

Actuarios

www.actuarios.org

INSTITUTO DE ACTUARIOS ESPAÑOLES

Nº 52 // PRIMAVERA 2023

INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS

ELENA MANZANEDA

"Dada su repercusión y numerosas aplicaciones, el rigor técnico y la calidad en la elaboración y difusión de los datos de inflación son aspectos clave en todas las oficinas de estadística"

SANTIAGO CARBÓ

"En la lucha contra la inflación es posible que lo peor haya pasado, pero no es sencillo aventurar que pueda decirse adiós en un tiempo cercano"

Patrocinador ORO



Patrocinador PLATA



Patrocinador BRONCE



Nº 52 Primavera 2023

CARTA DEL PRESIDENTE	2	Manuel Alejandro Hidalgo Pérez La inflación que nos viene	48
TRIBUNAS		Ignacio González Veiga La medición de la evolución de los precios de los seguros en el Índice de Precios de Consumo	50
Elena Manzanera Díaz Cambios y mejoras en el IPC e IPCA	5		
Santiago Carbó Valverde Inflación, ese chicle en el zapato monetario	6		
TEMA DE PORTADA		ESPACIO ACTUARIAL	
Fernando Redondo Inflación y su repercusión sobre el Seguro	8	ENTREVISTA: Joaquín Montalvo	53
Gonzalo de Cadenas-Santiago La inflación y sus efectos en el seguro	11	LA ADMINISTRACIÓN CONTESTA	54
Alejandro Collado y José Gabriel Puche Propuesta de valor de Vida en el contexto económico actual	14	Isabel Casares San José-Martí Sentencia Tribunal Supremo. Resolución 1340/2022. Sala de lo Contencioso-Administrativo Madrid Embargo de sueldos y pensiones para liquidación de cuotas impagadas	
Juan José Zahonero De Las Heras La subida de los tipos de interés y el impacto en Solvencia II	18	RINCÓN DEL CONSULTOR	58
Agustín Saggese Inflación, tipos de interés e impacto actuarial	23	Isabel Casares San José-Martí Impacto de los tipos de interés en las valoraciones actuariales	
Francisco del Olmo, Fernando Rojas, Antonio Mota y Diego Aires Negocio asegurador y valor bursátil en un entorno de inflación	26	SEGUROS (IM)POSIBLES	60
José M. Domínguez Martínez Inflación, tipos de interés e impuestos: una visión introductoria	30	Miguel A. Vázquez y José A. Herce La corrupción y el seguro de cesantía	
Juan de Lucio, Javier Herrezuelo, Eliseo Navarro Productos financieros que te protegen de la inflación y te anticipan su evolución	36	LA VIDA BUENA	
Patricia Alonso Cadenas Coberturas de tipos de interés: su importancia en el entorno de tipos actual	40	Javier Olaechea El último verano, de Diego S. Garrocho	62
Rubén Mora Ruano Los efectos de la nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo sobre la deuda pública española	44	Diego S. Garrocho Inflar palabras	63
		Antonio Méndez Al Actuario	63
		Paz Sanz La gran desconocida en España: La Escala de Actuario perteneciente al Cuerpo Superior de Actuarios, Estadísticos y Economistas de la Administración de la Seguridad Social	64
		NOTICIAS	65
		ALTAS	68



Instituto de Actuarios Españoles
COLEGIO PROFESIONAL

Edita:
Instituto de Actuarios Españoles
C/ Víctor Andrés Belaúnde, 36. 28016 Madrid
Tel. 91 457 86 96. Fax 91 457 14 07
www.actuarios.org • iae@actuarios.org

Dirección:

Diego Cano, Diego S. Garrocho, Juan José de Lucio

Consejo de Redacción:

Irene Albarrán, Ester Arencibia, José Boada, Diego Cano, Isabel Casares, Rafael Fernández, Adolfo Gálvez, Diego S. Garrocho, Gregorio Gil de Rozas, José Antonio Herce, Daniel Hernández, David Lafuente, Juan José de Lucio, David Martín, César Maurín, Ramón Nadal, Javier Olaechea, Julián Oliver, José Miguel Rodríguez-Pardo, Luis M^º Sáez de Jáuregui, Alicia Sanmartín, Lázaro Villada.

Foto de portada:

iStock.com/BONDART

Fotografía: iStock.com

Maquetación: JMR

Imprime: Albadalejo, S.L.

Depósito Legal: M-25517-1990

ISSN: 2530-5425

P.V.P.: 12,00€ Iva incluido



Aviso legal:

Las opiniones expresadas en los artículos firmados corresponden únicamente a sus autores y no necesariamente reflejan la postura del editor de la publicación.



RAFAEL MORENO RUIZ

Presidente

Empezamos el año con una renovación total de Anales del Instituto de Actuarios Españoles, la principal revista científica en lengua española de ciencia actuarial y financiera del mundo, que se publica en acceso abierto, y que ahora se ha incorporado a un sistema digital *Open Journal System* que mejorará su impacto, divulgación y calidad.

El objetivo es dotar de medios que promuevan y mejoren la calidad de la investigación actuarial de España, que perseguimos también con la reciente creación del Centro de Investigación Actuarial de España.

Hoy Anales del Instituto de Actuarios Españoles es, además de mejor, una publicación exclusivamente digital, con lo que contribuimos a la mejora de la sostenibilidad medioambiental y una mayor eficiencia en la distribución de la revista. Podéis encontrarla en <https://revistas.actuarios.org>

El pasado mes de febrero se presentó la Guía de Autorregulación para la aplicación práctica de la Función de Gestión de Riesgos, que nace como un estándar profesional vivo, y que, dadas las numerosas novedades que se avecinan en materia de sostenibilidad y de operativa digital, será sujeto a una actualización en breve.

En marzo, ante la reforma del sistema de pensiones que se introducía por Real Decreto-ley, nuestro Grupo de Trabajo de expertos en Seguridad Social analizó los efectos que esta tendría. La conclusión del informe es que esta reforma deteriora la equidad contributiva y lastra la sostenibilidad del sistema, en línea con lo que mantenían otras entidades como la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIREF). El informe, que se puede consultar,

al igual que los tres anteriores, en la página web www.actuarios.org, tuvo una amplia repercusión en prensa. El Instituto de Actuarios sigue reclamando que las pensiones deben estar fuera del debate político, y que la mejor manera de lograrlo es tomando las decisiones con transparencia, basándolas en datos y en análisis objetivos.

En la actualidad se están tramitando varias reformas legislativas que seguimos con atención. Destacaría la reforma del reglamento de planes de pensiones, al que presentamos alegaciones, centradas especialmente en que la revisión financiero actuarial debe realizarse en todos los planes y fondos, incluidos los de aportación definida, pues constituye una garantía para los intereses de los partícipes y beneficiarios y para que las comisiones de control puedan cumplir su misión, así como facilitan la labor de supervisión e inspección que, de otra manera, sería difícil de llevar a cabo.

El proyecto sometido a información pública únicamente contemplaba estas revisiones si el fondo de pensiones tiene más de 100 millones de euros de patrimonio, lo que supone dejar fuera de la revisión financiero actuarial al 85% de los fondos de pensiones y no atiende a las recomendaciones de EIOPA y a sus criterios de proporcionalidad.

Creemos que nuestra posición es sólida, bien fundamentada y garantista para con los objetivos de la previsión social complementaria: la protección de los intereses de los partícipes y beneficiarios.

Igual de sólida y fundamentada es la situación en que se encuentra el título del Máster Universitario en Ciencias Actariales y Financieras, que habilita para el acceso al Instituto y al consiguiente ejercicio de una profesión regulada, definida por Ley, pero que el Ministerio de Universidades sigue sin incorporar al anexo del Real Decreto de Homologaciones, y sin atender a esta Corporación Oficial de Derecho de Público como se comprometió, lo que perjudica a cientos de profesionales, a las propias Universidades y a los usuarios de nuestros servicios.

La reforma del Baremo de Autos está suponiendo una gran actividad de revisión y contraste por parte de nuestro Grupo de Trabajo, hoy renombrado como Observatorio e incardinado en el Centro de Investigación Actuarial de España. Hubo notables progresos en 2022, que constataron una nueva reserva de actividad en esta materia para los Actuarios.

El pasado 9 de mayo tuve el honor de recibir, en representación del Instituto, el Premio Galicia Segura "al progreso y desarrollo del Seguro", que otorga la Fundación INADE. Es para nosotros una gran satisfacción

que nos hayan concedido tal reconocimiento en el año en que celebramos nuestro 80 aniversario.

Somos una pequeña corporación oficial de derecho público, pero un actor importante del seguro y la previsión social en el siglo XXI, con el desarrollo de las funciones clave de Solvencia II e IORP II, la revisión de las Bases Técnicas Actariales del Baremo de Autos, el análisis y monitorización de la mortalidad y de las tablas de longevidad, la monitorización de las sucesivas reformas de nuestro sistema público de pensiones y la creación del Factor de Equidad Actuarial. Somos decididos impulsores de la investigación actuarial en España, con la creación del precitado Centro de Investigación Actuarial de España (CIAE), desde el que estamos promoviendo iniciativas como el Índice Climático Actuarial. Asimismo, en favor directo de los profesionales, desempeñamos nuestra función reguladora del acceso a la profesión, la deontología profesional, la formación continuada, así como la implantación en España de la credencial CERA.

Con relación a nuestro aniversario, el 9 de junio se celebran las Jornadas Actariales sobre Sostenibilidad y Riesgo Climático, en las que se presentará un avance del Índice Climático Actuarial, tan esperado en el sector.

Ha sido un proceso largo, especialmente para la obtención de datos, y quisiera agradecer a los miembros del Grupo de Trabajo su colaboración, así como a la Agencia Estatal de Meteorología (AEMET) y a Puertos del Estado, por sus contribuciones y por gestionar tan eficazmente un repositorio de datos imprescindibles para este Índice.

Se ha procedido a realizar designaciones de directores de varios de los Observatorios en los que se estructura el CIAE, como el de Biometría Actuarial (Josep Lledó), el de Sostenibilidad y Cambio Climático (Eduardo Sánchez Delgado) y el del Sistema de Valoración de los daños y perjuicios causados a las personas en accidentes de circulación (Rafael Moreno), y en breve anunciaremos quién será el director del Observatorio Actuarial de Previsión Social y realizaremos un llamamiento para el Observatorio Actuarial de Ciencia de Datos e Inteligencia Artificial.

Debo finalizar esta carta pidiéndote tu colaboración para promover la profesión, el Máster Universitario en Ciencias Actariales y Financieras, y el propio el Instituto de Actuarios. Hemos avanzado mucho en estos últimos años, y por eso cada vez necesitamos más a nuestros colegiados, y que sientan suyo el Instituto, su Colegio Profesional. Somos una profesión poco numerosa, por lo que estar agrupados en torno al Instituto es clave para el futuro. ●



The insurance industry of tomorrow will look nothing like today.

Innovation is the future of the insurance industry. From expanding access and reach to creating entirely new categories of products, we are at the forefront of the trends that will define tomorrow's industry, while protecting the lives and property of people today.

Learn more at [milliman.com](https://www.milliman.com)



Cambios y mejoras en el IPC e IPCA

Elena Manzanera Díaz // Presidenta del INE

Las estadísticas de precios producen algunos de los indicadores coyunturales más utilizados dentro de la producción estadística oficial. Y dentro de ellos el Índice de Precios de Consumo (IPC) es, sin duda, el indicador más conocido entre los usuarios. Dada su repercusión y numerosas aplicaciones, tanto por instituciones como por ciudadanos y expertos en la materia, el rigor técnico y la calidad en la elaboración y difusión de estos datos son aspectos clave en todas las oficinas de estadística.

En el caso español, el INE elabora además el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA), cuyo diseño metodológico y proceso de producción es, en su mayor parte, común al IPC y está diseñado para ofrecer una medida comparable a nivel europeo sobre la evolución de los precios. Por este motivo, los requisitos metodológicos de este indicador se plasman en reglamentos que son de obligado cumplimiento por todos los países de la UE y además, dentro del Sistema Estadístico Europeo, se adoptan acuerdos técnicos que también contribuyen a armonizar los procesos de elaboración.

Desde enero de este año, el cálculo de IPC e IPCA que realiza el INE ha incorporado algunos cambios metodológicos relevantes que mejoran la calidad de estos indicadores y los adecúan a la normativa de la Unión Europea.

El primero de los cambios se refiere a la ampliación de la cobertura de los mercados del gas y de la electricidad, con la incorporación de la parte relativa al mercado libre de ambos sectores. Para llevar a cabo dicha ampliación ha sido preciso realizar un proceso de adaptación de la información del mercado libre de ambos sectores que proporcionan las compañías para hacerla compatible con las exigencias metodológicas del IPC. Con esta incorporación el IPC completa la medición de estos mercados adaptándose a las circunstancias actuales de consumo de los hogares. Es preciso recordar que la colaboración de las compañías distribuidoras de energía ha sido esencial para poder integrar esta información de manera sistemática en el proceso de elaboración del IPC e IPCA.

El segundo cambio metodológico afecta a uno de los pilares básicos que conforman el IPC: la estructura de las ponderaciones. Este es uno de los elementos fundamentales que hace que el IPC represente de forma precisa las pautas de consumo de los hogares, y se adapte a los sucesivos cambios que se vayan produciendo a lo largo del tiempo. Por este motivo, cada año se

actualiza el peso o importancia de sus componentes, lo que mantiene la actualidad y representatividad del mismo. Además, cada cinco años se actualiza la estructura completa para todos los niveles de desagregación.

El cambio introducido se refiere a la fuente principal utilizada para el cálculo de estas ponderaciones. Desde este año, se utiliza la Contabilidad Nacional como fuente principal, en lugar de la Encuesta de Presupuestos familiares (EPF) como hasta ahora. No obstante, la encuesta se continúa utilizando para completar la información y poder disponer del detalle que necesita el IPC. De esta forma, el IPC se adapta a los criterios establecidos por la reglamentación europea, que fija el año 2023 para su implantación.

A estos dos cambios metodológicos se suma otro que tiene que ver con el procedimiento utilizado para la realización de esta operación. Se trata de la recolección de los precios por medio de dispositivos electrónicos. Este cambio se hará efectivo a lo largo de este año 2023. Con ello, se simplificará el proceso de obtención de información y se agilizará el procesamiento de la misma.

Todas estas mejoras se añaden a otras iniciativas que, como los proyectos de *web scraping* o *scanner data* contribuyen a una mayor calidad y eficiencia en el proceso de elaboración del IPC.

El proyecto *scanner data* permite incorporar directamente información procedente de las bases de datos de empresas, conteniendo el registro de ventas de cada uno de sus productos en la línea de caja de todos sus establecimientos. La implantación de este proyecto no solo ha mejorado el método de recogida de la información sino que además permite tener una cobertura de variedades de los productos más completa y una mayor precisión en el cálculo de los indicadores, incorporando además toda la información sobre ofertas que se producen cada mes. Sin duda, estos esfuerzos solo pueden realizarse con la colaboración de las empresas informantes que generosamente colaboran con nuestra actividad.

Las técnicas de *web scraping* permiten recoger información del precio de algunos artículos incluidos en el IPC que figuran en plataformas web. Este nuevo método de recolección de información forma parte de la línea de trabajo, compartida por otras estadísticas del INE, que permite aprovechar el estado actual de digitalización de la sociedad en beneficio de todos.

Todos estos cambios e innovaciones en la elaboración del IPC e IPCA sirven como ejemplo del compromiso del INE y del Sistema Estadístico Europeo con la producción de estadísticas de alta calidad, que son esenciales para la toma de decisiones en el ámbito económico y social. ●

Inflación, ese chicle en el zapato monetario

Santiago Carbó Valverde // Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia y Director de Estudios Financieros de Funcas

Dice la teoría económica que la inflación es persistente o “pegajosa” cuando los precios no se ajustan rápidamente a la oferta y la demanda, sino que se mantienen en niveles elevados. En la lucha contra la inflación es posible que lo peor haya pasado, pero no es sencillo aventurar que pueda decirse adiós en un tiempo cercano. La realidad es tan tozuda que ni siquiera las previsiones de aquellos que tienen encomendada la lucha contra la inflación, los bancos centrales, contemplan que estén bajo control antes de bien entrado 2024. Al miura que las autoridades monetarias tenían enfrente se le han sumado otros enemigos adicionales. De un lado, la guerra en Ucrania no parece atisbar su fin y, aunque las crudezas del invierno han pasado, quedan muchos interrogantes que resolver en materia económica. Asimismo, lo que parece una cierta tranquilidad en los mercados energéticos puede volver a recrudescerse y plantear severos problemas. Uno de los síntomas es la escasez de inversión en energías fósiles cuando, en realidad, su demanda va a seguir siendo bastante elevada durante un tiempo. A todo ello hay que sumar que, lejos de lo que muchos habían esperado, esta inflación no era solo de oferta. También de demanda. La inflación subyacente –la que excluye energía y alimentos frescos, de control más complicado por su exogeneidad– ha ido creciendo en muchas localizaciones y España no es una excepción.

Lo que pocos podían esperar es que ese pegajoso chicle en el zapato de los bancos centrales se complicara más por problemas de estabilidad financiera. Los acontecimientos recientes en Silicon Valley Bank (SVB) y Credit Suisse han hecho que algunos se cuestionen la hoja de ruta previamente establecida para el aumento de los tipos de interés del BCE y de la Reserva Federal en Estados Unidos. A pesar de que en el pasado cambios repentinos en la política monetaria han llevado a errores históricos, se ha decidido no modificar los planes en este momento peliagudo. El BCE debe usar bien sus dos sombreros (autoridad monetaria y supervisor) y tener en cuenta la estabilidad financiera y de precios al tomar decisiones. En un sistema financiero débil, la política monetaria puede no ser efectiva debido a problemas en la transmisión de los tipos de interés. Afortunadamente, los colchones de

capital y la supervisión estricta sobre los bancos europeos nos dan un respiro ante las turbulencias. Sin embargo, la estabilidad financiera ha ganado prioridad en las próximas decisiones del BCE y las dudas sobre algunos bancos pueden afectar a la permanencia de la inflación.

Para evitar una crisis bancaria, es importante detectar errores a tiempo y tomar medidas correctivas. En Estados Unidos, se han reconocido algunos errores en los bancos medianos y se ha tomado una acción correctiva temprana. En la eurozona, estos problemas no deberían extenderse, pero es necesario prestar atención a otras cuestiones más allá de la supervisión bancaria, como el entorno de tipos ultrarreducidos que ha creado disfunciones en el sistema.

También es relevante cuestionar hasta qué punto se pudo haber regresado antes a la normalización financiera antes del repunte de la inflación. Actualmente, en presencia de algunos focos de inestabilidad financiera, es difícil determinar si se puede combatir con la misma dureza la inflación. La Fed, que también enfrenta ese dilema entre sus roles como supervisor y banquero central, podría reducir su intensidad, aunque de momento no lo ha hecho. Mientras tanto, el BCE puede tener algo más de margen, pero debe tener cuidado y proporcionar seguridades de cobertura en caso de nuevas fuentes de inestabilidad financiera.

Aunque el caso de Credit Suisse no está bajo la supervisión del BCE, es una entidad sistémica con gran implantación en la zona euro, y sus vaivenes levantan ciertas preocupaciones. El BCE afirma que sus decisiones son contingentes, lo que significa que se debe estar alerta y prestar atención en todo momento. La mayoría de las voces financieras y no financieras han descartado que Europa pueda enfrentar una situación similar a la de Estados Unidos y Suiza debido a las diferencias en materia de supervisión y modelo bancario. Sin embargo, nadie es inmune si los problemas persisten, ya sea por el *stress* financiero, la persistencia de la inflación o una desaceleración económica más intensa. Es necesario estar alerta y actuar con prontitud si es necesario, manteniendo una hoja de ruta consistente en la regulación bancaria. Es necesario ser pragmático y estar alerta ante posibles problemas financieros, tomando medidas para evitar crisis futuras. La autocomplacencia y el catastrofismo no son buenos consejeros, y se deben mantener una supervisión estricta y una hoja de ruta consistente en la regulación bancaria.

En medio de la incertidumbre actual, los bancos europeos, incluidos los españoles, parecen estar en una posición más sólida para enfrentar la desconfianza que ha surgido. Aunque sus carteras de bonos se han visto afectadas por la subida de tipos, sus márgenes financieros han mejorado y cuentan con una mejor cobertura de tipos de interés y supervisión del BCE, en comparación con la banca regional estadounidense. Sin embargo, existe preocupación por la posible multiplicación de los problemas de la banca mediana estadounidense, que podría afectar en mayor medida a los grandes bancos de ese país y tener conexiones con los bancos europeos. La Reserva Federal considera este escenario como improbable, pero se requiere una vigilancia reforzada. Otro escenario sobre el que se sabe menos es la posibilidad de un problema de desconfianza y falta de liquidez en la “banca en la sombra”, que podría tener un impacto global y llegar a afectar a los bancos europeos. Además, el acuerdo de integración de Credit Suisse en UBS aun guarda incógnitas en su implementación, que pudieran generar un importante estrés financiero en algún momento. Aunque estos eventos parecen relativamente improbables gracias a las lecciones aprendidas de la crisis financiera anterior y la vigilancia regulatoria reforzada actual, es necesario estar alerta y tomar medidas para evitar cualquier comportamiento excesivamente nervioso.

Las sacudidas financieras, aunque vengan del exterior, suelen tener efectos en el crecimiento de la economía española y en el empleo. Las predicciones de crecimiento del PIB se han revisado al alza, pero es importante tener cautela debido al impacto incierto de la tensión financiera y sus ramificaciones. Es necesario que los bancos centrales eviten un racionamiento de crédito que pueda afectar al crecimiento y al empleo. Además, existe incertidumbre sobre si se podrá mantener en el actual entorno financiero una hoja de ruta monetaria tan intensa para luchar contra la inflación. Es posible que las “buenas noticias” que se esperan para la inflación en los próximos meses sean menos optimistas. Esto será crítico para la estabilidad de la deuda soberana en 2023, ya que, en un contexto de inflación, crecimiento a la baja y dudas financieras, los inversores podrían empezar a discriminar más entre deudas de países por su sostenibilidad y competitividad.

Aunque es improbable que vuelva a haber una crisis de la deuda soberana como la de hace más de una década, un encarecimiento significativo de la deuda soberana podría afectar negativamente al resto de la economía, convirtiéndose en un lastre adicional en una coyuntura ya complicada. Por lo tanto, es posible que se necesite volver a un mayor equilibrio de las cuentas públicas más pronto que tarde. En conclusión, la inflación y las turbulencias financieras tienen importantes

implicaciones económicas que deben ser monitoreadas y abordadas adecuadamente para garantizar la estabilidad financiera y el crecimiento sostenible.

También es importante en el contexto de la inflación, aunque se hable menos de ello, la transición energética. Este fenómeno, aun siendo necesario, puede contribuir al aumento de los precios. Esto se debe a que la transición energética puede requerir inversiones significativas en tecnologías y equipos nuevos, así como en infraestructura, que pueden ser costosas de implementar. Además, el aumento de los costos de producción puede aumentar los precios de los productos finales, lo que puede contribuir a la inflación. Por otro lado, la transición energética también puede tener efectos positivos a largo plazo en la economía y en la inflación. La adopción de fuentes de energía más limpias y sostenibles puede reducir la dependencia de los combustibles fósiles, lo que puede mejorar la seguridad energética y reducir la volatilidad de los precios de la energía a largo plazo. Además, la transición energética puede estimular la inversión en tecnologías y la innovación, lo que puede tener efectos positivos a largo plazo en la economía. La cuestión es cómo conducir esa transición. En última instancia, el impacto de la transición energética en la inflación dependerá de varios factores, incluyendo la velocidad y la escala de la transición, la efectividad de las políticas y medidas para mitigar los costos iniciales, y la capacidad de la economía para adaptarse a los cambios.

No se puede obviar, en todo caso, el papel de la política fiscal porque el chicle inflacionario, al final, lo pisamos todos. En muchos países, los gobiernos han adoptado medidas fiscales expansivas para tratar de estimular la economía después de la recesión provocada por la pandemia, pero también mucho más allá, hasta la actualidad. Esto ha incluido gastos públicos masivos y recortes de impuestos, lo que ha llevado a un aumento en la demanda de bienes y servicios. Si bien esta política ha sido necesaria para apoyar a las empresas y a los trabajadores afectados por la pandemia, también ha contribuido al aumento de la inflación.

En este contexto, es importante que los gobiernos y los bancos centrales trabajen juntos (que no revueltos) para abordar la inflación. Si bien la política fiscal es necesaria para apoyar la recuperación económica, también es importante que se haga de manera responsable y se tenga en cuenta su impacto en la inflación. Los bancos centrales deben asegurarse de que sus políticas sean coherentes con la estabilidad de precios a largo plazo, mientras que los gobiernos deben implementar políticas fiscales que estimulen la economía de manera sostenible y sin contribuir al aumento de la inflación. Solo así podremos mantener una economía estable y sostenible en el futuro. ●

Inflación y su repercusión sobre el Seguro

Fernando Redondo // Director de Consultoría de Riesgos de WTW

La inflación que, durante 2022, ha mostrado un comportamiento alcista, por motivos de todos conocidos: exceso de liquidez en los mercados, conflicto en Ucrania y sus consecuencias (especialmente en el área energética y los distintos paquetes de sanciones promovidos contra la Federación Rusa con el consiguiente efecto sobre la economía global), no es ajena al mercado financiero ni al de seguro.

En el primer trimestre de 2023, y pese a los esfuerzos de las políticas monetarias llevadas a cabo en el entorno de la OCDE, con un progresivo incremento de los tipos de interés, todavía no han dado los resultados esperados. Si bien, es el camino indicado para conseguir la contención de los precios y tratar de volver a las tasas de inflación previas a la pandemia y a la Guerra en Ucrania, con las correcciones necesarias en el mercado de deuda.

El aumento de los tipos de interés contribuye a la mejora de las inversiones de las aseguradoras, aunque todavía no se percibe una repercusión en la moderación de los precios por esta vía

Un sector financiero como el asegurador, no es ajeno en absoluto a esta situación y se está produciendo un doble efecto que impacta de lleno tanto a empresas como a individuos:

- > Un progresivo aumento de los precios de los seguros previos a la pandemia, especialmente los de carácter industrial, con un comportamiento continuado desde 2018 a 2022 que en 2023 han comenzado una cierta contención.

