquél y de sus proyectos.
2. La interpretación de las decisiones del BCE no puede ser la convencional; por ejemplo, la subida de los tantos de referencia, que en el escenario financiero

anterior a la crisis financiera, significaría una caída de las cotizaciones; esto es, del valor de los bonos, en un momento tan confuso como el existente en los mercados actualmente, deben analizarse más profundamente este tipo de decisiones y sobre todo con espíritu financiero crítico sobre las señales que tratan de transmitirse con la referida decisión. Nos encontramos en un “mundo extraño” que busca unos objetivos más o menos locales, pero con repercusiones globales a corto y medio plazo, que pueden ser de muy diferente signo o intensidad. Evidentemente todo sería distinto si las medidas tomadas por el BCE o la Reserva Federal (FED) afectaran solamente a la U.E. o a EE.UU.

3. La baja rentabilidad de los activos de renta fija y la elevada volatilidad de la renta variable plantea la necesidad de grandes cambios en la gestión de carteras de las entidades aseguradoras. Señalo algunos aspectos a tener en cuenta:

- a) No debe prescindirse totalmente de la renta fija que es necesaria para asegurarse una diversificación eficiente, dado el nivel de riesgo que no debe superar una cartera considerada conservadora (propia de una posición de aversión al riesgo).
- b) La elección del nivel de riesgo de la cartera de inversiones debe ser congruente con la política de riesgos de la cartera de seguros (manifestada a través de las políticas de suscripción y de reaseguro). No es lógica una postura de aversión al riesgo en una cartera y en la otra llevar a cabo políticas que conlleven posiciones de propensión o indiferencia por el riesgo.

La composición de la cartera de inversiones debe tener en cuenta, también otros cambios previsibles o posicionales ante las expectativas económicas generales, nacional e internacional, de las empresas o instituciones emisoras, de la liquidez exigida por la cartera de seguros y de la dinámica de la adaptación que se considere más adecuada para la revisión de la cartera.

- c) Debe tenerse en cuenta de manera muy especial la situación de los distintos sectores económicos (Bancos, construcción, automóviles, sector industrial, etc.), los planes, grado de endeudamiento y, en general, los fundamentales de las empresas concretas o de los países emisores de los títulos candidatos a formar parte de la cartera y, por supuesto, las restricciones asociadas a la legislación vigente mercantil y aseguradora, sobre todo, pero no solamente, en lo referente a exigencias de capital en riesgo, la fiscalidad (sobre alquileres, retenciones, etc.) y otras.

No puede olvidarse el perfil conservador de la cartera de inversiones, ni la coherencia que debe existir entre la gestión de la cartera de inversiones y la cartera de seguros, desde la óptica de la posición ante el riesgo.

4. La crisis económica ha dejado constancia de la necesidad de un nuevo paradigma que supondrá profundos cambios en todas las actividades y sectores económicos; todavía estamos, respecto de aquél, en una gran nebulosa, que irá despejándose significativamente en el transcurso del próximo quinquenio (horizonte 2020). La necesidad de una reestructuración de las empresas con un sentido de la gobernanza muy diferente, para dar respuesta a nivel de empresa a las exigencias de la globalización, el envejecimiento de la población, la contaminación y a los problemas más urgentes de un mundo interrelacionado y cada vez más complejo.

Bajando un escalón de la generalidad que pueda atribuirse a los aspectos indicados, señalo que:

- A. Las entidades aseguradoras deben buscar más sus beneficios en la gestión de la cartera de seguros, que en los beneficios financieros. Los beneficios deben ser suficientes para remunerar a los recursos propios y mantener niveles de solvencia adecuados y siempre superiores a los mínimos legalmente exigibles. Este objetivo debe conseguirse para asegurar la supervivencia de la entidad.

- B. Deben reducirse los tantos de interés técnicos en el cálculo de las primas de seguros y provisiones técnicas en el Seguro de Vida, en los No Vida, los correspondientes a fraccionamientos de primas, las participaciones en beneficios y los extornos por menor siniestralidad, etc.
- C. La crisis ha modificado esencialmente ciertos mercados, por ejemplo, la vivienda, con un equilibrio muy diferente entre viviendas en propiedad y alquiladas. Estas modificaciones son del máximo interés por ser una componente tradicional en las carteras de la empresa aseguradora.
- D. Rediseñar muchos productos de seguros y crear otros que hasta ahora no parecían de interés; por ejemplo, los asociados a los cambios en la familia, los asociados a los fondos de pensiones no públicos, la sanidad y la educación.

Me permitirán que me despida de Vds. hasta una próxima ocasión, sobre la que su interés en mis trabajos tiene la palabra.

Madrid, noviembre de 2015

Eugenio PRIETO PÉREZ

Pueden dirigirse a: eprietop@outlook.com