- > El efecto de unas tasas de inflación no conocidas desde la Segunda Guerra Mundial, en países como Alemania, con una clara repercusión en los costes de las indemnizaciones y el incremento de sus reservas para el pago de indemnizaciones futuras. Por parte de las aseguradoras en ramos como: Daños Materiales y Lucro Cesante derivado del Daño, Responsabilidades Civiles cuando la responsabilidad del hecho impacta en las cosas, Construcción/ Montaje por el aumento de los precios de los materiales y por supuesto, también, en los seguros del Automóvil con el incremento de los precios de las reparaciones o en los seguros de Hogar por el mismo motivo.

El sector asegurador, en líneas generales, no está llevando a cabo una política de repercusión de las tasas de inflación hacia los asegurados, precisamente para evitar el doble efecto del impacto en el precio de seguro que supone la propia inflación y la corrección técnica que los mercados están aplicando desde 2018 para tratar de equilibrar las ratios combinadas de las entidades aseguradoras.

El aumento de los tipos de interés contribuye a la mejora de las inversiones de las aseguradoras, aunque todavía no se percibe una repercusión en la moderación de los precios por esta vía. Es necesario un periodo más largo, de al menos un año (2023) para analizar sus efectos.

Otro aspecto que no puede pasar inadvertido y que afecta sobremanera al aseguramiento del parque industrial en España es el progresivo, y a mi juicio correcto, nivel de exigencia por parte de las Aseguradoras en las medidas de protección de los riesgos. Pongamos el foco especialmente en materia de incendios y sus consecuencias, donde existe un hueco importante entre las exigencias de la Ley y las de los principales mercados aseguradores y reaseguradores. El retraso en su implantación desde el origen constructivo o, su falta de implantación a lo largo de la vida del activo, junto al aumento del precio para conseguir la capacidad necesaria para una correcta cobertura y el problema endémico del infraseguro en España, hacen que conseguir un contrato de seguro adecuado sea una tarea cada vez más difícil.

Además de la propia autorregulación del mercado, que ocurrirá de manera natural junto a las medidas de

los mercados centrales en cada espacio geográfico (especialmente en el marco de la OCDE), es necesario y urgente un compromiso público-privado para atacar estos problemas estructurales. Quizá sea un momento excelente el presente para:

- > Realizar modificaciones legales que acerquen la Legislación Industrial contra-incendios.
- > Incorporar requerimientos internacionales de seguridad de las reaseguradoras / aseguradoras.
- > Acompañándolas de Fondos europeos, en el caso de Europa, que permitan acometer las necesarias inversiones en el parque industrial existente y señalen las líneas constructivas del presente y futuro.

Lo que sin duda contribuye claramente a la contención de los precios por parte de las aseguradoras y por tanto a impactar sobre las tasas de inflación.

Todo un reto el que aquí se plantea. Si bien, ya tenemos ejemplos claros de la asignación de fondos Next Generation de mejora en la eficiencia energética para edificios (el Plan para España ha asignado 4.000 millones de euros), sin duda una planificación semejante dirigida a los sectores de actividad más señalados en la Industria española será muy beneficiosa para todos:

Empresas/ Aseguradoras/ Ingenierías/ Constructoras/ Entidades Bancarias, etc., movilizando recursos financieros y personales.

Además de la propia autorregulación del mercado, que ocurrirá de manera natural junto a las medidas de los mercados centrales en cada espacio geográfico, es necesario y urgente un compromiso público-privado para atacar estos problemas estructurales

Desde aquí, animo a todos los actores que participamos en un segmento tan importante del país, como es el sector asegurador, con un peso decisivo en el PIB nacional, a tratar de encontrar soluciones que favorezcan el aseguramiento de los activos de las empresas españolas, pequeñas, medianas y grandes, contribuyendo, además, a luchar contra la inflación y a terminar con viejos estigmas del sector como es el infraseguro, una cuestión en cierta medida cultural. ●

Foto: iStock.com/Leonid Sorokin



CERA

Certified Enterprise Risk Actuary



Meeting the Global Needs of Risk Management- The CERA

- La certificación CERA es la única acreditación cuantitativa y cualitativa de gestión de riesgos empresariales reconocida internacionalmente, que combina la disciplina actuarial con la capacidad de pensar crítica y creativamente sobre riesgos empresariales.
 - La más completa y rigurosa disponible.
 - Combina la ciencia actuarial con los principios teóricos, prácticos y profesionales de ERM, aplicando las más innovadoras técnicas cualitativas y cuantitativas a la gestión de riesgos empresariales.
 - Inculca los más altos estándares profesionales, con un Código de Ética impecable y rigurosos requisitos educativos.
 - Reconocida y aplicable a nivel internacional.
- ... Y exclusiva para Actuarios Colegiados.

the ERM Experts - the CERA



Instituto de
Actuarios Españoles
COLEGIO PROFESIONAL

Sonia Latorre Aznar
Actuaria CERA, Colegiada 3592
Directora General Operativa Meridiano Seguros, Grupo ASV

La inflación y sus efectos en el seguro

Gonzalo de Cadenas-Santiago, Ph.D. // Executive
Director. MAPFRE Economics

A pesar de que a fecha de hoy, bien avanzado el primer trimestre de 2023, el mundo respira algo más tranquilo con respecto a la inflación, cuya versión armonizada ha alcanzado el **5,9%** en EE.UU., el **8,5%** en la eurozona y el **6,1%** en España durante el mes de febrero de 2023 gracias al endurecimiento de la política monetaria en EEUU y en la UEM a la remisión en los precios del gas (**-32,7% en lo que va de 2023**), la electricidad (**-1,1% intermensual en la cesta de febrero 2023**) y en general los precios de las materias primas y bienes intermedios, que son componentes más volátiles de los precios. Sin embargo, la inflación subyacente (**7,4% en la UEM y 7,7% en España**) sigue preocupando a los bancos centrales por cuanto que su dilatada dinámica alcista supone distorsiones en los precios relativos de los bienes en el largo plazo, y por una posible permeabilidad de las expectativas de inflación que pueda desencadenar dinámicas de precios como las vividas en el pasado. Es por este motivo por el que la política monetaria, pese al endurecimiento presente, no parece dar tregua, y nuevas fases de endurecimiento monetario y financiero parecen inminentes.

Conviene en este contexto recordar cómo se ha llegado hasta aquí, así como la naturaleza de la inflación y las consecuencias que esta y las medidas para contrarrestarla tendrán sobre la economía en general. En concreto, cabe señalar sus efectos en los intermediarios del ahorro y el crédito, ya que el primero influye decisivamente en el sector asegurador, que no tiene manera de escapar de las consecuencias de la inflación y las medidas que se estén tomando para atajarla.

La inflación general lleva acechando desde mediados de 2021 y, a pesar de su prolongación, ha sorprendido por su intensidad y resistencia en la actualidad. Se desató como resultado de las consecuencias económicas de la pandemia: demanda reprimida, los paquetes de estímulo fiscal de los gobiernos y los cuellos de botella en la cadena de suministro, y se exacerbó con el gigantesco empuje de los costes alimentarios y energéticos derivado de la guerra en Ucrania desde el primer trimestre de 2022.

Así, la inflación armonizada ha alcanzado su pico en la eurozona en **octubre**, marcando **10,6%**, y en España en **julio**, reportando **10,7%**. Del mismo modo,

la inflación en los EE.UU. ha experimentado una oleada no vista desde hace treinta años (**10,1%** en su pico de **junio**), sin embargo, esa inflación es básicamente un empuje impulsado por la demanda gracias a una mano de obra extremadamente ajustada y un consumo vigoroso debido a los estímulos fiscales a lo largo de la pandemia y solo impulsado por el choque de la oferta (energía), que es el principal impulsor en Europa.

Aunque las actuales tasas exacerbadas no serán permanentes, no podemos descartar un escenario a largo plazo en el que la inflación mundial se sitúe entre un +1,5% y un +2% por encima de la inflación media registrada durante la última década

Como se mencionaba más arriba, lo que es más preocupante, la inflación subyacente (que representa la tendencia a largo plazo) se acercaba al **7,3% en Estados Unidos en su pico** (aunque ya ha revertido) y al **7,4%** en la zona euro, con especial preocupación en países como España en donde en la actualidad supera a la inflación armonizada (**7,7% y 6,1% respectivamente en febrero**), y las preocupaciones se refieren ahora a un posible desanclaje de las expectativas de inflación si se ponen en marcha negociaciones sobre salarios y precios.

Esto último adquiere importancia porque -además del eventual empuje de la oferta y la demanda- existen también fuerzas seculares que están impulsando la inflación a una tasa más elevada a largo plazo y, aunque las actuales tasas exacerbadas no serán permanentes, no podemos descartar un escenario a largo plazo en el que la inflación mundial se sitúe entre un +1,5% y un +2% por encima de la inflación media registrada durante la última década.

Estos factores estructurales son a) los derivados de mayores costes permanentes como el proceso de descarbonización, la deslocalización de la producción y el envejecimiento de la población de las economías



Foto: iStock.com/Torsten-Asmus

desarrolladas y China para hacer escasa y cara la mano de obra así como el capital debido a la fragmentación geopolítica actual, b) el empuje de la liquidez resultante de 15 años de Quantitative Easing, y c) la combinación de una política de balance con déficits presupuestarios crecientes (una forma de monetización del déficit que, al final, crea inflación).

Reacción de la política económica

Recientemente, la política monetaria ha reaccionado de forma similar en la mayoría de las economías emergentes y maduras. Esta última se encuentra tratando de domar el empuje inflacionista independientemente de la naturaleza del repunte de los precios (demanda en EE.UU., oferta en la UE), y por ello ha ejercido fuertes subidas de tipos (fed funds de EE.UU. 4,25-4,5% en febrero, tipo refi de la UEM 2,5-3% en febrero) y una gestión activa de las expectativas para volver a domar las tasas de inflación hasta el objetivo político del 2%.

Esperamos que los tipos de interés de la política monetaria alcancen un máximo cercano al **5-5,5% en EE.UU. y al 3,5%-4% en Europa** durante los próximos meses y que la inflación vuelva a tasas similares a las observadas a principios de 2021 durante el año 2023

y principios de 2024, aunque rondando por encima de esa cifra (cerca del 4%) durante los próximos años.

Consecuencias económicas

La restricción de la política monetaria ha hecho tambalearse a los mercados, induciendo correcciones en la renta fija y variable, tensionando las condiciones crediticias y erosionando la riqueza, la renta disponible y el consumo. También está poniendo bajo mucha tensión la (ya de por sí tensa) sostenibilidad fiscal debido al aumento del coste soberano de la financiación en algunas economías.

Bajo estas perspectivas, un estancamiento o franca recesión con cifras inflacionistas y elevados tipos de interés es el escenario más probable para los próximos dos o tres trimestres, con evidente impacto en el desempeño del sector asegurador. Esta actividad sufrirá por partida triple: precios más altos, demanda más débil y condiciones financieras volátiles.

Consecuencias para el sector asegurador

Los efectos directos (precios) e indirectos (demanda) de la inflación (condiciones financieras y actividad)

tendrán fuertes repercusiones en el sector de los seguros.

Por el lado de los seguros No Vida, el impacto inmediato y directo de la inflación (menores ingresos y peores condiciones financieras) reducirá la demanda de este ramo, aunque se espera que algunos segmentos específicos lo compensen, por ejemplo, el seguro de enfermedad que, por un lado, se ha beneficiado de la aversión al riesgo de pandemia y, por otro, es inelástico a la demanda y al precio por tratarse de un bien superior.

Los costes de los siniestros también se verán afectados por la incapacidad de englobar las tarifas de las primas a una mayor inflación debido a la rápida subida de los precios, lo que también implicará la necesidad de que las aseguradoras aumenten las reservas para siniestros. Este problema también se sumará al empuje incremental de la inflación y la depreciación de las monedas locales en la estructura de los costes operativos (mayores ratios de explotación, adquisición y siniestralidad).

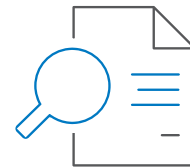
En cuanto a los seguros de Vida, la menor renta disponible de los consumidores dejará menos recursos para el ahorro y, por tanto, una menor demanda de productos de seguro de ahorro. A pesar de que unos tipos de interés a largo plazo más altos ayudarán –porque los pasivos normalmente se comprometen por adelantado y los rendimientos de las inversiones de renta fija serán más altos– la producción de nuevos productos podría disminuir. Del mismo modo, una si-

tuación financiera y de liquidez más tensa podría provocar renuncias políticas extremas en aras del dinero en tiempos de crisis. Cabe mencionar que ambas situaciones (erosión de las sumas aseguradas y efectos contractuales de los rescates para los asegurados) podrían conllevar un aumento potencial del riesgo de reputación para las aseguradoras.

Por lo que respecta a las pólizas y, por ende, a los tipos hipotecarios, se espera que los mercados residenciales se corrijan visiblemente. Esto repercutirá en los productos de seguros de vida destinados a garantizar hipotecas por la menor demanda de viviendas, pero también por la reducción prevista de los precios residenciales y de las hipotecas.

Por último, para el balance del sector asegurador, la inflación y sus efectos de segunda vuelta en términos de pólizas y valoraciones también tendrán un impacto. Unos tipos nominales elevados ocultarán durante un tiempo unos tipos de interés reales aún negativos que desalentarán las inversiones. Asimismo, las curvas de rendimiento serán elevadas y abundarán los efectos de duración entre los activos. Las subidas de los tipos de interés oficiales están teniendo un gran impacto en la valoración a precios de mercado de los activos en los balances y los ajustes de su valor tendrán que ajustarse a los pasivos, lo que también tendrá un impacto en todo el sistema del sector, cuya intensidad dependerá de la estructura vida/no vida de la cartera de riesgo y de la adecuación de la correspondencia entre activos y pasivos. ●

PARA SABER MÁS...



- Juselius, M., and E. Takats. 2018. The Enduring Link Between Demography and Inflation. BIS Working Paper No. 722. <https://www.bis.org/publ/work722.html>
- Kekarainen, H. The Return of Inflation. Deloitte. 27 May 2022. <https://www2.deloitte.com/fi/fi/blog/finland-blog-homepage/2022/the-return-of-inflation.html>
- Ladd, E.H. 1981. Thoughts on the Long-Term Implications of Inflation: A look at American inflation from a British perspective. Financial Analysts Journal 37 (4): 48–56.
- Scott, K. Aviva Takes ‘Active’ Approach to Inflation in Personal Lines. Insurance Times. 11 August 2022. <https://www.insurancetimes.co.uk/news/aviva-takes-active-approach-to-inflation-in-personal-lines/1442029.article>
- Lockton. 2022. The Return of Inflation: Implications for the Economy & Insurance.
- IAIS. 2020. Global Insurance Market Report.
- Insurance Europe. 2021. Pension Priorities in Europe. <https://www.insuranceeurope.eu/mediaitem/bcaa613d-1207-4784-a056-cd45bcaa2337/Pension%20priorities%20in%20Europe.pdf>
- Saraiva, A. US Consumers’ Long-Term Inflation Expectations Dip to Lowest Since Mid-2021. Bloomberg. 16 September 2022. <https://www.bnnbloomberg.ca/us-consumers-long-term-inflation-expectations-dip-to-lowest-since-mid-2021-1.1819809>
- St. Louis Federal Reserve Bank. 2022. Federal Funds Effective Rate. <https://fred.stlouisfed.org/series/DFF>

Propuesta de valor de Vida en el contexto económico actual

Alejandro Collado // Actuario IAE, Socio Deloitte
José Gabriel Puche // Actuario CERA IAE

Permítanos empezar con un breve descargo de responsabilidad: "Dado el entorno económico tan incierto en el que ha sido redactado este artículo, sugerimos consumirlo preferentemente antes de una semana".

De manera regular, nuestro Banco Central Europeo (BCE) acude a una cita donde anuncia el tipo de interés de las operaciones principales de financiación como parte de su labor de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro.

Desde hace un año, el BCE no ha cejado en su empeño de aplacar una inflación provocada por una acelerada expansión monetaria y otros acontecimientos ya por todos conocidos. Nunca antes estas sesiones se siguieron con tanta expectación.

A fecha de redacción de estas líneas podemos decir que el BCE se mantiene firme en la senda prevista para enfriar la economía. Pese al terremoto vivido durante marzo, los bancos centrales ya lo tenían programado y los tipos volvieron a subir medio punto en la eurozona

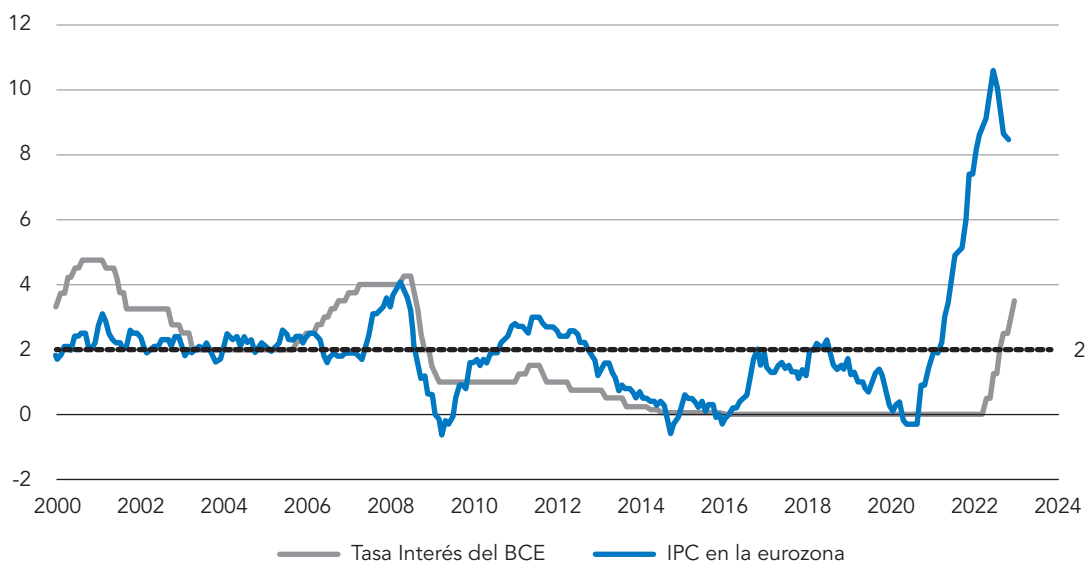
hasta el 3,5%, llegando así a los niveles más altos desde de 2008, aunque aún quede recorrido hasta lo vivido hace menos de 20 años.

Sin embargo, a la luz de los últimos acontecimientos, los bancos centrales se encuentran en una difícil disyuntiva, seguir elevando los tipos de interés con el fin de intentar controlar la temida inflación o pausar o incluso reducir las subidas de tipos de interés para evitar dañar el equilibrio del sistema financiero. Es quizás por esto que el BCE empieza a mirar de reojo a los gobiernos de los diferentes estados, a ver si con suerte le ayudan en la batalla contra la inflación tomando medidas de control del déficit público.

Mientras tanto, todos hemos presenciado frente al Banco de España colas de inquietos inversores preparados para adquirir nuevas Letras del Tesoro; ¿Ha visto usted colas similares a las puertas de las aseguradoras? La oferta del seguro de ahorro no ha parado de multiplicarse; ¿Está siendo el Seguro capaz de captar el ahorro? Reflexionemos a continuación sobre lo que puede estar pasando.

El ahorrador medio español es conservador, poco dado a novedades, adverso al riesgo. Tiene un perfil

Figura 2. Provisiones Técnicas - Seguros de Vida (mill. €)



orientado, en un primer escalón, a un ahorro en activos inmobiliarios; con el resto, su excedente, hace pinitos en otros instrumentos. En todo caso, en general, es adverso al riesgo.

En el momento actual nos encontramos con algunas características que merece la pena destacar:

- > El entorno de tipos hace que las instituciones que ofrecen productos de ahorro tengan en su propuesta de valor más alternativas para los perfiles conservadores.
- > Hay más oferta. A las instituciones financieras tradicionales, bancos y aseguradoras, ahora se han unido los nuevos intermediarios, Fintech.
- > El ahorro se ha democratizado y hay una nueva oferta de inversiones en capital riesgo que antes solo estaba disponible para grandes patrimonios y que ahora puede realizarse con inversiones más modestas.

En los últimos años el nivel de ahorro captado por el mundo asegurador se ha reducido; en el acertado manejo del riesgo de activo y de pasivo la oferta comercial se ha hecho menos atractiva. Así, las provisiones matemáticas solo han crecido un 1% en los últimos 5 años y el peso del mundo asegurador entre las preferencias de los clientes ha pasado del 10,3% al 8,2%.

El sector tiene un marco en el que se siente cómodo, puede ofertar una garantía, intrínseco en el sector asegurador; estamos viendo campañas de muchos jugadores del mercado. Lo que debe hacer es mejorar su marketing, su acción comercial.

En los últimos años el nivel de ahorro captado por el mundo asegurador se ha reducido; en el acertado manejo del riesgo de activo y de pasivo la oferta comercial se ha hecho menos atractiva

De forma paralela, no puede dejar de ofertar otro tipo de producto, como el Unit Linked, lo que le permitirá posicionarse como una alternativa para todo tipo de cliente. De hecho, el Unit Linked, que ha crecido en los últimos años, en el 2022 ha continuado haciéndolo, un 4,7%, cuando las provisiones globales de seguros de vida han caído un 1,2%.

Figura 2. Provisiones Técnicas - Seguros de Vida (mill. €)

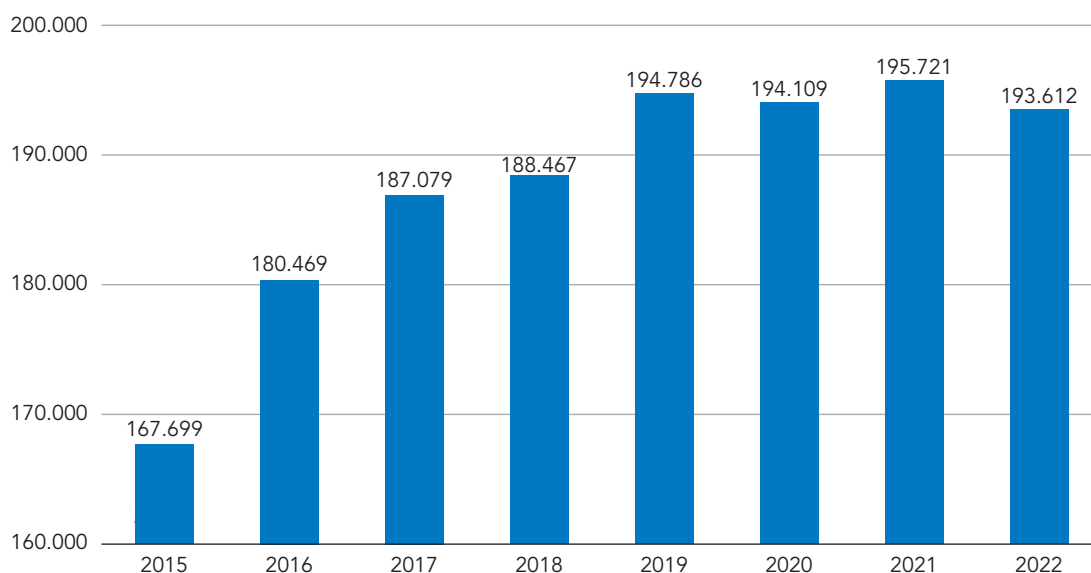




Foto: iStock.com/ipopba

Por otra parte, en el proceso de desacumulación, con un entorno de tipos más altos, el sector podrá reforzar su cobertura social a través de las rentas garantizadas. En los últimos años se han comercializado rentas donde la garantía era limitada, algo parecido a “rentas Unit Linked” y ahora, junto con este producto están apareciendo oferta de rentas tradicionales.

Con objeto de minimizar la exposición a cambios en los tipos, seguramente los productos tendrán estructura de prima única recurrente.

Se espera que los productos de ahorro vuelvan con fuerza y ganen peso no solo gracias al empuje del Unit Linked sino a una atractiva y renovada oferta del resto productos, sin olvidar las mencionadas pensiones

Además, hay que considerar que el ciudadano está cambiando su actitud hacia sus herederos. En el pasado el enfoque general era dejar la vivienda habitual a los descendientes, pero ahora la persona, que es consciente del valor del bien, está pensando en utilizarlo para compensar la pérdida de poder adquisitivo en la jubilación. Aún estamos viendo los primeros pasos de este proceso. En el mercado existe la gama de productos bajo la denominación de “Hipoteca Inversa”; es una nueva forma de desacumulación. No todos los

aseguradores ofrecen el producto y algunos incluso pensaban hacerlo desde la posición bancaria. Clarificar la estructura de capital es un condicionante para que el sector ofrezca este producto; habrá que estar atentos.

En todo caso, en el negocio de ahorro es importante la gestión Activo-Pasivo por lo que la forma de gestionar las inversiones es un elemento clave en la oferta aseguradora. Tradicionalmente, los aseguradores en nuestro país han invertido de forma preferente en Renta Fija, ya sea Deuda Pública o Deuda corporativa. El peso de la Renta Variable o de otros componentes de inversión ha sido limitado y aunque ha crecido en los últimos años, las perspectivas de tipos altos con incertidumbres corporativas están frenando la diversificación en inversiones que citábamos. La gestión activa de inversiones será un elemento clave en la definición de la oferta.

Otro elemento que debemos considerar en la oferta es el regulatorio; dos elementos, la gestión del capital y tratamiento contable. En el segundo aspecto, deberemos estar atentos a la transposición de la IFRS17 al mercado español.

En la captación del ahorro por parte del seguro, deberíamos incluir también los planes de pensiones, aunque esto lo dejaremos para otro momento. No obstante, señalar que el nivel total de fondos de pensiones gestionado por nuestro sector cayó casi un 10% en 2022.

Con todo ello, se espera que los productos de ahorro vuelvan con fuerza y ganen peso no solo gracias al empuje del Unit Linked sino a una atractiva y renovada oferta del resto productos, sin olvidar las mencionadas pensiones.

En el entorno de los últimos años, con tipos tan bajos, todas las miradas recayeron, principalmente, en la oferta de los productos de Vida-Riesgo; uno de los pi-

lares más rentables del seguro de Vida. Hace 30 años, antes del Euribor y en plena guerra hipotecaria, los tipos al contratar una hipoteca en nuestro país superaban el 10%. Si bien actualmente estamos lejos de ese punto, ante hipotecas bastante más caras que hace tan solo un año, el aun conocido como negocio “vinculado” puede llegar a resentirse.

Para analizar el negocio en vigor, recordemos que tres de cada cuatro hipotecas actuales son a tipo variable. A esto debemos sumarle una mora que es probable que aumente a partir del segundo trimestre del año y una más que previsible caída de cartera en forma de cancelaciones anticipadas; el sector deberá estar atento con acciones comerciales para mantener al cliente una vez cancele el crédito o mantenga el capital asegurado si realiza una amortización parcial. Para el nuevo negocio existe un acceso más complejo al mercado hipotecario y, además, la compraventa de viviendas parece ahora si ralentizarse, lo cual puede contraer la demanda.

Sin olvidarnos de la presión regulatoria reciente por aliviar el coste de este tipo de seguros, que es lo mismo que hablar de bajadas de rentabilidad.

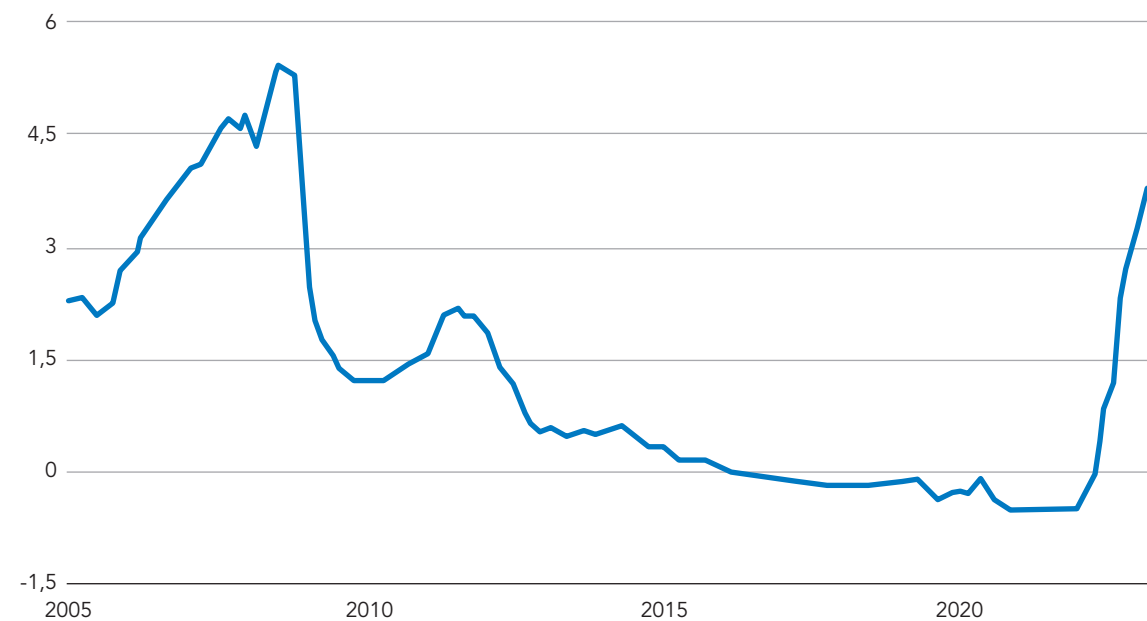
En los seguros no asociados a préstamos y si la economía se enfría o incluso entramos en recesión, la contratación de este tipo de productos podría llegar a disminuir y es probable que el capital medio también se reduzca.

Desde la COVID-19, el ciudadano se ha concienciado de la importancia de tener una protección. Sin embargo, pese a que el seguro de Vida-Riesgo individual ha crecido un 8% en los últimos tres años, la realidad es que el número de asegurados ha disminuido en un 4%, si bien está lejos del 13% de disminución del seguro de Ahorro.

En cuanto a la oferta aseguradora en Vida-Riesgo, esta continuará condicionada, principalmente, por las nuevas herramientas de suscripción y la evolución de la mortalidad. Quizás, como sector, atendiendo a la demanda social y la probable disminución de renta disponible en los hogares, sea un buen momento para posicionarse con una ampliación de la oferta en cuanto a potenciales clientes y un ajuste del precio ofertado, para atraer a más clientes. Lo que sí parece claro es que la tarificación deberá incluir nuevos elementos de segmentación.

El cierre del 2022 ha traído grandes alegrías para el ramo de Vida y el mercado ya descuenta los resultados de este año. En este mundo tan complejo en el que desarrollamos nuestra profesión, nos habíamos acostumbrado a un entorno estable, pero el mercado se ha vuelto muy volátil en los últimos años y ahora mismo se hace más difícil acertar en el pronóstico; ¿y si mejor redactamos este artículo dentro de una semana para no equivocarnos? ●

Figura 3. Euribor 12m (%)



La subida de los tipos de interés y el impacto en Solvencia II

Juan José Zahonero De Las Heras // Director de Riesgos en MAPFRE. Colegiado 1476 y Actuario CERA

Potenciales impactos:

En este artículo se comentarán algunos de los potenciales impactos que la subida de tipos de interés de 2022 puede tener en los fondos propios de las Entidades Aseguradoras, así como en su ratio de Solvencia.

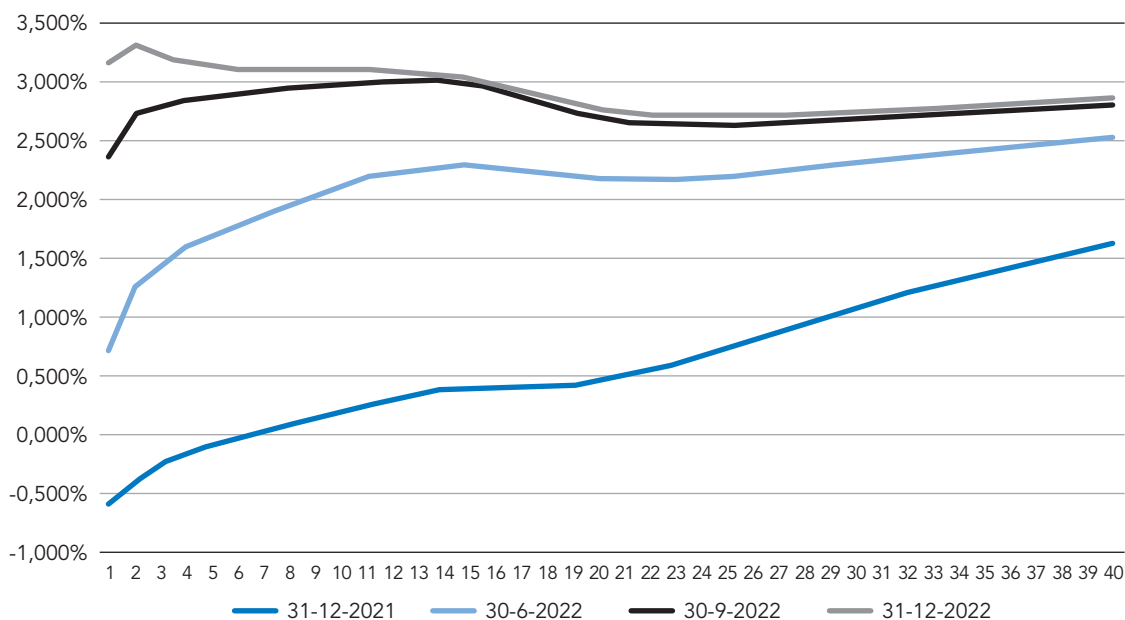
Desde el punto de vista de negocio, un aumento de los tipos de interés debe ayudar a la venta de productos de seguros de ahorro y de rentas, ya que las entidades del ramo de Vida podrán aumentar los tipos garantizados en dichos productos, al encontrar activos en el mercado que les proporcionen dicha rentabilidad y, por tanto, hacerlos más atractivos para el consumidor. Adicionalmente, las entidades de No Vida podrán invertir sus provisiones técnicas en activos que les proporcionen una rentabilidad más elevada por lo que podrán incrementar sus ingresos financieros y, por tanto, mejorar el resultado. Esto es importante en un contexto de subida de ratios combinados en algunos ramos (especialmente el de autos)

El contexto:

Tras un periodo de varios años con tipos de interés muy bajos, incluso negativos para los plazos cortos, desde comienzos de 2022 se ha producido una subida muy elevada de los tipos de interés libres de riesgo de la eurozona como consecuencia de la política monetaria llevada a cabo por el Banco Central Europeo en su lucha contra la inflación. Se ha pasado de una situación con una curva de tipos de interés libres de riesgo para la divisa del euro en niveles en torno a 0% (principalmente en plazos cortos, incluso con tipos negativos para plazos inferiores a 5 años) a una curva con tipos de interés en el entorno del 3%, y con una pendiente ligeramente negativa.

En el Gráfico 1 se muestran los niveles de la curva de tipos del euro durante el año 2022.

Gráfico 1. Estructura temporal tipos de interés libre de riesgo (spot) – Curva Euro



derivados de la inflación de costes que están experimentando las compañías.

En un entorno de valoración económica como es el marco de supervisión de Solvencia II, una subida de tipos de interés provoca una caída en el valor de los activos de renta fija y de las provisiones técnicas. Que tenga un mayor o menor impacto (y en qué sentido: caída o aumento) en los fondos propios dependerá de cómo sea la gestión de activos y pasivos (ALM) de la entidad.

Otra derivada de la subida de tipos de interés es el aumento del riesgo de rescate. Si la compañía ha vendido pólizas en los años con tipos bajos, garantizando rentabilidades en torno del 0%, en un contexto de subidas de tipos de interés en el mercado, los tomadores de dichas pólizas tendrán un incentivo en solicitar el rescate y, posteriormente, comprar una nueva póliza con una rentabilidad más alta. Salvo que la compañía haya vendido las pólizas limitando el valor de rescate, bien aplicando fuertes penalizaciones sobre la provisión matemática (calculada al tipo garantizado en la prima) o bien vinculándolo al valor de realización de los activos, la ejecución del rescate implicará una pérdida para la compañía, puesto que el valor de los activos sería inferior al valor de rescate. Así, en un contexto de subidas de tipos de interés, un escenario de rescate masivo se torna en un riesgo de magnitud considerable.

Otros efectos indirectos de la subida de tipos es la reducción del capital requerido por riesgo de *spread* y de concentración, consecuencia de la pérdida de valor de los activos sujetos a estos riesgos. Asimismo, una caída del valor de las provisiones técnicas por el aumento de los tipos de interés implicará un efecto secundario al calcular los riesgos de suscripción, riesgo de contraparte y riesgo operacional.

Riesgo de tipo de interés

De todos es sabido que el riesgo de tipo de interés, es decir, la pérdida de valor de los fondos propios por cambios en los tipos de interés, es uno de los principales riesgos de mercado a los que están expuestas las compañías aseguradoras, principalmente las que operan en el ramo de Vida por la naturaleza de largo plazo de las obligaciones contraídas (principalmente de productos como capitales diferidos a jubilación y rentas vitalicias), que les obliga a realizar inversiones en activos con vencimientos a muy largo plazo.

En un marco de valoración económica de activos y pasivos como es el utilizado para la determinación de

fondos propios admisibles en Solvencia II, las variaciones de los tipos de interés provocan cambios de valor en determinados activos de renta fija (bonos soberanos, bonos corporativos, fondos de inversión, préstamos, etc.) así como en las provisiones técnicas.

Una buena práctica de gestión de este riesgo supone hacer una gestión conjunta de activos y pasivos (ALM), que consiga que la variación en el valor de los activos, por un cambio en los tipos de interés, se vea mitigada por la variación en el valor de las provisiones técnicas. De manera muy aproximada, consiste en que el producto del valor de los activos sujetos a riesgo de tipo de interés multiplicado por su duración financiera tenga un importe similar al valor de las provisiones técnicas multiplicado por la duración financiera de estas. Lógicamente, el mejor ALM es aquel en el que los flujos esperados de los activos son similares a los flujos esperados de las provisiones técnicas, tanto en cuantía como en fecha de cobro y pago.

El riesgo de tipo de interés es uno de los principales riesgos de mercado a los que están expuestas las compañías aseguradoras, principalmente las que operan en el ramo de Vida por la naturaleza de largo plazo de las obligaciones contraídas

El marco de Solvencia II para el cálculo del riesgo de tipo de interés, establece que hay que aplicar escenarios de variación de los tipos de interés, un escenario de subida de tipos y otro de bajada, y determinar el valor de los activos y pasivos cuya valoración económica es sensible a los valores de la curva en cada uno de esos escenarios. Hay que decir, que la curva de cada escenario se obtiene aplicando un factor relativo al nivel base de la curva a la fecha de cálculo (con un mínimo de 1% de subida en cada plazo), y puesto que los tipos a 31.12.2021 estaban en un nivel muy bajo, el escenario de subida de tipos considerado para el cálculo del riesgo de tipo de interés no anticipaba el nivel de la curva a 31.12.2022.

En el Gráfico 2 se muestra el nivel del escenario de subida para el cálculo del riesgo de tipo de interés a 31.12.2021 (Euro), y su comparativa con la curva a 31.12.2022 (Euro).

En este contexto, las compañías con una buena gestión del riesgo de tipo de interés no deberían haber sufrido una pérdida significativa de fondos propios (NAV) ni un incremento significativo del riesgo de tipo de interés (SCR).

En las siguientes tablas se muestran los resultados del posible impacto en fondos propios y en el riesgo de tipos de interés tras la subida de tipos de interés del año 2022¹. Se consideran tres posibles situaciones desde un punto de vista de casamiento de activos y pasivos.

¹ Con el objetivo de que el ejemplo sea más claro, el cambio de valor de los activos y pasivos no recoge ningún efecto distinto al cambio de la curva de tipos de interés.

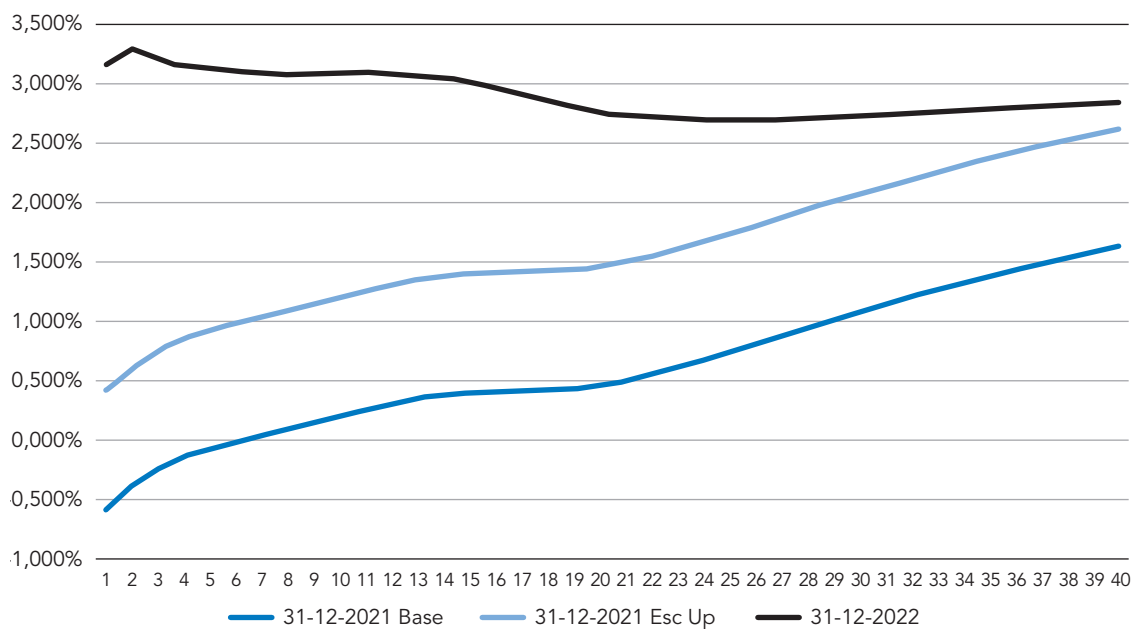
En este caso (Tabla 1) hay un buen casamiento por duraciones si bien el valor de los activos excede el valor de los pasivos, motivo por el que, en el escenario base, se produce una caída en los fondos propios a 31.12.2022 en relación con 31.12.2021. No obstante, se comprueba que el riesgo de tipo de interés es un valor pequeño, siendo el escenario de riesgo el de subida de tipos.

Por el contrario, esta situación (Tabla 2) refleja un mal casamiento, siendo la duración de los activos más larga que la de los pasivos. En el escenario base, se produce una pérdida de fondos propios significativa en 31.12.2022, debido a que los activos han experimentado una caída de valor muy superior a la de los pasivos. Se comprueba también que el riesgo de tipo de interés ha

Tabla 1. La duración del activo es igual a la del pasivo

	31.12.2021			31.12.2022		
	Activos sensibles	Pasivos sensibles	NAV	Activos sensibles	Pasivos sensibles	NAV
Duración modificada	10,28	10,28		9,30	9,29	
Esc base	10.000,00	9.500,00	500,00	7.662,25	7.279,78	382,47
Esc Up	9.041,89	8.590,42	451,47	6.859,22	6.517,03	342,19
Esc Down	10.090,07	9.585,38	504,69	8.400,79	7.981,21	419,58
			SCR			SCR
SCR Tipo interés		Esc Up	48,53		Esc Up	40,28

Gráfico 2. Comparativa curva escenario de subida de tipos interés a 31.12.2021 con 31.12.2022. Euro



crecido mucho respecto de la situación en que la duración de los activos y pasivos era similar (Tabla 1).

Otra situación en la que existe un mal casamiento (Tabla 3), siendo la duración de los pasivos mucho más larga que la de los activos. En este caso, el aumento de tipos de 2022 supone una subida de los fondos propios en el escenario base, debido a una mayor bajada de valor en los pasivos que en los activos. No obstante, el riesgo de tipos de interés ha crecido mucho respecto al caso de un buen casamiento, significando que una bajada de tipos de interés llevaría a una pérdida de fondos propios.

Riesgo de rescate masivo.

Se identifican, al menos, dos motivos por los que este riesgo se vuelve más plausible en un escenario de subidas de tipos de interés:

- El posible atractivo para los tomadores de la póliza si ejecutan el derecho de rescate. Como se ha comentado anteriormente, en pólizas vendidas en años con rentabilidades garantizadas cercanas al 0%, una subida de los tipos de interés de mercado podría llevar a que hubiera

un beneficio para el tomador en la ejecución del rescate y en la compra de una nueva póliza con una rentabilidad más elevada.

- Posible deterioro de la posición de solvencia o liquidez de la compañía al caer el valor de los activos por debajo del valor de las obligaciones. Esta situación se puede ir retroalimentando si los tomadores perciben riesgo en la capacidad de la entidad para hacer frente a los compromisos y la compañía se ve forzada a la venta de activos (por falta de liquidez suficiente) para hacer frente a las obligaciones.

Como se ha mencionado anteriormente, la manera de controlar este riesgo es limitando el valor de rescate para que este no esté por encima del valor de los activos. Además, es importante contar con una posición suficiente en activos muy líquidos (tesorería y depósitos a la vista y similares) que permita hacer frente a pagos por rescates sin necesidad de ventas de activos (particularmente con duraciones largas). A diferencia del sector bancario, las entidades aseguradoras cuentan con el flujo de entrada que son las primas, cobradas por anticipado, y que les permite estar en una mejor posición para gestionar escenarios de este tipo.

Tabla 2. La duración del activo es muy superior a la del pasivo

	31.12.2021			31.12.2022		
	Activos sensibles	Pasivos sensibles	NAV	Activos sensibles	Pasivos sensibles	NAV
Duración modificada	10,28	5,48		9,30	5,10	
Esc base	10.000,00	9.500,00	500,00	7.662,25	8.060,77	-398,52
Esc Up	9.041,89	8.999,14	42,76	6.859,22	7.442,95	-583,73
Esc Down	10.090,07	9.513,35	576,72	8.400,79	8.613,37	-212,58
			SCR			SCR
		Esc Up	457,24		Esc Up	185,21

Tabla 3. La duración del pasivo es muy superior a la del activo

	31.12.2021			31.12.2022		
	Activos sensibles	Pasivos sensibles	NAV	Activos sensibles	Pasivos sensibles	NAV
Duración modificada	10,28	14,29		9,30	12,84	
Esc base	10.000,00	9.500,00	500,00	7.662,25	6.891,50	770,76
Esc Up	9.041,89	8.267,81	774,08	6.859,22	5.990,52	868,70
Esc Down	10.090,07	9.704,52	385,55	8.400,79	7.734,00	666,79
			SCR			SCR
		Esc Up	114,45		Esc Up	103,97

En la Fórmula Estándar de Solvencia II y dentro de los riesgos de suscripción del negocio de Vida, el cálculo del riesgo de anulaciones se determina aplicando tres escenarios: un incremento del 50% de la tasa de anulaciones (de las pólizas cuyo ejercicio lleve a un incremento de la provisión) considerada en el cálculo de la mejor estimación de las obligaciones, una disminución del 50% de las tasas de anulación (de las pólizas cuyo ejercicio lleve a una disminución de la provisión), y un rescate masivo del 40% de las pólizas individuales y del 70% de las colectivas (de las pólizas cuyo cese lleve a un incremento de las provisiones).

En la Tabla 4 se muestra un ejemplo del impacto del riesgo de anulaciones a 31.12.2021 con relación a 31.12.2022:

Se observa como a 31.12.2022 el escenario de rescate masivo hace que el riesgo de anulaciones aumente de manera considerable respecto de 31.12.2021, con-

secuencia de que en caso de rescate se debe abonar un importe superior a la provisión liberada.

Conclusiones

Aunque la subida de tipos de interés debería ayudar a impulsar la venta de productos de seguros de ahorro y de rentas, así como a mejorar el resultado de las entidades aseguradoras por unos mayores ingresos financieros, también puede deteriorar el ratio de solvencia si no se ha hecho una buena gestión del riesgo de tipo de interés y del riesgo de anulaciones. Un buen casamiento de activos y pasivos, así como una limitación de la garantía de rescate permitirían minimizar esos riesgos y, por tanto, limitar el potencial deterioro de la solvencia financiera de las entidades aseguradoras. ●

Tabla 4. Riesgo de anulaciones

	31.12.2021			31.12.2022		
	Provisiones antes del shock	Provisiones después del shock	Var	Provisiones antes del shock	Provisiones después del shock	Var
Esc Incremento Anul	7.727,32	7.783,67	-56,34	7.101,78	7.385,23	-283,45
Esc Disminución Anul	1.772,68	1.781,06	-8,38	178,01	181,38	-3,37
Esc Anul Masivo	7.727,32	7.787,50	-60,18	7.101,78	7.883,87	-782,09
			SCR			SCR
		Esc Anul Masivo	60,18		Esc Anul Masivo	782,09

Foto: iStock.com/Kirill Smyslav



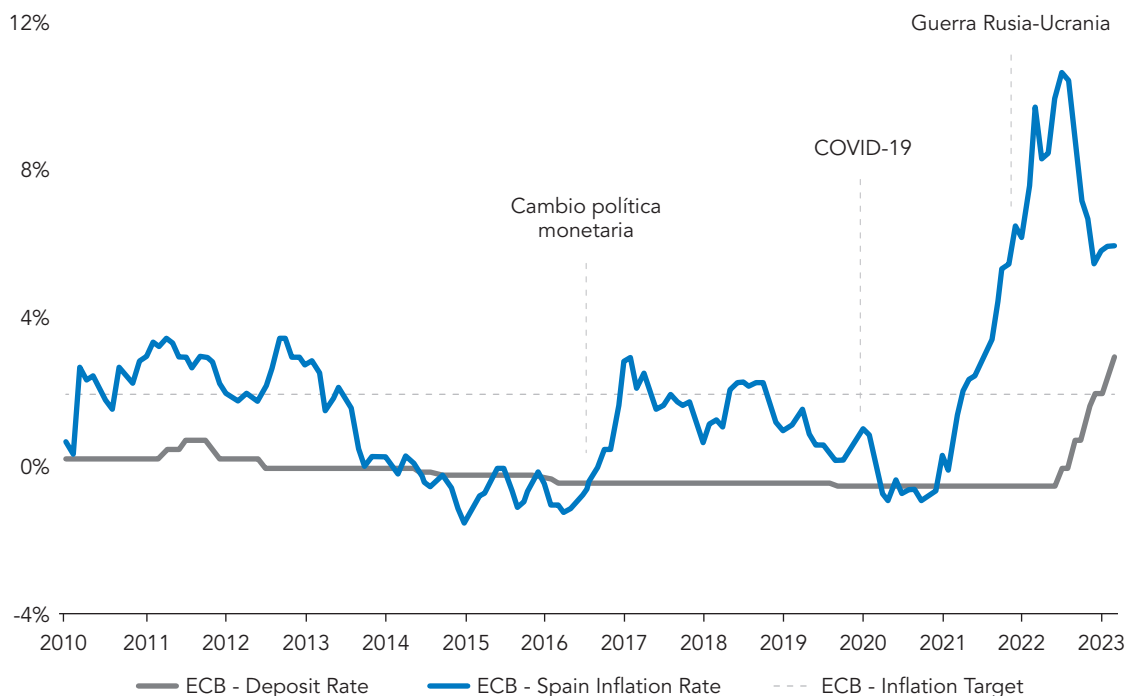
Inflación, tipos de interés e impacto actuarial

Agustin Saggese // EY Actuarial Manager

La inflación y los tipos de interés en España han oscilado en torno a lo previamente proyectado por el Banco Central Europeo durante las últimas décadas. No ocurría desde 1992 que el aumento de costes superara el 5% anual, aquellas épocas donde aún reinaban las pesetas. Iniciado el 2023, nos encontramos en un escenario de altas tasas de inflación y crecientes tipos de interés, situación que impacta en el crecimiento e indicadores de un país, tanto económica como socialmente. El alcance del impacto dependerá de factores tales como el tipo de industria, región y clase social, entre otras; sin embargo, es claro el cambio de paradigma cultural respecto a los últimos años. Las compañías de seguros, principal ámbito de actuación de los Actuarios, no son ajenas a dichos cambios económicos, siendo incluso esta industria una de las más directamente afectadas.

Si bien el objetivo del Banco Central Europeo (ECB) siempre ha sido alcanzar una inflación objetivo del 2% anual, esto no siempre se ha logrado, habiendo incluso existido periodos donde los precios descendieron creando un periodo de deflación. A finales de 2016, el Banco Central decidió modificar su política monetaria girando hacia un esquema expansivo a fin de combatir la caída de precios generalizada en Europa. Este cambio produjo un aumento de precios, alcanzando el IPC los 2 puntos porcentuales anuales deseados, manteniéndose en estos niveles durante más de 3 años hasta volver a caer por debajo de 0%. Iniciado el 2020, producto de la pandemia de la COVID-19, la economía se encontró nuevamente en un escenario de deflación. Sin embargo, las causas de dicha caída de precios fueron distintas a las de 2014-2017. La pandemia tuvo severos impactos en la economía global, con restricciones sociales afectando al consumo, las cadenas de suministro y a la oferta y demanda. No fue hasta liberadas las restricciones a

Figura 1.



la circulación y el trabajo impuestas por los distintos gobiernos nacionales que la economía retornó a su producción habitual. Sin embargo, el crecimiento exponencial de la demanda posterior a un periodo de baja oferta produjo un aumento significativo de los bienes y servicios durante el 2021 que luego se vio exacerbada por el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania a principios de 2022, lo que impactó principalmente en el precio de la energía.

Dentro de la industria de seguros, el impacto del aumento de la inflación y de los tipos de interés afecta tanto a los resultados como al patrimonio de las empresas a corto plazo, sumado a la dificultad de generar proyecciones de negocio a medio y largo plazo

El retorno del IPC a niveles superiores al 5% obligó a los bancos centrales a tomar medidas para reducir la inflación con el objetivo de retornar a los niveles históricos y así evitar los impactos económicos y sociales del aumento de costes de bienes y servicios. Los reguladores de política monetaria adoptaron casi conjuntamente decisiones restrictivas, aumentando los tipos de interés de referencia. El Banco Central Europeo comenzó su camino a mediados de 2022 estableciendo el tipo de referencia en el 0% y pasando a 0,75% en septiembre del mismo año hasta alcanzar un 3,75% en mayo de 2023. Las políticas monetarias restrictivas o, en otras palabras, el aumento del precio del dinero, son medidas con las que cuentan los bancos centrales para combatir el aumento de precios influenciando indirectamente las decisiones de los principales agentes económicos y consumidores.

Las entidades de seguros, por definición son administradoras de riesgos; y los Actuarios, los profesionales que, mediante técnicas estadísticas y financieras, evalúan y cuantifican los riesgos de distintas industrias. Los cambios políticos y económicos son riesgos que todo tipo de administrador financiero tiene en su radar, dado que las proyecciones de negocio dependen de las expectativas económicas del mercado y reguladores centrales. El aumento de la inflación y de los tipos de interés son dos indicadores clave que afectan directamente a las estimaciones actuariales

dentro de cualquier industria. Los profesionales continuamente están realizando proyecciones y supuestos sobre la evolución futura de variables tanto económicas como biométricas, y el aumento de la volatilidad genera mayor incertidumbre a la hora de determinar rangos de resultados probables.

Dentro de la industria de seguros, el impacto del aumento de la inflación y de los tipos de interés afecta tanto a los resultados como al patrimonio de las empresas a corto plazo, sumado a la dificultad de generar proyecciones de negocio a medio y largo plazo. Dichos cambios tienen un impacto distinto en aquellas entidades que operan principalmente en productos de Vida o a largo plazo y aquellas que lo hacen en productos de No Vida o de corto plazo. En este sentido, cobra mayor importancia el concepto de retorno real o tipo de interés real, siendo el tipo de interés deflactado, es decir el retorno que pueden obtener las entidades una vez eliminado el impacto de la inflación. Observando la tendencia de los últimos años, vemos que dicho interés no solo es negativo, sino que es mayor; es decir, invirtiendo a los tipos de interés propuestos por el Banco Central Europeo, no es posible cubrirse de la inflación y su diferencial es una pérdida para la entidad o consumidor.

La situación expuesta permite inducir que las entidades comercializadoras de productos como Automóviles, Comercio y Hogar, o Salud, verán afectados sus resultados negativamente en el corto plazo por el aumento de la inflación. El aumento de los costes de servicio o reparación, así como de la mano de obra o salarios, impactará directamente en las cuentas técnicas de las entidades produciendo costes no tarifados en las pólizas en vigor. Adicionalmente, el aumento de incertidumbre en la proyección de costes futuros para productos con pagos esperados a largo plazo, por ejemplo, responsabilidad civil, aumentará las reservas de las entidades produciendo mayores pérdidas económicas. En este caso, cobran relevancia los conceptos de interés real e inflación social, siendo el primero el retorno real que permitirá estimar a largo plazo si la entidad podrá ser capaz de cubrir el aumento de costes por la inflación, y el segundo, aquel aumento de costes por encima de la inflación general producto de presiones sociales, culturales o macroeconómicas tales como la tendencia en fallos judiciales. Los procesos de actualización de capitales asegurados y precios se deberán volver más dinámicos a fin de ajustarlos rápidamente acorde a los cambios en tendencias. El aumento del tipo de interés como medida para contrarrestar la inflación, también impactará las entidades de seguros de No Vida me-



Foto: iStock.com/David Gyung

dian­te sus activos e inversiones. La cuenta de resultados o inversiones debería experimentar un resultado favorable causado por el aumento de tipos de interés y por la posibilidad de las entidades de modificar sus carteras de inversiones y rotar a activos con mayores retornos. Dado que es más probable que la duración de los activos de las entidades de este tipo sea mayor a la de sus pasivos, el impacto en el patrimonio neto se espera que sea negativo, debido a la caída en el valor de sus activos.

Por el contrario, las entidades con mayor proporción de productos de tipo Vida o a largo plazo, verán un impacto levemente negativo en su cuenta de resultados técnica ya que los capitales asegurados en general estarán nominalmente fijos, sin ajuste por inflación, por lo que el coste de servicio esperado no variará. Sin embargo, dado que la prima estará fija, el aumento de costes administrativos no podrá ser compensado, produciendo pérdidas no tarificadas. Por otro lado, producto del aumento de los tipos de interés y los tipos garantizados, las entidades podrán competir con productos más atractivos frente a la variedad de ofertas financieras que surgirán como alternativas de inversión. Además, aquellas pólizas con opciones de rescates parciales o totales cuyo interés garantizado haya quedado por debajo del tipo de interés actual, tendrán más posibilidades de ser rescatadas a fin de que el consumidor pueda obtener

mejores retornos en otra clase de productos. En este tipo de entidades, dado que la duración de los pasivos será mayor que la de los activos, el impacto en el patrimonio neto se espera que sea positivo.

Los periodos de alta inflación y tipos de interés crecientes producen efectos económicos que afectan a las preferencias de los consumidores e indirectamente a las entidades de seguros. Dichos periodos suelen venir acompañados por crisis o mayores restricciones de consumo, lo cual impacta directamente en las ventas de las entidades de seguros. Adicionalmente, en caso de necesitar liquidez, las pólizas con rescates se vuelven fuentes más atractivas. La inflación disminuye el atractivo de los productos con prestaciones fijas, genera problemas de infraseguro en pólizas de hogar, por ejemplo, y produce cambios en las elecciones de límites, deducibles o coberturas por parte de los asegurados.

Los cambios socioeconómicos generan riesgos e incertidumbres que pueden ser abordados como desafíos y oportunidades. La profesión actuarial cobra mayor importancia en estos momentos y es una pieza fundamental en la tarea de realizar análisis de escenarios, estimaciones y de sensibilidades que puedan dar información concreta para la toma de decisiones minimizando los posibles eventos adversos que puedan afectar la rentabilidad y solvencia de las entidades aseguradoras. ●

Negocio asegurador y valor bursátil en un entorno de inflación

Francisco del Olmo, Fernando Rojas, Antonio Mota y Diego Aires

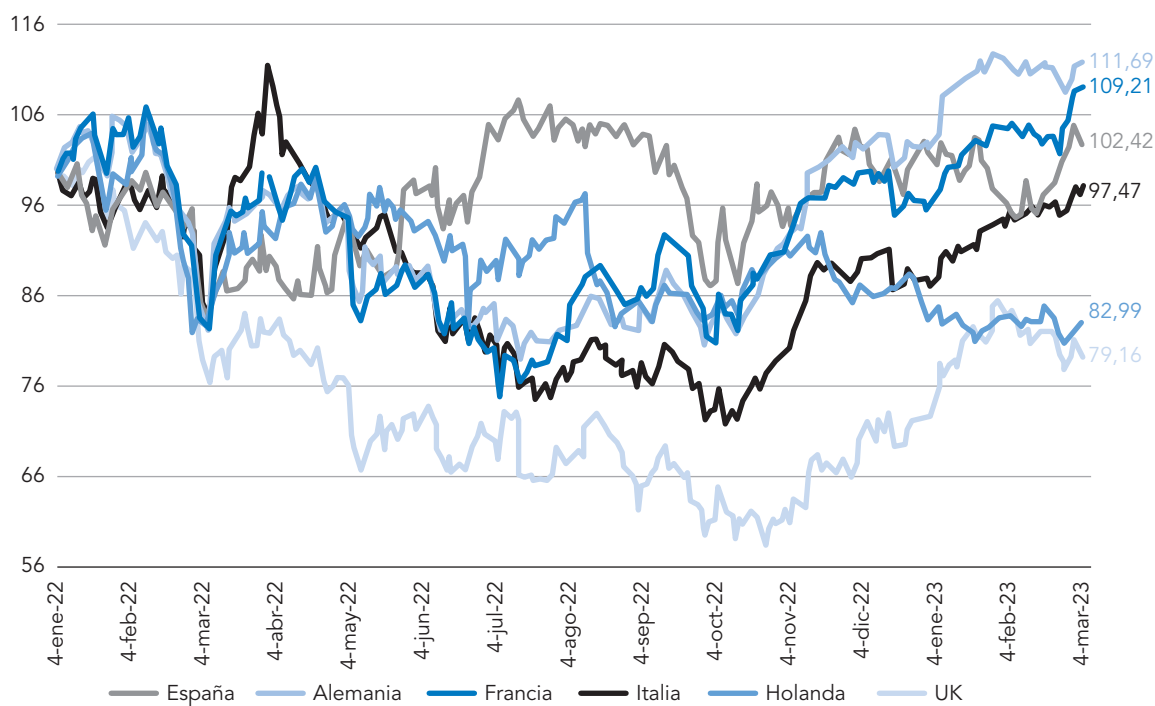
Introducción

A pesar de que el término inflación había dejado de pertenecer a la jerga habitual de los titulares económicos, debido a un largo periodo de bajos niveles de crecimiento general de precios, las múltiples consecuencias que ha tenido la pandemia de la COVID-19 –entre las que sobresale la paralización de buena parte de la actividad económica, las interrupciones en las cadenas globales de suministros y los cuellos de botella derivados– el incremento de ahorro de las familias durante los meses de confinamiento, fenómenos naturales o el entorno geopolítico marcado por la guerra invasión de Rusia a Ucrania, ha generado el caldo de cultivo para una dinámica inflacionaria más persistente de lo que se esperaba en su inicio por parte de las autoridades monetarias.

En respuesta a este entorno, la política monetaria ha cambiado 180 grados de rumbo, aportando una respuesta rápida y contundente con el fin de alcanzar de nuevo la estabilidad de precios.

Tanto el entorno inflacionario como los cambios en la política monetaria y los niveles de tipos de interés son dos factores que afectan significativamente a todos los sectores de la economía en general. Sin embargo, por su especial conexión con ambos aspectos, el sector financiero se ha convertido en uno de los sectores que mayor impacto ha experimentado. Concretamente, el negocio asegurador alcanza especial significación por su vinculación con ambos factores en sus dos ramas principales, a saber, el negocio de no vida y el ramo de vida. Por una parte, y aunque la inflación incide sobre todas las entidades independientemente de su ramo de especialización, el negocio de seguros generales (rama de no vida) tiene especial incidencia, ya que la siniestralidad se ve afectada por este factor, encareciéndose las com-

Gráfico 1. Evolución Bursátil del negocio asegurador



Fuente: Elaboración propia con datos de mercado.

pensiones a pagar por las aseguradoras, si no se recoge correctamente en la fijación de las primas comercializadas. Por otra parte, en el caso del negocio de vida-ahorro se ve más influenciado por los tipos de interés, ya que afectan a las reevaluaciones de las carteras de inversión que se caracterizan por una mayor duración, pudiendo la subida de tipos de interés impactar negativamente en los recursos propios de las entidades. Sin embargo, el efecto podría ser ambiguo ya que un nivel de tipos altos podría beneficiar en mayor medida a esta tipología de aseguradoras por una mayor rentabilidad de su liquidez.

En este punto, cabe reseñar que el impacto de los tipos de interés en las aseguradoras del ramo no vida tiene una menor importancia dado que tiene una menor exposición al riesgo de tipo de interés, al tener carteras con menor duración. Por ende, estos factores tienen que tener un reflejo en la valoración bursátil de las aseguradoras en los mercados de capitales, cuyo análisis es el objeto de este trabajo.

Valoración bursátil del seguro europeo en un entorno inflacionista

En este entorno tan incierto, resulta interesante analizar cómo los mercados de capitales están recogiendo los efectos de la inflación y la subida en los tipos de interés en la valoración de las compañías aseguradoras. Para ello, el análisis propuesto se basa en un estudio de los principales negocios de seguros de Europa, concretamente: España, Alemania, Francia, Italia, Holanda y Reino Unido (que, aun no perteneciendo a la Unión Europea, tiene gran influencia sobre el sector asegurador europeo).

Para iniciar el análisis de la situación, se toma como horizonte temporal desde el 4 de enero de 2022 hasta principios de marzo del 2023, considerando los datos de las cotizaciones bursátiles de las compañías aseguradoras en cada uno de sus mercados en base 100, con el objetivo de reflejar la evolución de estos valores

de manera sencilla. Asimismo, el periodo considerado permite recoger no solamente el proceso inflacionista (que ya se reflejaba en 2021), sino el periodo de mayor intensidad de este, así como también los cambios en la política monetaria. En una primera aproximación, se va a tratar de ver la evolución de la valoración bursátil de cada uno de los sectores cotizados de seguros en los diferentes países.

Se puede observar en el Gráfico 1 que el sector asegurador alemán destaca como el que se ha comportado mejor en los mercados, presentando un incremento en su cotización superior al 11%, seguido del francés con una evolución positiva del 9% y el español con casi un 2,5%. Por el lado contrario, el sector asegurador británico destaca por mostrar una caída de casi el 21%.

En un paso adicional, cuando se analiza el comportamiento del sector asegurador de cada país en comparación con el índice de la bolsa de donde cotizan, no es posible extraer ninguna conclusión clara. Esto puede tener una explicación sencilla, y es que los diferentes índices bursátiles dependen en gran medida de la composición del resto de valores que conforman dicho índice y la influencia de los indicadores económicos en aquellos valores que mayor peso tienen.

Cuando se trata de dar una primera explicación al comportamiento del negocio asegurador, interesa analizar las correlaciones que se observan entre las cotizaciones de los sectores aseguradores de los diferentes países junto con los factores de tipos de interés e inflación para profundizar por su mayor exposición. En este sentido, tal y como se expone en el Gráfico 2, se puede extraer que el sector en Alemania, España y Francia presenta una correlación positiva respecto a los tipos de corto plazo (Euribor 12 meses). Bajo una perspectiva de mayor plazo, en cuanto a los tipos de interés a 10 años de sus correspondientes bonos soberanos, se puede extraer que, salvo Alemania y España que presentan correlaciones positivas pero bajas, y Francia que prácticamente es neutra, el resto de los países, es

Gráfico 2. Correlaciones entre el negocio asegurador y su entorno

	España	Alemania	Francia	Italia	Holanda	Reino Unido
Inflación	3,8%	-13,5%	-31,7%	-43,5%	-23,2%	-84,9%
Euribor 12 meses	38,0%	31,3%	16,6%	-31,7%	-73,4%	-45,9%
Deuda pública 10 años	29,3%	16,3%	-4,1%	-53,7%	-72,2%	-60,5%

Fuente: Elaboración propia con datos de mercado.

decir, Holanda, Italia y Reino Unido, presentan correlaciones altas y negativas con respecto a tipos de interés.

En el análisis de correlaciones de las cotizaciones de las aseguradoras respecto a la inflación, se encuentra de nuevo que tanto Alemania como España tienen baja correlación en la cotización de sus entidades aseguradoras con la inflación, no ocurriendo lo mismo en los casos de Francia, Italia, Holanda y, sobre todo, Reino Unido.

Estos datos revelan diversas conclusiones. Por una parte, la inflación aumenta los gastos de explotación de las entidades, afectando especialmente a los ramos basados en la prestación de servicios y con alto grado de competencia y márgenes estrechos¹, como se refleja, por ejemplo, en el coste de los siniestros. Ello explica la correlación negativa entre valor en mercados e inflación, considerando que el impacto depende de la propia dinámica regional y de la adaptación de la estrategia de las entidades aseguradoras al entorno. El caso de España es singular, por mostrar una correlación débil pero positiva que probablemente se debe a la adecuada gestión de la emisión de nuevas primas para tratar de absorber los impactos de la inflación.

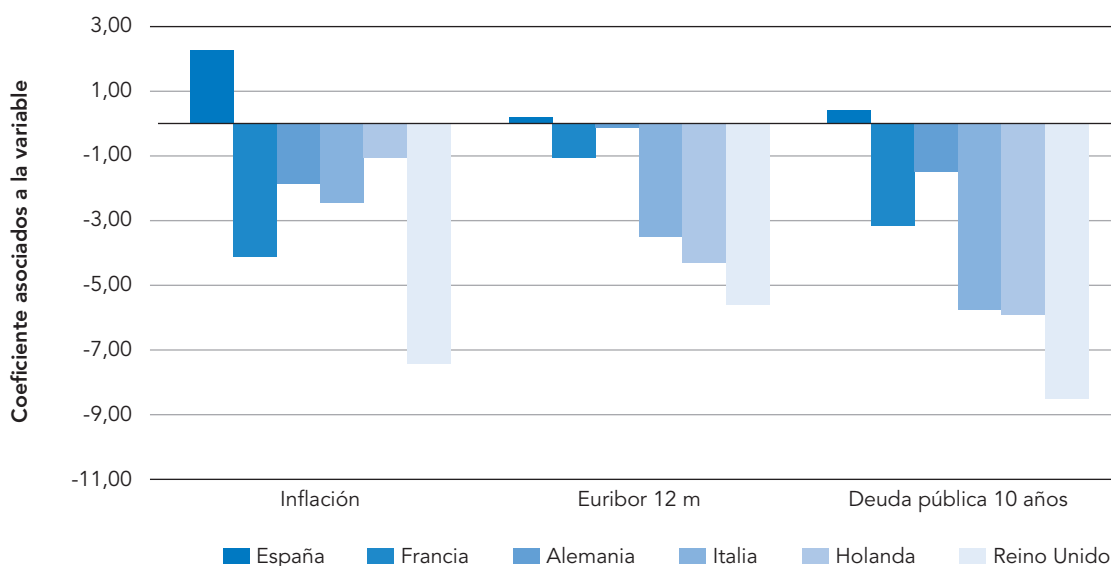
Por otra parte, el incremento de los tipos de interés debería tener, *a priori*, un impacto positivo en los ramos de vida, dada la mejora de la rentabilidad en las carteras de bonos en que se pueden invertir y a la mayor capacidad de ofrecer productos de vida-ahorro con rentabilidades más atractivas para los clientes. Ello explicaría, al menos en parte, las correlaciones obtenidas para Francia (salvo si se atienden a los tipos a largo plazo) y Alemania (con un peso de los activos del ramo de vida en el último trimestre disponible de 2022 del 83% y 63% respectivamente) y España, que aunque mantenga un peso del ramo de vida del 45%, su sector asegurador está relativamente más vinculado al sistema bancario que otros sistemas europeos y atiende a un perfil de clientes más conservadores en lo que a inversión se refiere que no están obteniendo las rentabilidades deseadas en productos sustitutivos como los depósitos bancarios.

Sin embargo, las subidas de tipos de interés también han provocado minusvalías en las carteras de activos invertidos, lo que reduce el atractivo de las entidades en el mercado y obliga a redefinir las estrategias de inversión y al casamiento de activos y pasivos.

Un apunte que se podría hacer mirando las correlaciones en su conjunto es que se evidencia un comportamiento muy claro en Reino Unido, Holanda e Italia,

¹ Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (2022). Informe 2021 de Seguros y Fondos de Pensiones.

Gráfico 3. Modelos de relación entre la cotización y la inflación y tipos de interés (controlando por la incertidumbre del mercado -Vstoxx-)



Fuente: Elaboración propia con datos de mercado.

que presentan correlaciones negativas significativas tanto de tipos de interés (corto y largo plazo) como de inflación, indicando que son empresas aseguradoras que posiblemente tienen una estructura compensada de negocio asegurador de vida y no vida, afectándoles por igual la dirección de los dos factores de riesgo analizados.

Posteriormente, para profundizar en el efecto de los tipos de interés en la valoración bursátil del sector asegurador en los diferentes países, se ha procedido a desarrollar un análisis de regresiones simples. De esta manera, se han elaborado dos modelos para cada país (España, Francia, Alemania, Reino Unido, Italia y Holanda), donde los dos tienen como variable dependiente la cotización (en base 100) del sector asegurador por país, introduciendo una variable que mide la incertidumbre del mercado, el Vstoxx (índice de volatilidad VIX del Eurostoxx), con el fin de evitar las alteraciones que influyen en el mercado en su conjunto y no en el negocio asegurador de manera particular. Respecto a la variable explicativa relativa a los tipos de interés, en un primer modelo se utiliza el Euribor 12 meses y, en el segundo, la TIR del bono soberano a 10 años.

Los resultados mostrados en el Gráfico 3 están en línea con el análisis de correlaciones. Una vez se ha controlado por la volatilidad sistémica (que refleja principalmente la incertidumbre de los mercados por todos los impactos mencionados con anterioridad y que afecta negativamente a la cotización) agregada del mercado a través de volatilidad del índice Eurostoxx, en todas las regresiones, salvo en España, existe una relación negativa entre la cotización del sector seguros y tipos de interés (tanto con el Euribor como con la TIR del soberano a 10 años). Estas relaciones permiten confirmar la exposición importante del negocio vida en el sector asegurador de los países europeos en empresas cotizadas.

Adicionalmente, respecto a la incidencia de la inflación, se observan relaciones negativas (a excepción de España) y estadísticamente significativas entre dicha variable y la cotización del sector asegurador en los diferentes países, consecuencia del encarecimiento de las compensaciones ante eventos de siniestralidad que no se traslada directamente a las primas comercializadas.

La excepción española en las conclusiones anteriores es consecuencia, al menos parcialmente, de la mayor vinculación del sector asegurador español con el sistema bancario, cuya cotización bursátil sí responde de forma inequívocamente positiva a la subida de tipos de interés.

Conclusión

El entorno inflacionista al que se ven sometidas las economías y, posteriormente, la subida de tipos de interés que da respuesta a esta dinámica, son los principales factores que están impactando en el sector financiero, con especial relevancia de la actividad de seguros, tanto en su rama de no-vida (inflación), como en su rama de vida-ahorro (inflación y tipos de interés).

El entorno inflacionista al que se ven sometidas las economías y, posteriormente, la subida de tipos de interés que da respuesta a esta dinámica, son los principales factores que están impactando en el sector financiero, con especial relevancia de la actividad de seguros

Por esta especial relación, el mercado ha recogido estos impactos en el sector asegurador europeo en el último año. Tras los análisis realizados, se observa en gran parte de los países dicha relación entre tipos y rama de vida-ahorro e inflación y rama de seguros generales, especialmente cuando se controlan efectos adicionales de mercado introduciendo la variable de volatilidad implícita. De hecho, la inclusión de esta magnitud permite aislar los efectos de los tipos de interés e inflación de una manera mucho más exacta con el fin de estudiar el impacto en la valoración de la cotización de las empresas aseguradoras en los mercados de capitales.

Los sucesos de los próximos meses determinarán cómo se comportará en el corto plazo el sector asegurador en la Bolsa, principalmente por la senda de tipos que marcará el Banco Central Europeo con vistas a controlar la inflación, su principal objetivo. Cualquier alteración en este hecho, como la provocada por la reciente intervención del Silicon Valley Bank en Estados Unidos o la crisis protagonizada por el banco suizo Credit Suisse, ambos episodios provocadores de un efecto contagio al resto del sistema financiero, podría marcar la senda de la política monetaria y, en general de la estabilidad financiera, impactando en el modelo de negocio de las aseguradoras y, en definitiva, en su cotización bursátil. ●

Inflación, tipos de interés e impuestos: una visión introductoria

José M. Domínguez Martínez // Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Málaga. Director del Proyecto de Educación Financiera "Edufinet"

Prioridades de la educación financiera en un entorno inflacionario

Como de manera clara expresaba recientemente B. Balz, miembro del comité ejecutivo del Deutsche Bundesbank, en una conferencia sobre educación financiera, "La educación económica es otra área en la que se necesita trazar un curso. En un entorno inflacionario, es más importante que en décadas recientes tener un entendimiento básico de los tipos de interés y de la inflación, pero también del riesgo"¹. Son estas, efectivamente, tres cuestiones primordiales en el contexto económico actual, pero sin perder de vista que tienen una importancia estructural como competencias financieras básicas ante cualquier coyuntura económica. Con esta perspectiva relativa a la educación financiera, el presente artículo tiene como propósito ofrecer una visión introductoria de los aspectos esenciales concernientes al tipo de interés y a la inflación, incorporando, asimismo, el impacto de la fiscalidad.

El tipo de interés y la inflación en las preguntas básicas sobre cultura financiera

La medición del nivel de cultura financiera de la población suele basarse en una selección de preguntas de referencia en el ámbito internacional. Las tres preguntas básicas utilizadas están relacionadas con la noción de tipo de interés, el poder adquisitivo del dinero y la diversificación de riesgos. Evidentemente, la importancia de estos conceptos justifica plenamente su consideración a fin de calibrar los conocimientos más elementales en materia económica y financiera. Así se hace en uno de los estudios de mayor alcance y representatividad, realizado en 2014 por la agencia de rating Standard and Poor's con la colaboración del Banco Mundial (Klapper, Lusardi y Oudheusden, 2015). Asimismo, la Encuesta de Competencias Financieras

2016, realizada por el Banco de España y la CNMV (Banco de España, 2018), recogía unas preguntas del mismo tenor².

Nos encontramos, sin embargo, con que, a pesar de la sencillez de las preguntas planteadas, una elevada proporción de la población carece de los conocimientos básicos. En España, tomando el promedio de las tres preguntas, en torno a la mitad.

Aun siendo tan relevantes, los mencionados conceptos no se han abierto camino de manera fácil en el proceso de formación histórica de las doctrinas económicas. Así, Aristóteles condenaba el interés, identificándolo con la usura, porque creía que no estaba justificado que el dinero, concebido como simple medio de intercambio, aumentase al pasar de una mano a otra. Tuvieron que transcurrir siglos hasta que los economistas clásicos comenzaron a ver el interés como el precio pagado por el uso del dinero, al que se le atribuyen además otras funciones.

Por lo que respecta a la inflación, después de décadas de un crecimiento muy moderado de los precios, nos encontramos ante la que ha sido calificada "gran inflación", que constituye un fenómeno desconocido para generaciones de jóvenes³. Por otro lado, el hecho de que, en Europa occidental, durante un período de 300 años hasta llegar al siglo XVI, existiera una llamativa estabilidad de precios, sigue arrojando dudas sobre las causas desencadenantes de la inflación. En fin, las matizaciones efectuadas por Keynes respecto a las cautelas sobre las expectativas basadas en la diversificación del riesgo entre empresas poco conocidas vienen también a invitarnos a una serena reflexión acerca de la selección de carteras.

² Los enunciados de las referidas preguntas son los siguientes:

1. Suponga que Ud. tenía 100 euros en una cuenta de ahorro con un tipo de interés del 2% anual. Después de 5 años, ¿qué importe piensa que tendría en la cuenta si no hubiese dispuesto de ninguna cantidad?: a) Más de 110 euros; b) Exactamente 110 euros; c) Menos de 110 euros.

2. Imagine que el tipo de interés de su cuenta de ahorro era del 1% anual y que la inflación era del 2% por año. Después de 1 año, ¿podría Ud. comprar más, exactamente lo mismo o menos con el dinero depositado en dicha cuenta?

3. "Comprar títulos de una sola compañía ofrece un rendimiento más seguro que si se compran participaciones de un fondo de inversión". ¿Verdadero o falso?

³ Lusardi (2019) observa la existencia de una relación positiva entre la experiencia de las personas en relación con la inflación y el nivel de cultura financiera en este apartado.

¹ Vid. Balz (2022).

Tipos de interés nominales y reales

Si el tipo de interés y la inflación tienen una importancia crucial aisladamente considerados con vistas a la toma de decisiones financieras, y como determinantes o condicionantes de la situación económica y patrimonial de los agentes económicos, su trascendencia y sus efectos se multiplican cuando se yuxtaponen. Si concebimos el tipo de interés como la remuneración real por la cesión de recursos monetarios durante un período temporal, en una situación sin inflación, cabría esperar que, en presencia de esta última, el tipo de interés del mercado se adaptara para neutralizar su efecto y posibilitar que, en términos reales, siguiera prevaleciendo la misma retribución. Así, si en una situación con estabilidad de precios, el tipo de interés es del 2% anual, si hay una tasa de inflación del 3% anual, a fin de mantener la situación, el tipo de interés debería ser del 5% anual. Esto es, el tipo de interés nominal o de mercado (5%) vendría integrado por dos componentes, el real (2%) y el inflacionario (3%).

Con independencia de que, en la práctica, se produzca un ajuste en los términos indicados, sí que procede diferenciar entre el tipo de interés nominal y el tipo de interés real (tipo de interés real menos la tasa de inflación). Así, el tipo nominal u observado es, por ejemplo, del 4%, tendremos que el tipo de interés real será del 1%.

El efecto de la fiscalidad en un contexto inflacionario

La aplicación de impuestos viene a introducir algunas complicaciones, especialmente si, como suele ocurrir, los impuestos gravan el total de los intereses nominales. Consideremos un caso, referente a un capital de 10.000 euros, en el que el tipo de interés nominal sea del 4% anual, la tasa de inflación, del 3% anual, y el tipo de gravamen del IRPF, del 30%. En estas circunstancias nos encontramos con que los intereses nominales anuales ascienden a 400 euros, la cuota por IRPF, a 120 euros, y los intereses después de impuesto, a 280 euros. De esta manera, los intereses reales después de impuesto serán iguales a -20 euros (280 - 300). Es decir, como consecuencia de que el impuesto recae sobre el total de los intereses percibidos, incluido el componente necesario para compensar la pérdida de poder adquisitivo por la inflación (300), el ahorrador no consigue ni siquiera mantener su situación inicial en términos reales. Dado que no refleja ningún aumento de la capacidad económica, el componente inflacionario no debería ser objeto de gravamen.

De forma simétrica, no debería ser considerado gasto deducible el componente inflacionario de los intereses satisfechos con motivo de un préstamo. De serlo, el prestatario estaría, de facto, obteniendo un subsidio público sobre el capital tomado a préstamo. Consideremos el caso de un préstamo de 10.000 euros a 1 año, a un tipo de interés del 8% anual, con una tasa de inflación del 3%, y un tipo de gravamen marginal del 40% en el impuesto personal. El prestatario abonaría unos intereses de 800 euros y, si estos son deducibles fiscalmente, obtendría un ahorro fiscal de 320 euros. De este importe, por el motivo expuesto, 120 euros representan un subsidio sobre el capital. El prestatario, para devolver el capital prestado en términos reales, habría de tener un coste de 10.300 (10.000 más 300), pero incurre solo en 10.180.

La perturbación de los tipos de interés negativos

Si la aplicación de tipos de interés positivos responde a una lógica económica, la posible existencia de un tipo de interés negativo viene a representar todo un desafío a los fundamentos del análisis económico y a los esquemas en los que se sustentan los modelos estándares de comportamiento individual. En estos, el tipo de interés se concibe como una recompensa por el aplazamiento del consumo en el presente; también, como la retribución a que tendría derecho a percibir una persona que renuncia a utilizar sus recursos dinerarios y los cede a otra durante un tiempo.

A este respecto, los economistas utilizan el tipo de interés para expresar el precio del consumo presente en términos de consumo futuro. Así, por ejemplo, con un tipo de interés del 10% anual, consumir 1 euro ahora implica renunciar a 1,1 euros el año que viene. Por tanto, el precio o coste de oportunidad de 1 euro de consumo presente es de 1,1 euros de consumo futuro.

De una forma u otra, queda patente la idea de que la obtención de un interés va ligada a un acto de posponer un consumo. Continuando el hilo expositivo, el paso siguiente, a efectos de asentar la noción de interés compuesto, sería mostrar cómo los aplazamientos sucesivos afectan a cantidades cada vez mayores, toda vez que va incorporándose el importe de los correspondientes intereses periódicos.

Ahora bien, el panorama expositivo se quiebra si nos enfrentamos a una situación en la que, en lugar de prevalecer tipos de interés positivos, nos topamos con tipos negativos. Ahora nos encontraríamos con la paradoja de que el aplazamiento del consumo no solo no tendría ninguna recompensa, sino que conllevaría



Foto: iStock.com/Sakorn Sukkasemskorn

una penalización. Quien cediera recursos a otra persona, en lugar de percibir una retribución, incurriría en un coste; quien se endeudara, no solo no abonaría ningún precio, sino que recibiría una prima.

Volviendo al planteamiento del modelo económico antes esbozado, si el tipo de interés se sitúa en el -10% anual, el consumo de 1 euro ahora implicaría renunciar a consumir 0,9 euros dentro de un año. Ante la situación descrita, a cualquier ahorrador le interesaría eludir toda opción que implicara afrontar un tipo de interés negativo. En una posición más favorable estaría la alternativa de mantenimiento del dinero en efectivo, que ofrece un tipo de interés nulo, pero no negativo. De igual manera, a nadie le interesaría efectuar un préstamo con el que, no solo no obtuviera retribución alguna, sino que tuviese que pagar por dicha operación⁴. En el caso de la suscripción de títulos de deuda, como señala Stubbington (2020), “esto significa que los compradores están dispuestos a pagar por la deuda un precio lo suficientemente alto que lleva a la certeza de incurrir en una pérdida si mantienen los títulos hasta el vencimiento”.

Ahora bien, a nadie se le escapan los inconvenientes asociados a la tenencia de efectivo, especialmente en cantidades significativas. Es un aspecto que no puede obviarse. Así, el pago de un interés modesto puede ser

asumible a fin de evitar los costes e inconvenientes de la tenencia de efectivo. De igual modo, especialmente en una época de incertidumbre monetaria, puede merecer la pena invertir en títulos considerados altamente seguros, sujetos a un tipo de interés negativo, con la expectativa de poder recuperar un valor en el futuro, evitando los riesgos de posibles perturbaciones o alteraciones.

Los tipos de interés y el valor de los bonos

Una cuestión básica que se plantea en relación con las inversiones en títulos de renta fija es si puede incurrirse en pérdidas, aun en el supuesto de que se trate de activos sin riesgo de impago. En estas situaciones, el suscriptor de un título de renta fija no registrará pérdida alguna si mantiene el título hasta el vencimiento, pero puede incurrir en una pérdida si se desprende del título antes del vencimiento, en caso de que se haya producido una subida del tipo de interés en el mercado.

Supongamos que alguien adquiere, en una emisión de deuda pública, un título de un valor nominal de 1.000 euros, con vencimiento dentro de 2 años, a un tipo de interés fijo del 5% anual (Edufinet, 2018). Se sabe que, dentro de un año, el tenedor obtendrá unos intereses de 50 euros y, dentro de dos años, otros 50 euros de intereses y recuperará el nominal (1.000 eu-

⁴ Vid. Domínguez Martínez (2015, págs. 111-112).

ros). Imaginemos ahora que, cuando ha transcurrido un año desde la emisión, el tipo de interés de mercado ha subido al 10% y este sería el interés al que saldrían las nuevas emisiones de títulos. ¿Qué consecuencias tiene esto para el valor del título al 5%?

Ha de tenerse en cuenta que a un hipotético inversor que quiera invertir en títulos de deuda se le presentan las siguientes opciones: a) sabe que, si acude a las nuevas emisiones, si invierte 1.000 euros, obtendrá unos intereses de 100 euros en un año (10%); b) no estará dispuesto a comprar el título con un cupón del 5% por su valor nominal en el mercado secundario, ya que pagando lo mismo que en la nueva emisión obtendría solo 50 euros de intereses; c) consiguientemente, estará dispuesto a comprar el título del 5% a un valor inferior al nominal, de manera que se garantice que el cupón de 50 euros le genera un rendimiento igual al que puede alcanzar, del 10%.

Siguiendo este razonamiento sencillo, podemos concluir que existe una relación inversa entre el precio de los títulos de renta fija y el tipo de interés del mercado: i) cuando sube el tipo de interés, baja el valor de mercado del título. Si el propietario se desprende del mismo antes del vencimiento, incurrirá en una pérdida (minusvalía); ii) cuando baja el tipo de interés, sube el valor de mercado del título. Si el propietario se desprende del mismo antes del vencimiento, obtendrá un beneficio (plusvalía).

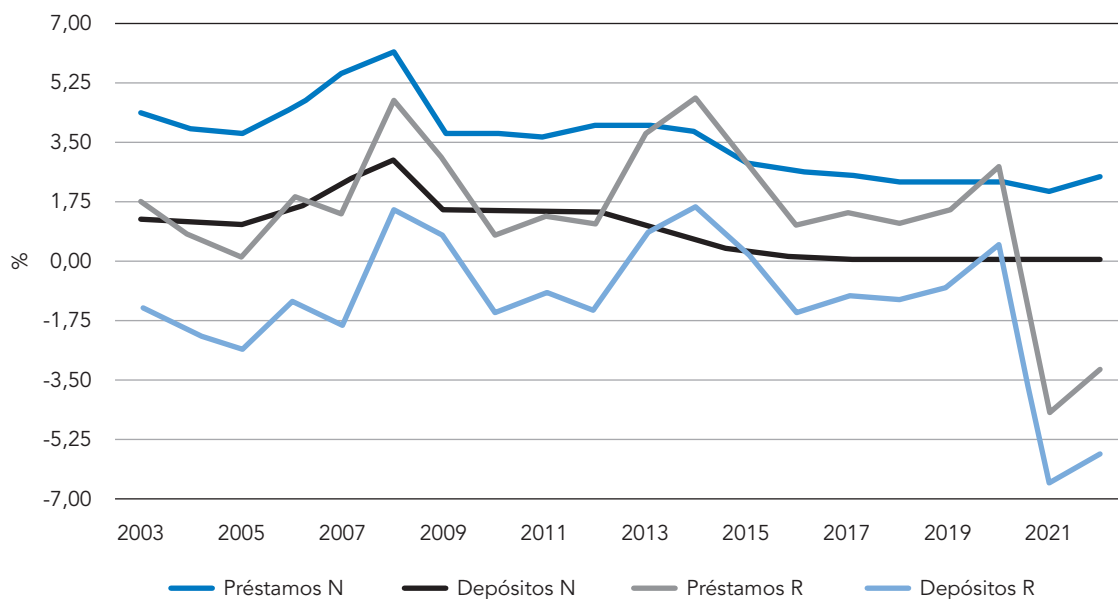
La protección del inversor contra la inflación

Habitualmente, suele sostenerse que la inflación es un impuesto (en términos económicos). En cierta medida lo es, ya que implica una pérdida de valor de los saldos monetarios basados en dinero emitido por los bancos centrales. Con carácter general, la inflación es un eficaz agente que disminuye el valor real de la deuda pública. La inflación ha sido históricamente un mecanismo al que se ha recurrido para mermar la carga de la deuda estatal. Dicho lo anterior, una vez que tomamos conciencia de que ese efecto beneficioso para el Estado como deudor no es algo exclusivo de este, hemos de concluir que la inflación no es estrictamente un impuesto, toda vez que actúa en beneficio de cualquier deudor de saldos monetarios nominales.

Así, ante la existencia de unas tasas de inflación sustanciales, parecería lógico que los ahorradores demandasen una compensación en su remuneración para contrarrestar la merma de su poder adquisitivo acarreada por la inflación. Sin embargo, la observación de los niveles de retribución del pasivo en comparación con las tasas de inflación lleva a concluir que ese objetivo no suele materializarse en el mercado.

De esta manera, en bastantes ocasiones ya el tipo de interés real antes de impuesto es negativo. A título ilustrativo, en el gráfico adjunto se recoge la evolución de los tipos de interés nominales (N) y reales (R)

Gráfico 1. Evolución de los tipos de interés de nuevas operaciones a hogares



Fuente: BdE, INE, y elab. propia.

de operaciones nuevas de préstamo y de depósito concertadas entre entidades financieras y familias en España. Durante la mayor parte del período analizado (2003-2022) el tipo de interés real de los depósitos es negativo. La situación de la retribución del ahorro se agrava, en función de lo antes expuesto, a raíz de la aplicación de las cargas impositivas.

Los activos con rendimientos vinculados a la inflación, o aquellos cuyo valor tienda a incrementarse o a mantenerse en términos reales, han comenzado a acaparar la atención

A tenor de la evolución de la inflación, en los últimos tiempos se ha acentuado la búsqueda, por ahorradores e inversores, de fórmulas de protección contra la inflación⁵. Como siempre suele ocurrir, en función de la posición de cada agente en el mercado, así será su capacidad de selección y contratación

⁵ En el año 2012, cuando acechaba el riesgo de la deflación, ya había quienes alertaban en el sentido de que, a medio plazo, la mayor amenaza para el capital era la elevada inflación. Vid. Powley (2012). La oferta de bonos ligados a la inflación se extendía también al sector corporativo. Vid. Vincent (2012).

de alguna eficaz protección contra la inflación. Los activos con rendimientos vinculados a la inflación, o aquellos cuyo valor tienda a incrementarse o a mantenerse en términos reales, han comenzado a acaparar la atención. Varias son las opciones existentes, no necesariamente excluyentes, si se dispone de recursos suficientes⁶.

Una de las opciones más demandadas es la de los títulos de deuda pública protegidos contra la inflación, esto es, títulos cuyo valor nominal se va ajustando en función de la evolución del índice general de precios⁷. De esta manera, con un tipo de interés fijo, y un aumento de precios, el interés devengado aumenta en términos nominales y se mantiene en términos reales. Otra posibilidad sería la de ir ajustando el tipo de interés, incorporando al tipo inicial de referencia que se elija el componente de la tasa de inflación⁸.

Así, la protección de un título de deuda contra la inflación puede lograrse por dos vías fundamentales:

⁶ Vid. Duguid et al. (2021). Además de los títulos de deuda pública ajustables a la inflación, otras opciones son las siguientes: Oro, considerado un "activo refugio" en tiempos de inflación; Criptomonedas, elegidas por algunos inversores como una opción atractiva, a pesar de su notoria volatilidad; Activos inmobiliarios, sobre la base de que los alquileres tienden a elevarse en fases de inflación; *Commodities*: algunas de estas (cobre, petróleo, soja...) han concentrado últimamente importantes flujos de capitales, por considerarse que pueden ser buenas coberturas ante la inflación. No obstante, existe una considerable controversia acerca de la correlación de las *commodities* con la inflación. Vid. Johnson (2020). Recientes informes consideran que la mejor protección contra la inflación es la ofrecida por ciertos artículos de lujo, tales como los bolsos o los relojes de pulsera, además de las obras de arte chinas tradicionales. Vid. Credit Suisse (2022) y Wagstyl (2022).

⁷ La recomendación de la mayor gestora de activos del mundo para sobrepasar los bonos ligados a la inflación, en 2022, es significativa al respecto. Vid. Flood (2022). En el caso español, ya en el año 2017 existía una apreciable demanda de estos activos. Vid. Allen (2017).

⁸ En Estados Unidos, los TIPS ("Treasury-Protected Inflation Securities") adoptan el primer enfoque.

Tabla 1. Títulos de deuda protegidos contra la inflación: esquemas alternativos

Año	Valor nominal (€)	IPC	IPC Var. (%)	Alt. 1: ajuste del valor nominal			Alt. 2: ajuste del tipo de interés		Flujos totales (€)	
				Valor ajus. (€)	Tipo de interés (%)	Intereses (€)	Tipo interés ajus. (%)	Intereses (€)	Alt. 1	Alt. 2
0	1.000	100							-1.000	-1.000
1		110	10,0	1.100	4	44	14,0	140,0	44	140,0
2		120	9,1	1.200	4	48	13,1	130,9	48	130,9
3		130	8,3	1.300	4	52	12,3	123,3	52	123,3
4		140	7,7	1.400	4	56	11,7	116,9	56	116,9
5		150	7,1	1.500	4	60	11,1	111,4	1.560	1.111
								TIR	12,84%	12,62%

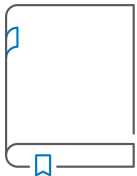
1) actualizando el valor nominal del título, sobre el que se aplicaría un tipo de interés fijo: 2) manteniendo fijo el valor nominal del título, aplicando sobre el mismo un tipo de interés variable, que vaya recogiendo el impacto de la tasa de inflación.

En el cuadro adjunto se ofrece una comparación entre los dos esquemas. Se considera el caso de un título de deuda con un valor nominal inicial de 1.000 euros, con vencimiento a 5 años, y sujeto a un tipo de interés (real) del 4% anual. Los enfoques de cada esquema serían los siguientes: Esquema 1: se aplicaría siempre el mismo tipo de interés sobre un valor nominal actualizado en función de la evolución del índice de precios tomado como referencia. Esquema 2: cada año se tomaría un tipo de interés nominal integrado por el componente real seleccionado (4%) y el componente inflacionario (tasa de variación del índice de precios en cada año). El importe del nominal se mantiene constante.

Como podemos apreciar, los intereses periódicos son muy superiores según el enfoque 2. Para lograr una equivalencia, al menos aproximada, es preciso que el valor de amortización del título en el primer enfoque sea el resultante de actualizar el valor nominal en función del incremento de precios acumulado. Una vez que se introduce este atributo, observamos que las tasas internas de rentabilidad (TIR) obtenidas con los dos enfoques son muy similares.

En el año 2022, los bonos ligados a la inflación se vieron afectados, en el mercado norteamericano, por los mismos factores que los bonos ordinarios. Los primeros solo garantizan un rendimiento real si se mantienen hasta el vencimiento, de manera que son especialmente apropiados para inversores con largos horizontes como los fondos de pensiones y las aseguradoras.⁹ ●

⁹ Vid. Hughes (2023).



BIBLIOGRAFÍA

- Allen, K. (2017): "Strong demand for Spain's €5bn inflation linked-bond", Financial Times, 26 de abril.
- Balz, B. (2022): "Economic education in challenging times", "Financial literacy in crises" conference at the Mannheim Institute for Financial Education (MIFE), Mannheim, 16 de noviembre.
- Banco de España (2018): "Encuesta de Competencias Financieras 2016", https://www.bde.es/f/webbde/SES/estadis/otras_estadis/2016/ECF2016.pdf.
- Credit Suisse (2022): "Collectibles amid heightened uncertainty and inflation", junio.
- Domínguez Martínez, J. M. (2015): "Panorama económico y financiero: cien cuestiones para la reflexión y el debate", Ed. ETC; disponible en www.edufinet.com, EdufiAcademics/Repositorio.
- Duguid, K.; Darbyshire, M.; Thomas, D., y Platt, E. (2021): "Investors pour billion of dollars into inflation-linked assets", Financial Times, 15 de diciembre.
- Edufinet (2018): "Guía Financiera", 6ª ed., Thomson Reuters Aranzadi; www.edufinet.com.
- Flood, C. (2022): "Bond funds recover appeal after painful falls", Financial Times, 3 de octubre.
- Hughes, J. (2023): "Inflation-linked bonds disappoint even as they deliver on their promise", Financial Times, 18 de febrero.
- Johnson, S. (2020): "Inflation protection is doubtful", Financial Times, 12 de diciembre.
- Klapper, L., Lusardi, A., y Ondheussen, P. V. (2015): "Financial literacy around the world: insights from the Standard&Poor's ratings services global financial literacy survey", <http://www.finlit.mhfi.com>.
- Lusardi, A. (2019): "Financial literacy and the need for financial education: evidence and implications", Journal of Economics and Statistics, 155:1.
- Powley, T. (2012): New 'safe havens' for an uncertain future", Financial Times, 24 de agosto.
- Stubbington, T. (2020): "Negative-yielding debt total hits record \$17.05tn", Financial Times, 6 de noviembre.
- Vincent, M. (2012): "Tapping demand for inflation protection", Financial Times, 22 de junio.
- Wagstyl, S. (2022): "The market for collectibles can be volatile but rewarding", Financial Times, 2 de septiembre.

Productos financieros que te protegen de la inflación y te anticipan su evolución

Juan de Lucio, Javier Herrezuelo, Eliseo Navarro

Universidad de Alcalá - UAH

Introducción

Las expectativas sobre la inflación condicionan las decisiones de inversión. Para dar respuesta a la necesidad de cobertura del riesgo de inflación, existen productos como los bonos y *swaps* indexados a la inflación (*Inflation-Linked Bonds* - ILB, *Inflation-Linked Swaps* - ILS) y las opciones sobre inflación. Empleando la metodología adecuada, estos productos permiten extraer las expectativas de inflación de los inversores.

La característica común en dichos productos es que una de las partes cede el riesgo de inflación a la otra, evitando la pérdida de poder adquisitivo. El activo financiero negociado ha de estar indexado a la evolución de un índice de precios. En la eurozona, –bonos, *swaps* y opciones sobre inflación– se suelen indexar al HICPxT (Índice Armonizado de Precios al Consumo de la UE sin Tabaco) aunque algunos países emplean también su índice de precios doméstico.

Este artículo se centra en el estudio de los bonos indexados, ILB. En línea con lo señalado anteriormente, estos activos pretenden garantizar al inversor una rentabilidad real, es decir, en términos de poder adquisitivo, indexando el nominal del bono a un índice de precios que permite calcular la tasa de inflación.

Descripción del producto

Los bonos indexados son un instrumento financiero de deuda predominantemente pública, negociados en los mercados de renta fija de los principales países OCDE e iberoamericanos. Su característica principal es que el nominal del bono y por tanto los flujos de caja que genera (cupones y devolución del nominal) están vinculados a la evolución de un índice que recoge el nivel de precios lo que permite al comprador proteger sus rendimientos frente a incrementos inesperados de la inflación.

Los bonos indexados son ampliamente utilizados por inversores institucionales, como por ejemplo fondos de pensiones para cubrirse de la inflación a medio y largo plazo. Nótese que, desde un punto de vista social, la deuda pública indexada tiene una externalidad

positiva porque hace que los Estados sean más responsables de la sostenibilidad de las finanzas públicas, al reducir los incentivos asociados al uso de inflación para erosionar el endeudamiento real.

La importancia de los productos financieros indexados para el sector asegurador

Las carteras de las compañías aseguradoras han de tener una buena gestión de activos y pasivos. En los negocios enfocados al largo plazo, como por ejemplo los productos de vida-ahorro, cobran especial relevancia los productos indexados porque permiten reducir la incertidumbre sin un excesivo sacrificio en rentabilidad y proteger las provisiones materializadas en renta fija del riesgo de inflación. Además, este tipo de activos son mucho menos sensibles a la variación de los tipos de interés.

Tras más de dos décadas en entornos de inflación controlada, es necesario revisar las metodologías para medir la solvencia de las entidades aseguradoras (pe. SCR, ORSA). El 22 de diciembre del pasado 2022, EIOPA advertía mediante el *Supervisory Statement on Inflation*, del peligro en la subestimación de provisiones técnicas bajo Solvencia II si no se actualizan las hipótesis para su cálculo. Debe tenerse en cuenta que las subidas generalizadas de precios aumentan los costes internos y los de los siniestros, por lo que los activos indexados a la inflación pueden formar parte de la solución a este problema.

El riesgo de inflación es uno de los mayores problemas a los que tienen que enfrentarse los gestores de carteras y, en especial, las carteras de renta fija. Según datos de INVERCO a 31/12/2022 las rentabilidades promedio anuales de planes de pensiones individuales de renta fija o renta fija mixta, no han sido capaces superar a la tasa de inflación ni en el corto ni en el largo plazo.

Debemos notar que los ILB son títulos poco líquidos en el mercado español, en contraste con el norteamericano, donde los US TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) gozan de extraordinaria liquidez. También encontramos mayor liquidez en la deuda soberana indexada de otros países europeos como Francia, Italia o Alemania. Los franceses destacan por su diversidad, existen multitud de plazos largos y *strips*. Los italianos están enfocados a plazos más cortos y los alemanes tienen tan solo cinco referencias en negociación. Las entidades que se han establecido en países iberoame-

ricanos pueden acogerse a un mercado solvente y maduro de bonos indexados en países como México, Brasil, Chile, Colombia o Perú.

Tasa de inflación de equilibrio

La *tasa de inflación de equilibrio* (BEIR, *Breakeven Inflation Rate*), es la diferencia entre la TIR de un bono convencional y otro indexado a la inflación (ILB) de plazo similar. Bajo determinadas condiciones la BEIR podría considerarse como una variable *proxy* de las expectativas de inflación. Para poder obtener esta medida de la inflación se ha de ajustar al máximo la calidad crediticia y la coincidencia de los flujos de caja entre ambos productos financieros.

La BEIR es una medida bruta compuesta por la prima de riesgo, una prima de liquidez, la sensibilidad a la variación de tipos de interés (duración), el sesgo de cupón y las expectativas de inflación del mercado. Este último es el que suscita mayor interés y se desea aislar del resto de señales. A continuación, se describen los distintos componentes identificados en la BEIR:

En primer lugar, la **prima de riesgo** engloba el exceso de compensación que requiere el inversor por aquellos factores inciertos que afectan a la rentabilidad esperada del bono y divergen del escenario de seguridad absoluta. De forma empírica se comprueba en los ILB que, generalmente, dicha prima es aproximadamente tres veces inferior respecto a los bonos ordinarios, al neutralizarse el riesgo de inflación. (Apedjinou, Misra & Pradhan, 2006).

Recuadro: Los orígenes de los productos financieros indexados a la inflación

Los orígenes de los ILB se remontan a la segunda mitad del siglo XVIII. Los primeros bonos indexados fueron emitidos en 1780, durante la Guerra de Independencia de EEUU, por la Mancomunidad de Massachusetts bajo el nombre de *depreciation notes*. Aseguraban pagos a los soldados corregidos por la elevada inflación durante periodos de guerra.

La precuela a la creación de estos bonos podemos encontrarla en el gobierno de la Colonia de la Bahía de Massachusetts, cuando recurrió a la impresión en masa de dinero fiduciario para pagar a sus soldados, durante la Guerra del Rey Guillermo (1689-1697) y la Guerra de la Reina Ana (1702-1713) libradas entre Francia e Inglaterra en territorio colonial norteamericano. El papel moneda, rápidamente fue canjeado en el mercado por los soldados, expandiendo la inflación generalizada al conjunto de la economía. Esta praxis de envilecer la moneda, habitual en la época, fue estudiada por el padre Juan de Mariana, insigne alumno de la Universidad de Alcalá, en su tratado *De monetae mutatione* (1609).

En 1777, la Colonia de Massachusetts promulgó una ley "para prevenir el monopolio y la opresión", con el objetivo de fijar los precios de 50 bienes de primera necesidad; la cual fracasó. En 1780, en plena Guerra de Independencia de EEUU, la pérdida de valor del salario de las tropas norteamericanas conllevó motines y arduas protestas, llegando a un punto en el que la situación era insostenible. A raíz de una misiva emitida por el Congreso de los EEUU en 1779, a finales de dicho año los legisladores de Massachusetts convinieron en la creación del bono indexado a la variación de precios de cuatro productos básicos para entregar a sus tropas, mediante una ley promulgada el 13 de enero de 1780.

A continuación, se reproduce la inscripción que figuraba en los bonos:

Tanto el capital como los intereses a ser pagados en dinero corriente de dicho Estado, en una suma mayor o menor, según cinco fanegas de maíz, sesenta y ocho libras y cuatro séptimas partes de libra de carne de ternera, diez libras de lana de oveja y dieciséis libras de piel legítima costarán entonces, más o menos de ciento treinta libras en moneda corriente, a los precios vigentes en ese momento de dichos artículos. Siendo esta suma treinta y dos veces y media lo que las mismas cantidades de los mismos artículos costarían a precios fijados para ellos en la Ley de este Estado hecha en el año de nuestro Señor mil setecientos setenta y siete, intitulada "Una Ley para Prevenir el Monopolio y la Opresión". (Shiller, 2003).

Es sin duda curioso, el primer esbozo de cesta de bienes para calcular un índice de precios corrientes a la que fueron ligados los bonos. Dicho índice equivalía a 4 unidades monetarias en 1777 y a 130 u.m. en 1780, lo que da una idea de la elevada inflación de la época. Los bonos tuvieron una gran acogida, mas su emisión terminó abruptamente tras una ley de 1786.

Los gobiernos de algunos países recuperaron el interés en estos bonos en la segunda mitad del siglo XX: Finlandia (1945), Israel e Islandia (1955), Brasil (1964), Chile (1966), Colombia (1967), Argentina (1972), Reino Unido (1975), Australia (1985), México (1989), Canadá (1991), Suecia (1994), Nueva Zelanda (1995), Estados Unidos (1997) y Francia en 1998, que lanzó los primeros bonos indexados a la inflación de la eurozona. (Shiller, 2003).

Por el contrario, el comprador de un ILB está dispuesto a pagar un sobrepago al emisor por cubrir el riesgo de inflación hasta el vencimiento del título. Algunos países como EEUU, Suecia, Francia, España o Italia incluyen una opción sobre la deflación implícita en sus ILB, que se repercute en el precio. Esta opción consiste en que si el índice de precios cae por debajo de su valor en la fecha de emisión, escenario de deflación, el nominal del bono se mantiene en el 100% y se siguen percibiendo íntegramente su cupón y nominal (James, Leister & Rieger, 2023).

La prima de **liquidez** es el componente de mayor tamaño tras las expectativas de inflación. Dada la naturaleza ilíquida de los ILB, es necesaria una considerable compensación por la tenencia de dichos instrumentos con menor negociación en los mercados. Algunos modelos complejos como el DKW (d'Amico, Kim & Wei, 2018), la calculan de forma endógena; otra aproximación, consiste en tomar el diferencial entre la BEIR y un ILS (*Inflation Linked Swap*) con características semejantes, dado que los contratos swap vinculados a la inflación son mucho más líquidos (Christensen & Gillan, 2011).

La duración se define como la sensibilidad en el precio de los bonos frente a variaciones en los tipos de interés nominales. La sensibilidad de los bonos indexados a la inflación a los tipos de interés nominales, es aproximadamente la mitad de la de los bonos no indexados de características similares (Apedjinou, Misra & Pradhan, 2006). Aun así, con plazos de dos o tres décadas

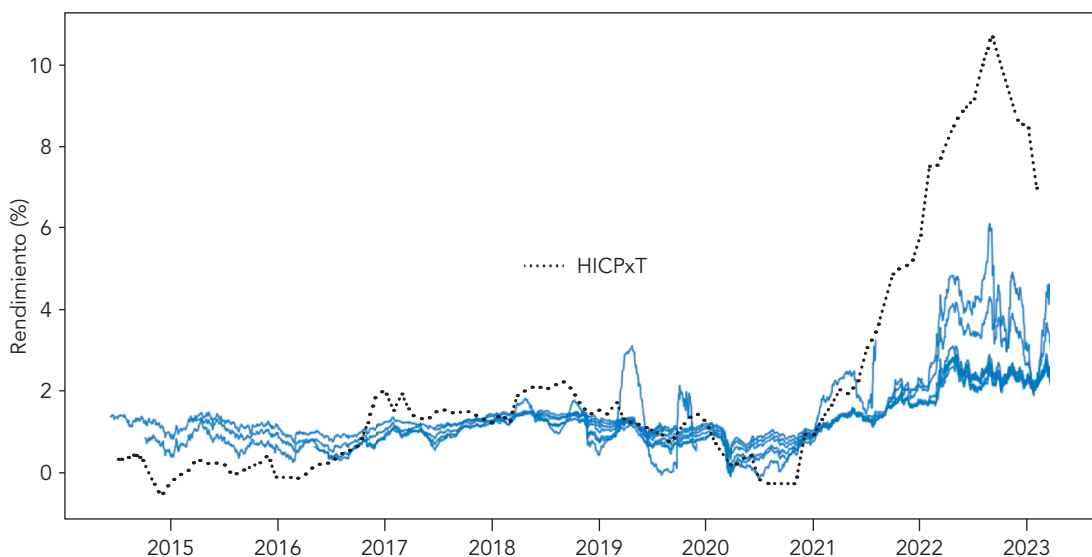
al vencimiento, la sensibilidad a los tipos de interés de estos bonos es un factor importante a evaluar, como en cualquier bono, aunque debe señalarse que en el caso de los ILB esta valoración es más compleja por varios motivos entre los que podemos señalar que los flujos de caja de los ILB son inciertos.

Los cambios en los tipos de interés nominales pueden deberse a variaciones en las expectativas de inflación y a variaciones en los tipos de interés reales. Si dichos cambios son consecuencia de incrementos en las variaciones de las expectativas de inflación, la mayor tasa de descuento se ve compensada por expectativas de mayores flujos de caja, por tanto, el precio del bono no es alterado. Sin embargo, si los cambios en los tipos de interés nominales son consecuencia de variaciones en los reales, sí afecta al precio de los bonos indexados porque implica una variación en la tasa de descuento no compensada por expectativas de mayores (o menores) flujos de caja.

El **sesgo de cupón** se define como la diferencia entre el tipo de interés al contado (cupón cero) y la TIR de un bono con el mismo plazo. Por tanto, si la BEIR se calcula a partir de bonos con cupones diferentes, la BEIR va a incluir el sesgo del cupón con independencia de cuales sean las expectativas de inflación, liquidez, etc.

Por último, las **expectativas de inflación** se obtienen tras detraer los anteriores componentes de la BEIR. Estas expectativas de inflación hacen referencia a la inflación anual media hasta la fecha de vencimiento

Gráfico 1. Breakeven Inflation Rate de los Bonos Indexados españoles e HICPxT



NOTA: Las líneas azules se corresponden con las diez BEIR a partir de bonos indexados con vencimientos el 30-11-2019/21/23/24/27/30/33/48/49/50.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Eikon Refinitiv.

del bono. Lógicamente cuando mayor es el plazo hasta el vencimiento del bono, menos volátil va a ser el BEIR. Por el contrario, para bonos cercanos al vencimiento cambios bruscos en las expectativas a corto plazo en la tasa de inflación se trasladan inmediatamente a la BEIR. Se puede contrastar que a mayor plazo hasta el vencimiento del bono, la BEIR se ajusta más a las tasas de inflación fijas pactadas en los ILS. Las expectativas de inflación recogidas en la BEIR pueden considerarse como un indicador de la transmisión de la política monetaria a los mercados financieros. También, actúan como termómetro de la incertidumbre de los inversores y como pronóstico a futuro cuando se combinan con medidas *forward*. (García & Van Rixtel, 2007).

Actualmente en España se están negociando ocho bonos indexados, aproximadamente el 5% del volumen total de su renta fija en circulación, equivalente a 71.809,3 millones de euros. El primer bono indexado fue emitido el 20/05/2014 y vencerá en 30/11/2024.

En el Gráfico 1, también se muestran las BEIR de los dos bonos históricos, amortizados en 2019 y 2021. En la leyenda, se especifica el vencimiento del bono indexado representado en cada BEIR. En el Gráfico 1 se incluye además el HICPxT con un retraso de dos meses, ya que este es el retardo que se aplica en el coeficiente de indexación del nominal de los bonos.

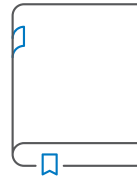
Hay mayor ruido en la BEIR de España en comparación con la de otros países europeos analizados, dotados de un mercado más consolidado y de mayor volumen. Las causas de la disparidad pueden estar relacionadas con asimetrías en la negociación de bonos nominales e indexados, diferencias de plazo al emparejarlos... Por estos motivos, se recomienda emplear una muestra conjunta de todos los bonos disponibles con sus distintos plazos; interpretando las señales que nos brinda cada par.

Como se puede apreciar en el Gráfico 1, sobre todo en los correspondientes a los bonos con vencimientos más cercanos y en las comparaciones con ILS de igual horizonte temporal, la BEIR tiene tendencia a infraestimar la inflación. De todas formas, el HICPxT y la BEIR no son comparables porque el primero mide la inflación anual pasada y la BEIR las expectativas de inflación anuales medias hasta el vencimiento del bono. De hecho, la BEIR se toma como un indicador más direccional que cuantitativo de la inflación.

Conclusiones

Los ILB son instrumentos capaces garantizar rendimientos reales, es decir en términos de poder adquisitivo, a la par que contienen información sobre las expectativas de

inflación en los mercados financieros. En España, aún no se ha desarrollado un mercado consolidado de productos indexados a la inflación en contraste con otros países occidentales con mercados más líquidos y profundos, como Chile, Francia, Reino Unido, Estados Unidos, Alemania o Italia. Los ILB son un instrumento de gran valor para las compañías aseguradoras, siendo especialmente propicios en ramos como el vida-ahorro o aquellas carteras que necesiten mitigar riesgos y en particular el riesgo de inflación. La BEIR es una medida bruta compleja, adecuada para medir tendencias de inflación, pero no niveles. En el corto plazo, las señales que brinda son volátiles y por ello hay que tomarlas con precaución. La información recogida en las negociaciones de ILB arroja un escenario de inflación por encima de los objetivos de la política monetaria hasta finales de 2024 y una aproximación al objetivo del BCE para plazos más largos. ●



BIBLIOGRAFÍA

- Apedjinou, K.; Misra, P. & Pradhan, A. (2006). A TIPS Valuation Framework. Lehman Brothers.
- Christensen, J. & Gillan, J. (2011). TIPS liquidity, breakeven inflation, and inflation expectations. FRBSF Economic Letter.
- d'Amico, S., Kim, D. H., & Wei, M. (2018). Tips from TIPS: the informational content of Treasury Inflation-Protected Security prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(1), 395-436.
- EIOPA. (2022). Supervisory statement on inflation. [Documento Web]. Recuperado de: https://www.eiopa.europa.eu/document/download/d00588cb-a87a-49c8-9bc1-62be1a16af2b_en?filename=Supervisory%20statement%20on%20inflation.pdf
- García, J. & Van Rixtel, A., (2007). Inflation-linked Bonds from a Central Bank Perspective. Occasional Paper Series, European Central Bank.
- James, J., Leister, M., & Rieger, C. (2023). Inflation-Linked Bonds and Derivatives: Investing, hedging and valuation principles for practitioners. Walter de Gruyter GmbH & Co KG.
- Krämer, W. (2017). An Introduction to Inflation-Linked Bonds. LAZARD Asset Management.
- Lettieri, J.; O'Donnell, G. et al. (2019). Inflation Linked Bonds. *Debt Markets and Investments*. (pp. 345-361). Oxford University Press.
- Shiller R. J. (2003). The invention of inflation-indexed bonds in early America. National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 10183.

Coberturas de tipos de interés: su importancia en el entorno de tipos actual

Patricia Alonso Cadenas // Economista del Banco Santander

Con el objetivo de combatir la inflación, el Banco Central Europeo (BCE) comenzó en 2022 un proceso de subidas rápidas e intensas de sus tipos de interés. Y, si bien se espera que moderen el ritmo, probablemente continuarán aumentando durante un tiempo, trasladándose a los tipos de mercado e introduciendo volatilidad.

En este contexto, resulta crítico que las empresas redefinan adecuadamente sus objetivos de gestión del riesgo de tipo de interés y que implanten estrategias para mitigarlo.

Pero, ¿en qué consiste exactamente el riesgo de tipo de interés? El riesgo de tipo de interés se deriva

de la posibilidad de que la compañía¹ se vea impactada negativamente (en sus beneficios, en su patrimonio o en su capacidad de gestión) por las fluctuaciones de las tasas de interés.

Si bien la intensidad del impacto en cada empresa dependerá de su posición financiera y patrimonial, en el contexto actual, con los tipos subiendo fuertemente, las empresas más expuestas al riesgo de tasas de interés son:

- Las compañías con préstamos a tipo variable o que se financian vía mercados. Desde diciembre de 2021, los tipos de interés de los préstamos a empresas han aumentado 2,6 pp en la eurozona, hasta situarse en el 3,81% en febrero de 2023 (Gráfico 1). No se alcanzaban estos tipos desde el año 2009. Por otra parte, la financiación vía mercados también se ha ido encareciendo, de manera significativa, a lo largo del último año.

¹ En este artículo analizamos el riesgo de tipo de interés enfocado en las empresas no financieras.

Gráfico 1. Eurozona. Tipo de interés empresas (nuevas operaciones, %)



Fuente: Banco Central Europeo (BCE).

- > Las empresas que han invertido en activos de renta fija, como los bonos y las obligaciones, ya que el precio de estos productos disminuye al aumentar los tipos de interés de mercado. En el último año, los precios de estos activos han experimentado una de las correcciones más severas de su historia.
- > Pero, además, la volatilidad de las tasas de interés complica la toma de decisiones de gestión e inversión de todos los negocios, al introducir incertidumbre sobre el nivel de tipos en el futuro y no poder estimar, de manera certera, la rentabilidad de los proyectos a futuro.

Ante estas dificultades, las empresas tienen a su disposición una serie de instrumentos, denominados coberturas de tipos de interés, que les permiten mitigar estos impactos.

De todas las coberturas existentes en el mercado, en este artículo nos centramos en algunas de las más populares, como son los FRAs, los swaps de tipos de interés y las opciones CAP, Floor y Collar, que son derivados financieros con las siguientes características:

- > Permiten delimitar, de antemano, el rango de oscilación de los tipos de interés que va a soportar la empresa (o, incluso, según el producto, el tipo máximo o mínimo específico que va a soportar), lo cual redundará en una mejor planificación financiera.
- > Son independientes de la operación de financiación o inversión que cubren. Por eso, es importante que la cobertura esté lo más adaptada posible al riesgo que se pretende cubrir (entendiendo que no existe la cobertura perfecta). Para ello, se ha de tener en cuenta la duración de la financiación o de la operación de inversión y su sensibilidad ante variaciones de los tipos de interés.
- > En general, las compañías deben pagar una prima por la contratación de estos productos, o bien se puede exigir una garantía (caso de algunos FRAs), por lo que se ha de valorar la relación coste-beneficio de la cobertura.
- > Estos productos financieros se pueden utilizar tanto con fines especulativos como con fines de cobertura. En este artículo, los estamos presentando como objeto de cobertura de tipos de interés.
- > Se negocian de forma bilateral en mercados no regulados, conocidos como *over the counter* (OTC). En estos mercados, las características de los productos no están estandarizadas por lo que

las partes implicadas acuerdan directamente los términos del contrato, adaptándolo a sus necesidades. Las empresas interesadas en protegerse a través de estos instrumentos de cobertura pueden contratarlos directamente en estos mercados o a través de intermediarios financieros.

A continuación, detallamos algunos de los instrumentos de cobertura de tasas de interés más importantes a disposición de las empresas:

Forward Rate Agreement (FRA)

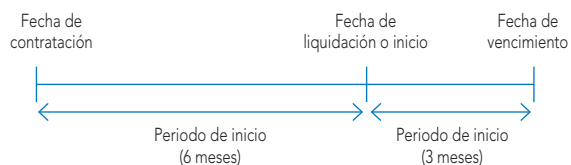
El FRA es un contrato a través del cual la empresa se cubre ante posibles movimientos de los tipos de interés, bien en operaciones de financiación o bien en operaciones de inversión.

A efectos prácticos, vamos a imaginar que la empresa quiere cubrirse de movimientos al alza de los tipos de interés en su financiación, caso representativo de la situación que están soportando actualmente las empresas.

A través del FRA la compañía (que sería quien compra el FRA) y la parte vendedora, que actúa de contraparte, acuerdan un tipo de interés para un determinado periodo, para un importe nominal teórico y con fecha de comienzo futura.

En el momento de la liquidación, el comprador del FRA (la empresa) paga el tipo FRA acordado en el momento de la contratación y la contraparte paga un tipo de interés variable de referencia (por ejemplo, el Euribor a 3 meses).

En concreto, pongamos que la compañía desea protegerse, dentro de seis meses, de una subida de tipos, por un periodo de tres meses, para una cantidad financiada de 30.000 euros. Para ello, podría comprar un FRA_{6/9} por un nominal de 30.000 euros, acordando un tipo de interés del 4%. La notación "6/9" significa que la fecha de inicio del contrato (cuando se liquidan las diferencias de intereses) es a los seis meses, y que el contrato finaliza a los nueve meses, por lo que la vigencia del contrato o el periodo a garantizar serían tres meses (nueve meses menos seis).



En el momento de la liquidación (a los seis meses), la empresa y la contraparte liquidarán los diferenciales entre el tipo de interés pactado (tipo FRA del 4%) y el

Euribor a 3 meses vigente en esa fecha futura. Como se mencionaba, la empresa paga el tipo FRA que se ha pactado y la parte vendedora paga el tipo de interés variable.

Si en el momento de la liquidación el Euribor a 3 meses es superior al 4%, la parte vendedora del FRA es quien debe asumir la diferencia y, si es inferior, es la empresa quien asume la diferencia hasta el tipo contractual.

Por tanto, el comprador del FRA (la empresa de nuestro ejemplo) se está protegiendo de que los tipos suban por encima del 4%.

Swap de tipo de interés

También conocido como permuta financiera de tipos de interés o IRS, por sus siglas en inglés.

Este producto permite convertir el tipo de interés variable de una operación de inversión o financiación en un tipo fijo.

De nuevo, a efectos prácticos, vamos a centrarnos en una operación de financiación, en la que la empresa quiere protegerse de futuras subidas de tipos de su préstamo con tipo de interés variable.

A través del swap, la empresa y la contraparte se comprometen a intercambiar, en determinadas fechas del futuro, un flujo de intereses sobre el nominal del contrato, durante un periodo determinado.

La compañía realizará pagos en base al tipo de interés fijo pactado (tipo swap), mientras que la parte vendedora hará pagos en base a un determinado tipo de interés variable de referencia (por ejemplo, el Euribor a 12 meses). No obstante, no se producen dos pagos de flujos, sino que se hace una liquidación por diferencia entre el tipo de interés variable de referencia y el tipo swap acordado sobre el nominal.

En cada fecha de liquidación se procederá de la siguiente forma: si el Euribor a 12 meses es mayor que el tipo swap, la liquidación sale positiva a favor de la empresa, por lo que recibirá, por parte del pagador a tipo variable, la diferencia correspondiente al importe de liquidación. Si el Euribor a 12 meses es menor que el tipo swap, la liquidación sale negativa para la empresa, quien deberá pagar la diferencia al pagador a tipo variable.

La mayor ventaja de este producto es que, pase lo que pase con el índice de referencia, la empresa se asegura pagar una cierta cantidad (determinada por el tipo de interés fijo) que se presupone que estaba dispuesta a desembolsar, ya que así lo estipuló en el contrato.

El principal inconveniente es que la empresa no se beneficiaría en el caso de que el tipo de interés de referencia (en este caso, el Euribor a 12 meses) baje.

Opción CAP o Tipo de interés máximo

Por sus características, este producto es un instrumento de cobertura diseñado, fundamentalmente, para préstamos o créditos.

A través de su contratación, la empresa se protege frente a subidas de tipos de interés, asegurándole un coste máximo de su financiación.

Para contratar este producto, la empresa debe pagar una prima, independientemente de que ejerza o no la opción en el futuro.

A cambio de este pago, la compañía tiene derecho a recibir, en el momento de la liquidación, una liquidación positiva si el tipo variable de referencia fijado para cada periodo de revisión (imaginemos, el Euribor a 3 meses) es superior al tipo CAP. Si el Euribor a 3 meses es igual o inferior al tipo CAP, la empresa no ejercerá la opción y no recibirá ninguna liquidación a su favor (pero tampoco tiene que asumir ningún coste, más allá de la prima).

Por tanto, la empresa tan solo asume la prima desembolsada. Y, como ventaja frente al swap, le permite a la compañía no solo fijar el tipo de interés máximo en la cuota de sus préstamos, sino también beneficiarse de las bajadas de tipos.

Opción Floor

Es lo opuesto a un CAP. La opción *Floor* protege a la empresa frente a bajadas de tipos de interés asegurándole, por tanto, una rentabilidad mínima en su inversión.

Si bien en las circunstancias actuales, con los tipos de interés subiendo, la opción *Floor* parece menos relevante, es un instrumento a considerar por aquellas empresas que hayan invertido a largo plazo y cobren intereses a tipo variable por estas inversiones.

Como en el CAP, la compañía debe pagar una prima, independientemente de si ejecuta o no la opción. La principal ventaja es que, aparte de asegurarse esa rentabilidad mínima, no renuncia al beneficio que le supondría una revisión al alza de los tipos de interés.

El inconveniente es que, en caso de que el tipo de interés de mercado se sitúe por encima del tipo *Floor*, la empresa tiene que seguir pagando la prima, aunque no ejecute la opción.

Opción Collar

La opción Collar es una combinación de una compra (o venta) de una CAP con una venta (o compra) de una Floor.

Mediante este instrumento, la empresa limita las variaciones de tipos de interés, estableciendo un tipo máximo y un tipo mínimo durante un periodo determinado de tiempo y para un importe específico. Se crean así "bandas de protección", limitadas por un techo y un suelo. Por tanto, la empresa está dispuesta a asumir cierta fluctuación en los tipos de interés, dentro de esa franja.

Si la empresa quiere protegerse frente a una subida de los tipos de interés compraría el CAP y vendería el Floor. Si quiere protegerse frente a una bajada haría lo opuesto: vendería el CAP y compraría el Floor.

Supongamos que la empresa quiere protegerse de una subida de tipos de interés en su financiación. La entidad financiera podría ofrecerle entrar en un Collar fijando, por ejemplo, un tipo CAP del 5% y un tipo Floor del 2%. La empresa, para cubrirse ante esa posible subida de tipos, a la hora de contratar el Collar acordará comprar el CAP y vender el Floor. Es decir, se está cubriendo contra la subida de tipos de interés por encima del 5% pero simultáneamente contra la obligación de pagar al vendedor del Collar (la entidad

financiera) si el tipo de interés desciende por debajo del tipo Floor.

Si, en el periodo de liquidación establecido, el tipo de interés de referencia (imaginemos, el Euribor a 12 meses) supera el 5%, la empresa cobrará por el CAP comprado y no tendrá que pagar nada por el Floor vendido. Si el Euribor a 12 meses se mueve entre el 5% y el 2%, la empresa no ejecuta la opción y no cobrará ni pagará nada. Finalmente, si el Euribor a 12 meses es inferior al 2%, la empresa deberá pagar la diferencia entre el tipo CAP y el Floor.

Por tanto, cuando el tipo es más alto que el 5%, la carga de intereses se ve rebajada por lo que se cobra del CAP, sin embargo, se elimina la posibilidad de que la empresa pueda beneficiarse en caso de que el Euribor a 12 meses se sitúe por debajo del tipo Floor.

La prima del Collar es la diferencia entre el coste de un contrato CAP y un contrato Floor. Y, como es lógico, el coste dependerá de los límites de los tipos de interés establecidos. Sin embargo, en muchos Collar se tiende a que el coste sea nulo.

Estas son solo algunas de las coberturas más conocidas para cubrirse frente al riesgo de tipo de interés. Existen otras, y diferentes variantes de las aquí expuestas. En cualquier caso, lo importante es que la empresa sea consciente de la importancia de una gestión proactiva de este riesgo, sobre todo en el contexto actual de subida de tipos y volatilidad. ●



Foto: iStock.com/Natali_Mis

Los efectos de la nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo sobre la deuda pública española

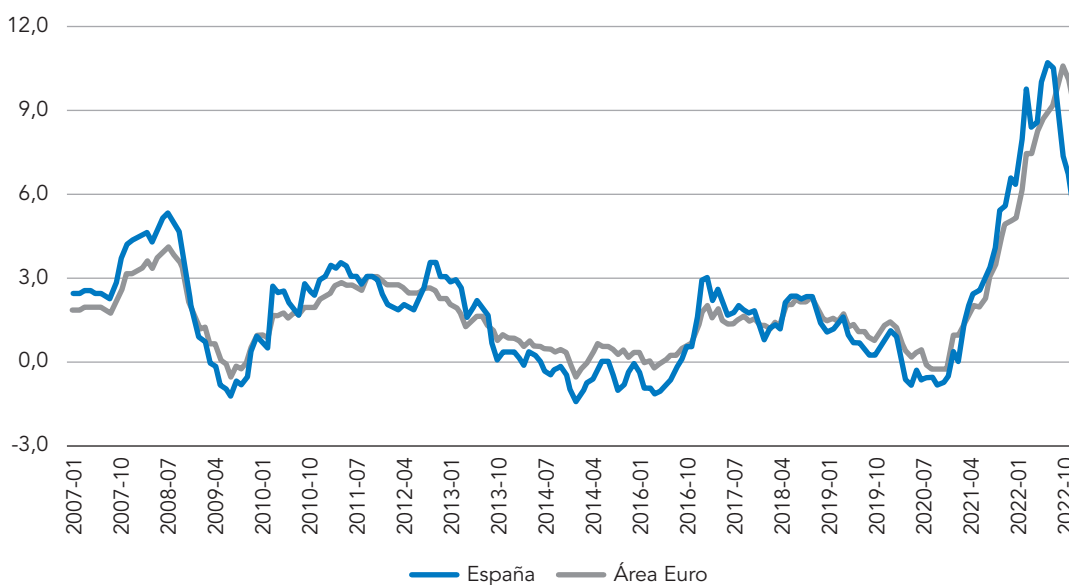
Rubén Mora Ruano // Profesor. Universidad Autónoma de Madrid (UAM)

La crisis financiera y económica mundial de 2008 puso de manifiesto la enorme dificultad que tuvieron algunos países de la eurozona para cumplir con los límites cuantitativos de déficit y deuda pública establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC): el 3% y el 60% del PIB, respectivamente. A pesar del periodo de recuperación económica iniciado en 2014, los niveles de endeudamiento público no consiguieron reducirse substancialmente, tal y como se habría esperado, llegándose a la antesala de la crisis sanitaria de la COVID-19 con valores excesivamente elevados, en torno al 100% del PIB en el caso español. Durante los años anteriores al inicio de la pandemia ya se venía advirtiendo de la necesidad de llevar a cabo políticas fiscales que condujeran a una senda de reducción sistemática de la deuda que, en última instancia, permitiese obtener un margen de maniobra suficiente para afrontar futuras recesiones o shocks económicos inesperados.

La crisis del coronavirus ha complicado aún más el panorama de los países que comparten la moneda única desde el punto de vista de las finanzas públicas. Desde las instituciones comunitarias se tuvo que activar la cláusula de escape del PEC, permitiéndose la desviación temporal de los objetivos presupuestarios al experimentarse una circunstancia que se situaba fuera del control de los gobiernos. Como consecuencia de las políticas económicas expansivas que se implementaron para amortiguar la abrupta caída de la producción en 2020, ningún país de la zona euro logró respetar el límite del 3% de déficit, y únicamente ocho de ellos mantuvieron al finalizar citado ejercicio un nivel de deuda pública por debajo del 60%. Para entender la situación en la que nos encontramos actualmente es preciso retrotraernos en el tiempo y recordar cuál fue la actuación de las autoridades para dar respuesta a las turbulencias económicas y financieras generadas por la Gran Recesión.

La crisis de deuda soberana, que golpeó con fuerza los cimientos del euro en torno a 2011, a causa en buena medida del deterioro de las finanzas públicas

Gráfico 1. Tasa de inflación (%) a través del Índice de Precios al Consumo Armonizado (IPCA)



Fuente: Elaboración propia a partir del Banco Central Europeo.

griegas, pero también de otros países como España o Portugal, provocó el incremento desorbitado de las primas de riesgos (o diferencial del tipo de interés con respecto al bono alemán a 10 años), que en el caso de nuestro país llegó a superar la vertiginosa cifra de los 600 puntos básicos. Si bien hasta ese momento la actuación del Banco Central Europeo (BCE) había sido más bien discreta, la peligrosa deriva que estaba tomando la situación obligó finalmente a una actuación firme por parte de la propia institución. De sobra son conocidas las palabras del que en aquel momento era su presidente, Mario Draghi, pronunciadas a finales de julio de 2012 en el punto más álgido de la crisis de deuda, y que supusieron un bálsamo para la prima de riesgo de los países: "El Banco Central está dispuesto a hacer todo lo que sea necesario para preservar el euro. Y créanme, eso será suficiente" (Draghi, 2012). El mensaje fue efectivo para calmar los mercados financieros: prueba de ello fue que la prima de riesgo española cayó alrededor de 70 puntos básicos en solo dos días. Además, era importante que las palabras se correspondiesen con los hechos, lo que llevó a la intervención en los mercados secundarios de deuda pública mediante la compra de títulos soberanos, disminuyendo su rentabilidad y dotando a la economía de abundante liquidez, lo que terminó empujando a la baja los tipos de interés.

Pero para comprender completamente el bajo nivel de tipos de interés que existía dentro de la eurozona con anterioridad a la crisis sanitaria es necesario, además, hacer referencia al concepto de *tipo de interés natural*, que se define como el tipo de interés real que es necesario alcanzar para que la economía se sitúe en su nivel potencial y la inflación se estabilice en su objetivo, que en el caso del BCE se fija justamente en el nivel del 2% medido sobre el Índice de Precios al Consumo Armonizado (IPCA). En los últimos años el tipo de interés natural se ha reducido sensiblemente en los países más avanzados como consecuencia de los cambios demográficos, la reducción sistemática de la productividad y el aumento de la desigualdad (Hernández de Cos, 2021). Estos factores explicarían el aumento de los volúmenes de ahorro y la caída de la demanda de crédito para acometer inversiones, que, conjuntamente, habrían presionado a la baja el tipo de interés. En este sentido, el envejecimiento poblacional ha aumentado el ahorro para complementar las pensiones públicas de jubilación, la baja productividad ha disminuido la demanda de crédito para llevar a cabo proyectos empresariales y, adicionalmente, las rentas más elevadas tienen una mayor propensión al ahorro. El problema subyace en que el tipo de interés real, diferencia entre el tipo nominal y la inflación esperada, solo puede ser con-

trolado por las autoridades monetarias nominalmente y, además, existe una clara asimetría entre los periodos deflacionarios e inflacionarios. Los bancos centrales solo pueden reducir el tipo de interés nominal hasta un cierto límite (generalmente el 0%) para intentar estimular la demanda agregada e impulsar el crecimiento económico. Establecer tipos nominales excesivamente bajos puede generar problemas importantes en las entidades financieras privadas, que se podrían traducir, por ejemplo, en una retirada masiva de fondos. En 2014, en un contexto en el que la inflación era prácticamente nula y con la imposibilidad de reducir aún más los tipos, el BCE empezó a aplicar *medidas no convencionales de política monetaria* de tono expansivo, como fue el caso de las *Quantitative Easing (QE)*, que consistieron en la compra masiva de títulos públicos cuyo objetivo era reducir el coste de financiación de la deuda soberana de los países y a su vez impulsar la rentabilidad de otros instrumentos financieros como las acciones o los bonos de empresas.

Los estímulos monetarios han podido prolongarse mientras no han existido riesgos relacionados con el nivel de precios. De hecho, la acción decidida del BCE conducente a la mitigación de los efectos de la pandemia fue indispensable para evitar el derrumbamiento de las economías y combatir la deflación experimentada por la paralización de la actividad. Sin embargo, la progresiva vuelta a la *nueva normalidad*, con la apertura paulatina de los países, ha generado problemas en la cadena de suministros mundial principalmente por los distintos ritmos en el levantamiento de las restricciones sanitarias. En este sentido, se han experimentado reducciones significativas por el lado de la oferta, que, junto al repunte de la demanda por el fin del confinamiento, han impulsado los precios en sentido ascendente. Adicionalmente, las consecuencias políticas y económicas del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, iniciado en febrero de 2022, han contribuido al encarecimiento sistemático de los precios de la energía y de los alimentos, lo que ha alimentado aún más la inflación durante los últimos meses.

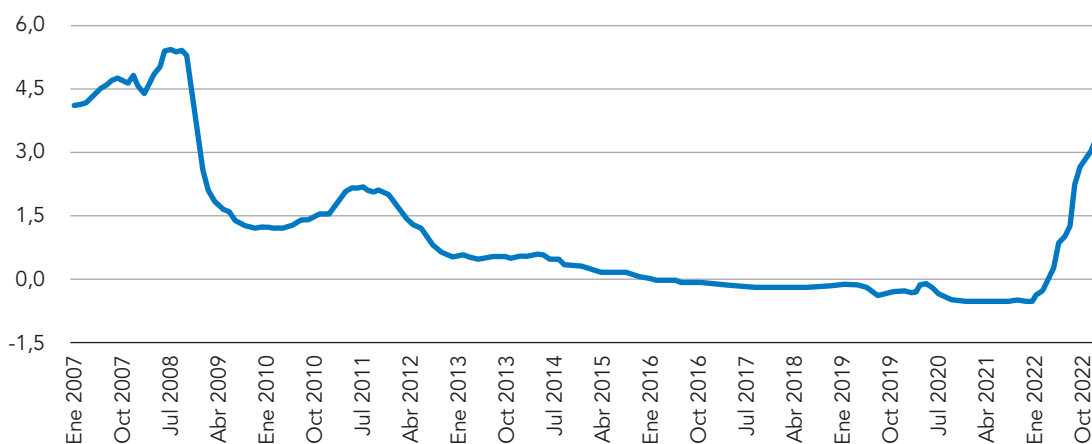
Ante este cambio de tendencia en los precios el BCE ha tenido que modificar radicalmente su hoja de ruta. Los elevados niveles de inflación alcanzaron su pico en el conjunto de eurozona a finales de 2022 (en torno al 10,5%), muy por encima del objetivo monetario, lo que supone un riesgo importante para la estabilidad macroeconómica y financiera de los países. A diferencia de los periodos deflacionarios, donde el tipo de interés tiene un suelo que no es recomendable sobrepasar, en los momentos de fuerte repunte de los precios la política monetaria es más eficaz ya que existe un mayor margen para incrementar los tipos nominales. Esta es la asimetría a la que se ha hecho referencias en párra-

fos anteriores. Y esa ha sido la línea que se ha tenido que seguir, lo que sin duda tendrá repercusiones en el corto plazo. Según datos del Banco de España, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se ha incrementado desde el 0,5% en julio de 2022 hasta el 3% en febrero de 2023. Además, el repunte del Euribor a un año ha supuesto un movimiento desde valores negativos hasta situarse en el 3,53% en esa misma fecha, lo que encarecerá las hipotecas de muchas familias y contribuirá sin duda a enfriar el mercado inmobiliario y la economía en su conjunto.

La subida de los tipos de interés acarreará también consecuencias para la deuda pública. El tipo de interés

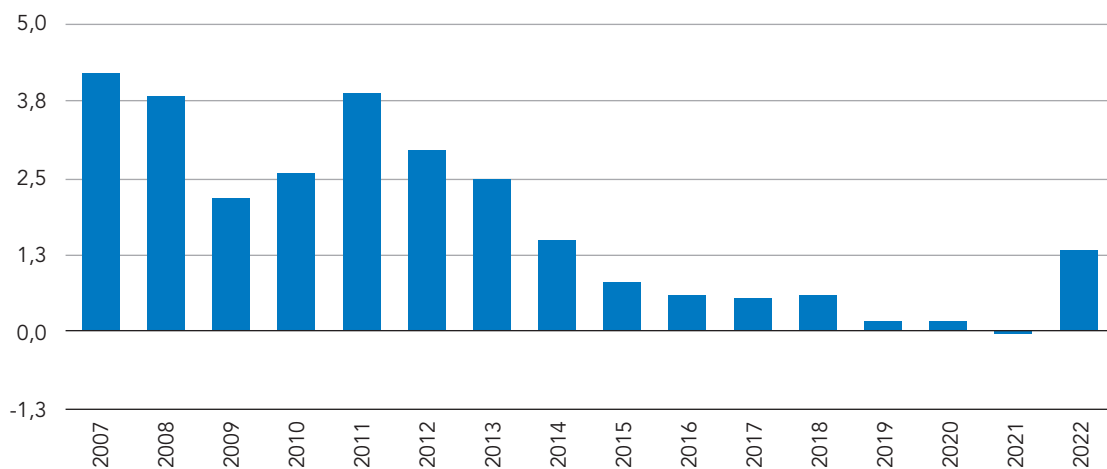
efectivo de las nuevas emisiones del Estado español ha pasado de tomar valores negativos en 2021 a alcanzar el 1,3% en 2022. Si los gobiernos quieren seguir colocando sus títulos de deuda en el mercado tendrán que ofrecer una mayor rentabilidad para captar a los inversores. Aunque a corto plazo los efectos del incremento del coste financiero no tendrán repercusiones notables, la elevación de la carga de intereses obligará a llevar a cabo medidas de ajuste adicionales para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas si la situación persiste en el tiempo. En todo caso, no debe perderse de vista que la carga de la deuda supone un gasto improductivo con un coste de oportunidad importante, ya que puede obligar a redu-

Gráfico 2. Euribor a 12 meses (%)



Fuente: Elaboración propia a partir del Banco de España.

Gráfico 3. Tipo de interés efectivo de las nuevas emisiones deuda del Estado, España 2007-2022 (%)

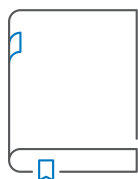


Fuente: Elaboración propia a partir del Banco de España.

cir las partidas presupuestarias en otros ámbitos críticos, como la sanidad o la educación, con importantes repercusiones sobre el nivel potencial de crecimiento de las economías. Teniendo en cuenta que el stock de deuda pública española se situaba en el tercer trimestre de 2022 en valores ya de por sí muy elevados (115,6% sobre el PIB según el Banco de España), las circunstancias apremian a llevar a cabo medidas de consolidación fiscal que persigan su disminución. Ello se justificaría, además, dada la existencia en la literatura de evidencias que relacionan la persistencia en el tiempo de altos valores de deuda pública con un menor crecimiento económico (Abbas et al.,2013; Afonso y Alves,2015; Checherita-Westphal y Rother,2012; Doménech y González-Páramo,2017; Eberhardt y Prestibero,2015; Sutherland et al., 2012). Por otro lado, aunque el mantenimiento de elevados niveles de inflación no es deseable desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica, ha de señalarse que tiene un efecto positivo al contribuir a la reducción del valor de la deuda pública. No obstante, en un contexto de aplicación de políticas económicas contractivas existe un

riesgo adicional: si la brecha entre el tipo de interés y el crecimiento económico se hace más amplia, el riesgo de insostenibilidad de la deuda será mayor, pudiéndose reducir aún más las expectativas de crecimiento. Por tanto, ello supondría un argumento adicional para la prudencia fiscal de los países, que ayudaría en la lucha contra la inflación y a la vuelta hacia la senda del cumplimiento de los compromisos presupuestarios asumidos con Europa.

Para finalizar esta reflexión, debe tenerse en cuenta que el mayor atractivo de los títulos de deuda del Estado, cuya demanda ya se está incrementando, aumenta la competencia en la captación de los fondos disponibles y puede reducir la rentabilidad económica y financiera de otros sectores, incluyendo la industria de los seguros. Pero estas circunstancias coyunturales no deben verse exclusivamente desde una perspectiva negativa: la subida de las tasas de interés puede resultar beneficiosa al reducir el valor descontado de los pasivos a largo plazo incluidos en los balances de las compañías aseguradoras. Además, el actual escenario inflacionario puede ser también una oportunidad por la elevación de las primas en aquellos nichos de mercado donde existen posibilidades de crecimiento (Cruz, 2022). ●



BIBLIOGRAFÍA

- Abbas, S.A., Akitoby, B., Andritzky, J., Berger, H., Komatsuzaki, T. and Tyson, J. (2013). *Dealing with high debt in an era of low growth*. International Monetary Fund Staff Discussion Note SDN/13/07, September 2013.
- Afonso, A., and Alves, J. (2015). The role of government debt in economic growth. *Hacienda Pública Española, Review of Public Economics*, 215-(4/2015), 9-26.
- Aguilar, P., Arce, O., Hurtado, S., Martínez-Martín, J., Nuño, G., Thomas, C. (2020). La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis de la Covid-19, *Papeles de Economía Española*, n°165.
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (2022). *Observatorio de deuda*, noviembre 2022.
- Checherita-Westphal, C. and Rother, P. (2012). The impact of high government debt on economic growth and its channels: an empirical investigation for the euro area. *European Economic Review*, 56, 1392-1405.
- Cruz, M. (2022). Inflación y seguros. *Revista Fasecol-da*, (188), 8-13.
- Doménech, R. y González-Páramo, J.M. (2017). Estabilidad presupuestaria y reformas estructurales en España: lecciones de la crisis y opciones de futuro. *BBVA Research, EWatch*, 13 de junio, 2017.
- Draghi, M. (2012). *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi*. Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012. European Central Bank.
- Eberhardt, M. and Presbitero, A.F. (2015). Public debt and growth: heterogeneity and non-linearity. *Journal of International Economics*, 97, 45-58.
- Hernández de Cos, P., López, D., Pérez, J.J. (2018). *Los retos del despalancamiento público*. Documentos ocasionales n°1803, Banco de España.
- Hernández de Cos, P. (2021). *La nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo*, IESE Business School, Barcelona.
- Sutherland, D., Hoeller, P. and Merola, R. (2012). *Fiscal consolidation: Part 1. How much is needed and how to reduce debt to a prudent level?* OECD Economics Department Working Papers, No.932.

La inflación que nos viene

Manuel Alejandro Hidalgo Pérez // Universidad Pablo de Olavide de Sevilla

No cabe duda de que a muchos el actual episodio de inflación les ha alcanzado sin referencias teóricas más allá que las surgidas hace ya más de cuatro décadas. La estanflación dejó marcada una generación, no solo de ciudadanos sino también de economistas. Las herramientas de análisis de la inflación de hoy, para no pocos, se basan en buena parte en aquellas que se aprendieron en los años de la gran inflación. Sin embargo, el episodio de inflación actual es idiosincrásico a lo que hoy ocurre y solo podremos entenderla con una lectura actualizada en cuanto a los elementos que la caracterizan y la causan.

La Gran Moderación, episodio iniciado en los ochenta y que permitió a las economías occidentales vivir una etapa de crecimiento junto con inflación baja, ha provocado que, cuando la inflación ha vuelto a aparecer, muchos de los análisis han adolecido de estar particularmente desactualizados. Tanto la comprensión de la naturaleza de la inflación como de las propias definiciones que de esta se han realizado han sido el talón de Aquiles de no pocas propuestas, que han fallado, a veces, en lo más trivial.

A esta falta de conocimiento de nuevas herramientas surgidas en las últimas décadas gracias a un avance teórico y empírico no ayuda, además, que la inflación no deja de ser un fenómeno económico que es medido mediante técnicas que no son perfectas. El Índice de Precios al Consumo, mejor indicador de dicho fenómeno, realizado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), es deudor de las metodologías y definiciones que lo acompañan, por lo que es menester conocer tales definiciones para comprender, además, qué tipo de inflación estamos experimentando y por qué.

Este es el caso particular de la inflación que denominamos subyacente. Para la medición de este fenómeno económico, tan importante para el diseño de la política económica y particularmente la monetaria, la llamada "core inflation" en inglés, debe medirse aquella inflación que es generada por las fuerzas subyacentes o fundamentales de la economía. El problema es que, a veces, la confusión derivada de la no actualización de la caja de herramientas del análisis de la inflación se ensancha por culpa de las definiciones que dan a los indicadores de precios y con ello de la inflación medida por quienes se encargan de publicar los datos.

Así, para España, el INE publica dos definiciones diferentes de la inflación subyacente. Por un lado, la que publica como tal (según propia definición del INE) a partir de los datos del IPC general y que corresponde a la evolución de los precios salvo alimentos frescos y energía. En segundo lugar, y con la aparición del dato definitivo a mediados del mes siguiente al que corresponde la publicación de este, el INE publica una subyacente armonizada y que se diferencia de la anterior en dos cosas. En primer lugar, en que es la que se remite a la oficina estadística de la Unión Europea (Eurostat) y que sirve de comparación con la inflación de otros países, además de nutrir de información al Banco Central Europeo (BCE) para su política monetaria. La segunda, porque esta definición, más cercana a lo que se entiende por inflación subyacente, no incorpora alimentos elaborados.

Así, para tener una medida "limpia" de la evolución de los precios que corresponda al objetivo final de la política monetaria debemos quedarnos con aquella que es obtenida a partir de precios cuya evolución corresponde más a tensiones en los mercados que se generan en el medio plazo. La inflación subyacente, en la definición de Eurostat, es aquella que toma en cuenta los precios que no están sometidos a una importante volatilidad y, en buena parte, ajena de la acción de quienes fijan los precios. Entre estas causas exógenas podemos señalar la meteorología o la geopolítica, cuyo efecto sobre los precios energéticos es tan relevante.

Es por ello por lo que, para conocer la evolución "filtrada" de los precios, quizás no sea preferible la definición INE frente a la de Eurostat. Por ejemplo, alimentos elaborados, como es el caso del aceite o la leche y que justamente, a final de 2022, han estado sometidos a fuertes vaivenes no achacables a las tendencias macroeconómicas de medio y largo plazo, estarían presentes en la subyacente del INE, pero no en la publicada por Eurostat, es decir, la armonizada.

Hechas estas apreciaciones, es interesante evaluar qué ha pasado con los precios, poniendo el foco en el pasado reciente y anticipar que va a pasar en el futuro más cercano. Así, para marzo de 2023, el último dato publicado en el momento en el que se escriben estas líneas, partimos de un dato preocupante de inflación subyacente según la definición INE: interanual del 7,5 % muy superior a la inflación general, que asciende en ese mismo mes al 3,3 %.

La diferencia entre la general y la subyacente "INE", a tenor de lo adelantado, corresponde, especialmente a

los combustibles y la energía eléctrica. La brusca caída de los precios de estos bienes desde los máximos del verano explicaría que, mientras la general se ha ido reduciendo desde el 11%, la subyacente no ha hecho más que aumentar, encontrando un máximo en febrero.

Sin embargo, dicho repunte ha sido bastante menor en la subyacente "Eurostat" y que apenas excede del 5%. La explicación es que el aumento de la subyacente que elabora el INE no parece responder en toda su cuantía a la evolución de los fundamentales de la economía, sino a la acumulación de una serie de eventualidades de carácter extraordinario, como son factores meteorológicos, reacciones en sectores como es el lechero a la subida de costes reduciendo el número de vacas, o al precio de otros bienes importados como es el azúcar.

¿Qué esperamos para los siguientes meses? Todo parece indicar que probablemente lo que observemos sea una cierta moderación. Pero la lectura no es sencilla. El efecto base, implícito en la medida tradicional de la evolución de los precios que es su tasa interanual, va a dominar los cambios de aquí a finales de año. Así, en esta montaña rusa que se van a convertir los datos de inflación en lo que resta 2023, marzo fue la primera meta volante en nuestra carrera para vencer a la inflación.

Iniciamos así en marzo un periodo en el que el efecto base positivo (eleva la interanual) irá desapareciendo por lo que, con una elevada probabilidad, seremos testigos de un importante ajuste a la baja en la tasa de inflación a un año. Sin embargo, esta evolución estará sometida a los eventos y reacciones que sobre la inflación ya pasada se estén fraguando dentro de las decisiones de los agentes económicos. Así, podemos ser optimistas y pensar que la inflación llegará a niveles inferiores al 3% al final de año o, por el contrario, pesimistas y considerar la posibilidad de que acabemos bien por encima del 5%, incluso sobre el 6%.

Entre estos dos "extremos" podríamos situar un escenario central, aquél en el que la inflación, de aquí a finales de año seguiría ya una senda normal, media si se quiere decir, y similar a la observada en los años anteriores a la COVID-19. Si esto fuera así, y según cálculos realizados por quien les escribe, una vez llevado a cabo el ajuste de marzo motivado por el efecto base, en los meses de mayo y junio, experimentaremos lo que casi con total seguridad será el mínimo de inflación interanual de 2023, cayendo al entorno del 2%. Si, sin embargo, en estos meses aún hubiera algún impulso inflacionario derivado de unos costes que aún no se moderen o por un impulso de márgenes y salarios tratando de recuperar el poder adquisitivo perdido, la inflación rebotaría ligeramente hasta el verano a cerca del 4%. Por el contrario, si finalmente predominasen

fuerzas deflacionarias por una continua aportación negativa de los precios energéticos durante unos meses más además de darse un ajuste en los precios de alimentos, la inflación podría seguir corrigiéndose hasta niveles inferiores al 1%.

En todo caso hay que realizar otra advertencia. El mismo fenómeno que ha hecho bajar bruscamente la inflación en marzo nos llevaría, a la vuelta del verano a un ligero repunte de la tasa interanual. Este repunte nos situaría en niveles del 4% en un escenario medio, aunque sí se dieran eventos inflacionarios como los descritos en el párrafo anterior podríamos acabar en el entorno del 6% a finales de año antes comentado. Por el contrario, si los siguientes meses permanecieran las presiones deflacionistas, poco probable, el crecimiento de los precios se detendría en el entorno del 2% al acabar el año.

La evolución de la inflación subyacente es muy dependiente de cómo reaccionen las fuerzas negociadoras en la determinación de las rentas, márgenes y salarios

La subyacente mantendría un comportamiento algo diferente en función de dichos escenarios, aunque en este caso sometida a sus propias dinámicas. Lo esperado es que se siga moderando hasta finales de año de darse un escenario neutro o central, hasta situarse por debajo del 5% en diciembre. Sin embargo, su evolución es muy dependiente de cómo reaccionen las fuerzas negociadoras en la determinación de las rentas, márgenes y salarios, en particular en determinados sectores previamente castigados por la pandemia o por la inicial subida de costes.

Todo esto es tremendamente relevante pues, al final de todo, son estos indicadores los que los bancos centrales usan para fijar su política monetaria. Que nos movamos en el escenario central con una general cayendo al 2-3% a finales de año y una subyacente en el entorno del 4-5% será una buena noticia. Esto permitiría reducir la escalada de tipos y que estos pudieran encontrar su máximo a lo largo del tercer trimestre de este año, reduciendo la presión que esta subida supone para el mercado financiero y sus rendimientos. Veremos. ●

La medición de la evolución de los precios de los seguros en el Índice de Precios de Consumo

Ignacio González Veiga // Subdirector de Estadísticas Coyunturales del INE

consumidores, excluyéndose por consiguiente el autoconsumo, autosuministro y cualquier otro tipo de estimación.

Qué es el IPC, y qué no es

Es uno de los indicadores más relevantes de los que produce la estadística oficial en cualquier país de nuestro entorno. Su importancia radica en que buena parte de las relaciones comerciales, laborales y sociales hacen referencia, directa o indirectamente, al IPC. Sin embargo, y probablemente por el uso que por defecto se hace de este indicador, los detalles sobre cómo se calcula pasan inadvertidos y apenas son conocidos.

El IPC es un indicador cuyo objetivo es medir la evolución a lo largo del tiempo del nivel de precios de los bienes y servicios de consumo que son adquiridos por los hogares residentes en España. Esta definición parece bastante obvia, sin embargo, contiene algunos aspectos interesantes que merece la pena destacar y que son de gran relevancia a la hora de diseñar, definir e interpretar sus resultados.

- > **El IPC mide evoluciones de precios, no niveles.** El IPC no intenta medir ni conocer el nivel de precios, sino su evolución a lo largo del tiempo.
- > **El IPC mide precios de productos de consumo, no de inversión.** El IPC está referido a bienes y servicios dedicados al consumo, exclusivamente. Por tanto, quedan excluidos aquellos que suponen una inversión. La consecuencia más llamativa es la no inclusión de la compra de vivienda en su cobertura de consumo.
- > **La cobertura de productos se refiere a bienes y servicios dedicados al consumo final, no a consumos intermedios.** El IPC está referido a bienes y servicios consumidos finalmente por los hogares, quedando excluidos los bienes de consumo intermedio.
- > **Solo entran en el ámbito de IPC el consumo de artículos efectivamente adquiridos y pagados.** Este indicador se refiere a artículos (bienes y servicios) realmente adquiridos por los

Por otra parte, una de las controversias más recurrentes en relación con qué debe ser o no ser el IPC es su relación con el concepto de coste de la vida. A pesar de que muchos de los usos que se hacen de este indicador lo equiparan a un índice de coste de la vida, **el IPC no es un índice de coste de la vida.** Por definición, un índice de coste de la vida debe medir el aumento del gasto que los hogares deben acometer para mantener el mismo nivel de vida ante las sucesivas variaciones de precios producidas a lo largo del tiempo. Por tanto, este concepto incluye dos variables: el nivel de vida y los precios.

Sin embargo, el IPC solo mide los cambios experimentados por la segunda variable, los precios. Esto hizo que, en el pasado, para evitar confusiones entre el concepto **coste de la vida** e **índice de precios** se recomendase que los tradicionalmente llamados Índices de Coste de la Vida cambiaran su denominación por la de Índices de Precios de Consumo.

La **cesta de la compra** también suele ser fuente de malentendidos. Se trata de representar con ella toda la gama de opciones de consumo del conjunto de los hogares. Como es obvio, por su carácter generalista no representa el consumo de ningún consumidor concreto, y contiene productos de toda la gama de consumo. Es, por tanto, mucho más amplia que la cesta de la compra que muchos usuarios tienen en mente, que en muchas ocasiones dan excesivo protagonismo a consumos más frecuentes y recurrentes frente a aquellos cuyos pagos realizamos una vez al año, por ejemplo.

En muchas ocasiones, las críticas al índice provienen de olvidar que estos artículos también componen la cesta, y pensar solo en los de uso diario, que pueden evolucionar de forma diferente. Es lo que se denomina la inflación percibida frente a la inflación medida.

La metodología del IPC

El cálculo del IPC se realiza a partir de una muestra de bienes y servicios seleccionados en función de la impor-



Foto: iStock.com/Bet_Noire

tancia relativa del gasto realizado en cada uno de ellos. Los precios de cada uno de los artículos representativos se recogen, en su mayor parte, mediante visita de los encuestadores del INE a los más de 29.000 establecimientos que componen la muestra. El número total de precios procesados mensualmente es de 200.000.

Es de vital importancia que los precios se refieran siempre al mismo producto, y establecimiento. De esta forma, se garantiza que la evolución de los precios a lo largo del tiempo no venga perturbada por cambios en las características del producto, por cambios de establecimiento, etc.

En este entramado metodológico destacan los denominados artículos de recogida centralizada, que por su importancia en la cesta y por las especiales características de los sectores que incluye reciben un tratamiento diferenciado del resto de la cesta.

Los artículos de recogida centralizada

Los artículos de recogida centralizada son aquellos cuya recogida de precios se realiza mensualmente desde los Servicios Centrales del INE, en lugar de en las delegaciones provinciales.

En este tipo de artículos no es necesaria una recogida provincial porque, en general, existen pocas compañías que los comercializan o se dispone de un directorio perfectamente definido de estas (gasolinas), porque son artículos con precio regulado publicado en los boletines oficiales (tabaco) o porque tienen el mismo precio en todo el territorio nacional (servicios de telefonía).

Para cada artículo se elabora una muestra de las variedades más representativas de las que se recogerá el

precio (marcas, modelos, tramos de consumo, etc.) y otra muestra de las unidades informantes que proporcionarán dicho precio.

La selección de las unidades informantes se realiza en función de su cuota de mercado, mientras que la elección de las variedades representativas del artículo se hace en función del gasto realizado en cada una de ellas (que se obtiene a través de la oferta).

La información que se utiliza para el cálculo del precio de estos artículos es de dos tipos:

- > **Información relativa al consumo:** necesaria para calcular las ponderaciones de cada compañía de la muestra (cuota de mercado), así como las ponderaciones de cada una de las modalidades del artículo. Para mantener la actualidad del IPC, estas ponderaciones se revisan una vez al año.
- > **Información relativa a los precios o tarifas** de cada una de las modalidades y/o de cada uno de los conceptos que forman el precio final del artículo. Su recogida se realiza mensualmente, trimestralmente o una vez al año, dependiendo de la frecuencia con la que estas varíen.

Las variaciones de precios se reflejan en el mes en que han tenido lugar, y en el caso de tarifas que cambian a partir de un día concreto del mes, se calcula un precio medio ponderado por el número de días en que ha estado en vigor el precio.

Artículos de recogida centralizada son, entre otros, el tabaco, la energía eléctrica, los medicamentos, los vehículos, el transporte aéreo y por ferrocarril, los carburantes y combustibles, el servicio telefónico o los seguros.

Método de cálculo

En el cálculo del precio de estos artículos intervienen todos aquellos conceptos y/o modalidades que lo determinan.

Así, en artículos como tabaco, vehículos y medicamentos se consideran las distintas marcas; en otros como energía eléctrica, se tienen en cuenta los distintos tramos de consumo, el consumo por horas, los gastos fijos, etc. Y en todos ellos, el precio final se calcula como media de los precios de cada uno de estos conceptos o variedades ponderada por su grado de importancia. Estas ponderaciones se calculan a partir del gasto realizado en cada una de las variedades.

La medición de los seguros

Por sus características especiales, los seguros reciben el tratamiento especial en el cálculo del IPC propio de los artículos centralizados.

Por un lado, se trata de un sector en el que las tarifas son las mismas para todo el país o, en ocasiones, en cada comunidad autónoma; además, a diferencia de los productos de la cesta cuyo precio está de cara al público en los establecimientos que los venden, las distintas variedades de seguros solo se pueden obtener mediante contacto directo con las empresas informantes, ya sea a través de la web propia de cada una o bien mediante contacto directo con el informante. Por último, una particularidad que hace especial este tipo de sectores en la medición del IPC es la existencia de diferentes variedades disponibles para diferentes perfiles de consumidor, lo que hace necesario tener en

cuenta en el cálculo una selección de las más representativas, ya que la selección de solo una podría suponer un sesgo en el indicador.

En la cesta del IPC los seguros están representados en tres categorías: seguros relacionados con la salud, seguros de vehículos de motor y otros seguros (destacan los de decesos).

En el cálculo del IPC, además de la evolución de los precios, un elemento fundamental es la importancia o peso que tiene cada artículo de la cesta de la compra. En el caso de los seguros, estas ponderaciones son las siguientes:

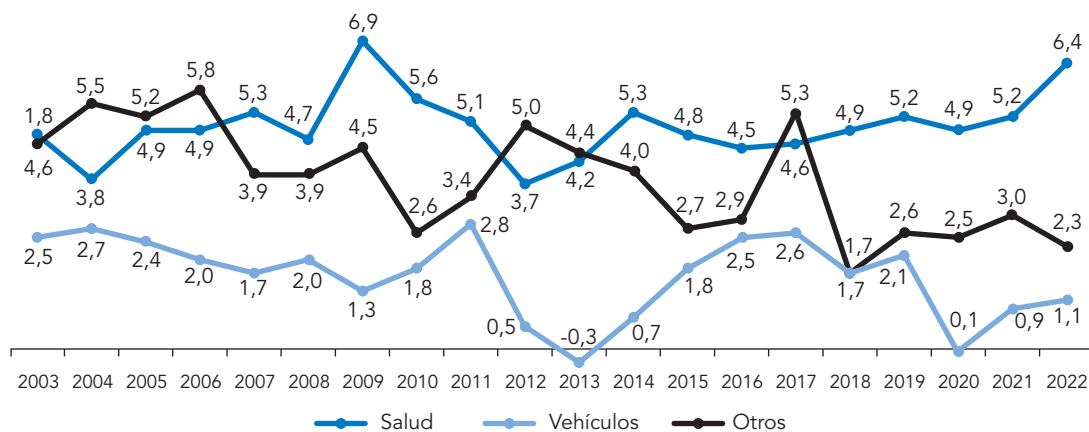
- > Seguros relacionados con la salud 0,38%
- > Seguros de vehículos de motor 0,68%
- > Otros seguros 0,23%

Es importante destacar que, a diferencia de la mayoría de los artículos de la cesta de la compra, en los que sus respectivas ponderaciones se calculan a partir del gasto realizado en cada uno de ellos por los hogares, en el caso de los seguros estos pesos se obtienen a partir del 'gasto neto', es decir, el gasto realizado menos las indemnizaciones percibidas.

La medición del índice de cada uno de estos tres seguros se basa en el diseño de un conjunto de perfiles-tipo de consumidores (edad, años en la compañía, tipo de cobertura, etc.), cuyas tarifas serán requeridas a las principales compañías de seguros, seleccionadas según sus cuotas de mercado.

El siguiente gráfico recoge la evolución de las tasas anuales de las tres tipologías de seguros en los últimos años. ●

Gráfico 1. Seguros en el IPC. Tasas de variación anuales (%) Años 2003-2022



Fuente: Instituto Nacional de Estadística. Índice de Precios de Consumo.



ENTREVISTA

JOAQUÍN MONTALVO

Actuario CERA

este material me ayudó a redefinir alguna de mis actividades rutinarias. Por último, el módulo B de taxonomía y modelización de riesgos creo que es por donde debería empezar cualquier actuario que quisiera iniciarse en la gestión de riesgos de una aseguradora.

Debido a que soy responsable de la Función de Gestión de Riesgos, fue muy inmediato aplicar en mi día a día, los conceptos que estaba aprendiendo, lo que me ayudó tanto a asentar ideas, como a mejorar algunas de las actividades de la Función. Y, gracias al CERA, han surgido nuevas ideas que hemos ido implementando o que tenemos en fase de análisis.

¿Cómo fue le proceso de seminarios, exámenes...?

Los seminarios están muy bien organizados y se ciñen a los horarios preestablecidos; por lo que es sencillo organizarse; aunque recomiendo que planifiquéis las semanas en las que hay seminario intentando liberar las agendas en la medida de lo posible. El material que te proporcionan es muy completo y resulta fácil seguir los conceptos en los seminarios, además los profesores tienen un nivel de conocimiento muy alto y su inglés es muy neutro; por lo que no hay problemas por ese lado.

En cuanto a la organización temporal, los compañeros que están cursando el CERA, suelen dividirlo en 2 o 3 años con objeto de poder dosificar los esfuerzos; la verdad es que yo me decidí por afrontarlo en un solo año, aunque esto me ha supuesto un nivel de exigencia muy alto para coordinar el estudio con el trabajo y la vida personal.

Con relación a los exámenes, en mi caso me acogí a la opción de hacer el examen en español. Bajo esta opción la EAA y el IAE se coordinan con objeto de traducir tanto las preguntas como las respuestas de los exámenes, existiendo un procedimiento de control con trazabilidad que evita errores operacionales. Este proceso es muy demandante para el equipo del IAE; sin embargo, es muy útil, puesto que el tiempo establecido para responder los exámenes es muy reducido, con lo que me hubiera resultado complejo contestar en inglés a todas las preguntas. Así que quiero agradecer al Instituto de Actuarios Españoles, y a Javier Olaechea Ibáñez en particular, el que nos acerquen nuevos retos y que proporcionen los medios para que seamos capaces de conseguirlos.

En conclusión, si quieres ampliar conocimientos, dar un impulso a tu carrera como actuario o simplemente aumentar tu motivación, te recomiendo que te plantees la credencial CERA. ●

¿Cuáles fueron las razones que te impulsaron a escoger la credencial CERA?

En un mundo tan competitivo y complejo como el actual es necesario actualizarse técnicamente cada vez con mayor frecuencia; así que hace algunos meses decidí dar un impulso a mi formación profesional y, entre otras opciones, analicé la acreditación CERA. En la web del Instituto de Actuarios hay una página con la relación de actuarios CERA; conocía a algunos de ellos, así que los contacté para que me orientaran sobre si mis capacidades serían suficientes para poder afrontar el curso. Me recomendaron que analizara un libro escrito, entre otros, por algunos de los ponentes del CERA, "Quantitative Risk Management"; me dediqué a leer las partes del libro que me parecían más sugerentes y comprobé que, aunque en algunos apartados era bastante complejo, en general me interesaba mucho, también consulté los exámenes de años anteriores que publica la EAA (European Actuarial Academy) en su web y me generó muchas expectativas, así que me decidí por el CERA.

¿Qué te aporta profesionalmente haberte acreditado como Actuario CERA?

En los seminarios comprobé que las materias me interesaban mucho y saqué mucho provecho de los cuatro módulos. En el módulo A de modelos cuantitativos, recordé y aprendí nuevos conceptos matemáticos o estadísticos y su vinculación con mi trabajo: valores extremos, análisis bayessiano, modelos de mercado y de riesgo de crédito, medidas de riesgo alternativas... En los módulos C de procesos en ERM y D de Capital económico, los seminarios se centraron en la capacidad de asunción de riesgos, en ligar Pilar 1 y 2, asignación del capital, obligaciones de las funciones clave... todo

Sentencia Tribunal Supremo. Resolución 1340/2022. Sala de lo Contencioso-Administrativo Madrid Embargo de sueldos y pensiones para liquidación de cuotas impagadas

Isabel Casares San José-Martí // Economista, Actuario de Seguros y Asesora Actuarial y de Riesgos

Resumen

En **Madrid, a 20 de octubre de 2022**. Recurso de casación núm. 585/2021, interpuesto por la procuradora de los tribunales contra la sentencia nº 581/2020, de 9 de noviembre, dictada por la Sala de lo Contencioso Administrativo del Tribunal Superior de Justicia de Asturias, desestimatoria del recurso de Apelación 107/2020, planteado contra la sentencia desestimatoria dictada en el procedimiento abreviado 361/2019 del Juzgado Contencioso Administrativo nº 4 de Oviedo, que resolvía la impugnación de la Resolución de la Tesorería General de la Seguridad Social, que había dictado diligencia de **embargo de sueldos y pensiones para liquidación de cuotas impagadas**.

Antecedentes de hecho

D. Jesús Miguel, impugnó la resolución de 1 de agosto de 2019, de la Dirección Provincial de Asturias de la Tesorería General de la Seguridad Social, expediente NUM000, que desestima el recurso de alzada frente a diligencia de embargo de 23 de abril de 2019. La Resolución de alzada, de 1 de agosto de 2019, concretaba el motivo de la discrepancia:

“En el presente caso, la discrepancia consiste en determinar si la referencia para determinar la cuantía inembargable de la pensión es el importe del Salario Mínimo mensual, tal y como se ha aplicado en la resolución recurrida o, por el contrario, ha de ser el importe anual, tal y como pretende el recurrente. La diferencia entre ambos casos se produce en los meses de pagas extraordinarias. (...)”

Es por ello que la interpretación realizada por la Tesorería General de la Seguridad Social se ajusta plena-

mente a dicha finalidad, el embargo sobre la pensión se viene efectuando mensualmente en los meses en los que no percibe la paga extraordinaria y tiene en cuenta en dichos meses el importe del Salario Mínimo Mensual, respetando el mínimo vital del deudor. Por lo tanto, en los meses en los que percibe una mayor cuantía (paga extraordinaria), se aplica el artículo 607.3 de la LEC, acumulándose las cuantías de la paga ordinaria y de la paga extraordinaria, para posteriormente deducir por una sola vez la parte inembargable, esto es, el importe del salario mínimo interprofesional establecido mensualmente (900 euros para el año 2019). Así pues, el cálculo de la retención efectuado se ajusta plenamente a la legalidad vigente y a la finalidad de la norma, por lo que el recurso debe desestimarse.”

Al confirmarse la Resolución de 23 de abril de 2019, se acordaba la retención mensual a Don Jesús Miguel, de su pensión de jubilación de 153,01€ y la retención de pagas extraordinarias de 639,04€.

Interpuesto recurso contencioso-administrativo contra la resolución administrativa de 1 de Agosto de 2019, se siguió con el núm. 361/2019 en el Juzgado Contencioso-Administrativo nº 4 de Oviedo, que dictó sentencia desestimatoria nº 30/2020, de 31 de enero, confirmando dicha resolución.

La sentencia considera que el límite de la inembargabilidad afecta al salario mínimo interprofesional (SMI), según el auto del Tribunal Supremo de 26 de septiembre de 2019 (recurso núm. 889/2019), en relación con el artículo 171 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria. Concluye que, en virtud de la doctrina de la Sala de lo Social del Tribunal Supremo, en su sentencia de 1 de junio de 1998 (recurso de casación núm. 3953/1997, con voto particular), las pagas extra no se consideran parte del SMI, y por tanto, entiende el Juzgador que procede embargar el 30% del exceso de los 900€ que constituyen el SMI ese año.

Disconforme con la sentencia, se interpuso recurso de apelación que se tramitó ante la Sala de lo Contencioso-administrativo del Tribunal Superior de Jus-

ticia de Asturias con el número 107/2020, que dictó sentencia desestimatoria de 9 de noviembre de 2020. La sentencia desestima la inadmisibilidad del recurso por cuantía, y confirma la sentencia del Juzgado en sus propios términos.

La pretensión deducida y el pronunciamiento que solicita es el siguiente:

“Esta representación viene a precisar que la pretensión deducida por mi mandante en el presente recurso de casación tiene por objeto la estimación del presente recurso, dictándose sentencia en al que se acuerde la nulidad de la Resolución de la TGSS de fecha 23/4/19 en la que se fijaba el embargo de la pensión de jubilación con efectos a partir del 1/5/19 en las cuantías que resultaban de aplicar en los meses de paga extraordinaria únicamente el límite de una mensualidad de DMI. Y en su lugar se declare que la forma correcta de calcular ese límite inembargable en los meses con paga extraordinaria es computar el doble del SMI, de modo que se declaren inembargables los ingresos del recurrente en tanto que no superen en su importe anual global, por todos los conceptos, incluidas las pagas extraordinarias, la cuantía señalada para el importe anual del salario mínimo interprofesional, y por tanto se dejen sin efecto los embargos trabados sin respetar esa declaración, y se condene a la Administración demandada a reintegrar al demandante las cantidades indebidamente retenidas por embargo en los meses de paga extraordinaria de junio y noviembre de 2019, y los que se han ido produciendo durante la tramitación de este procedimiento, más el interés de mora desde la fecha de la presentación de la reclamación administrativa el 5/6/19 hasta la fecha de su efectivo reintegro, con expresa imposición en costas a la administración demandada.”

Concedido plazo a la parte recurrida para oposición, el trámite fue evacuado por la Tesorería General de la Seguridad Social, mediante escrito de 14 de diciembre de 2021, formulando los argumentos de contrario que consideró convenientes a su derecho, y en respuesta a la pretensión deducida por el recurrente, considera que debe ser desestimada pues el SMI mensual con exclusión de incremento en los meses de percibo de pagas extraordinarias. En consecuencia, solicita, la desestimación del recurso de casación formulado de contrario y la confirmación de la sentencia recurrida.

Fundamentos de derecho

El recurrente tiene reconocida una pensión de la Administración de 835,80 Euros en 14 pagas para el año 2019. Las pagas no están prorrateadas.

Desde el 1 de mayo de 2019 se ha venido practicando una retención mensual de su pensión de 153,01 Euros, cobrando así la suma mensual de 682,79 euros y en los meses de pagas extraordinaria se viene aplicando una retención de 639,04 Euros, por lo que percibe una paga extra de 196,76 Euros.

El salario mínimo interprofesional en el año 2019 ascendía, en virtud del Real Decreto 1462/2018, de 21 de diciembre a 30 euros/día o 900 Euros /mes, según que el salario estuviera fijado por días o meses, en 14 pagas, estableciendo el artículo 3.1 del Real Decreto que en ningún caso puede ser inferior a 12.600 Euros anuales.

Disconforme con la liquidación practicada, se formuló un recurso contencioso administrativo que es desestimado por el Juzgado de dicho Orden de Oviedo y de igual modo por la Sala del Tribunal de Justicia de Asturias.

El Juzgado de lo Contencioso-Administrativo nº 4 de Oviedo razona que, aun siendo una cuestión controvertida, ha de estarse a las reglas establecidas en el artículo 607 LEC, confirmando la interpretación realizada por la Administración de la Seguridad Social.

Por su parte, la Sala en apelación aborda la cuestión suscitada, esto es, sí los meses en los que el recurrente recibe la paga extraordinaria de la pensión, en los meses de junio y diciembre, han de computarse a efectos de la inembargabilidad, un salario mínimo interprofesional o la cantidad correspondiente a dos salarios y mantiene la tesis de la sentencia de instancia indicando que *“en definitiva, ha de estarse al salario líquido percibido de forma que si se abonasen prorrateadas esas gratificaciones extraordinarias, la retención correspondiente a ellas ha de realizarse mensualmente en la emitida que corresponda, y si se abonan dos o más mensualidades sin prorrateo, en ellas se sumarán al resto del salario, a efectos del embargo”*.

El artículo 27 del Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Estatuto de los Trabajadores dispone lo siguiente:

“1. El Gobierno fijará, previa consulta con las organizaciones sindicales y asociaciones empresariales más representativas, anualmente, el salario mínimo interprofesional, teniendo en cuenta:

- a) *El índice de precios de consumo*
- b) *La productividad media nacional alcanzada*
- c) *El incremento en la participación del trabajo en la renta nacional*
- d) *La coyuntura económica general*

Igualmente, se fijará una revisión semestral para el caso de que no se cumplan las previsiones sobre el índice de precios citado. La revisión del salario mínimo interprofesional no afectará a la estructura ni a la cuan-

tía de los salarios profesionales cuando estos, en su conjunto y cómputo anual, fueran superiores a aquel.

2. El salario mínimo interprofesional, en su cuantía, es inembargable.”

En lo que se refiere a las gratificaciones extraordinarias, el artículo 31 del reseñado Estatuto establece: “El trabajador tiene derecho a dos gratificaciones extraordinarias al año, una de ellas con ocasión de las fiestas de Navidad y la otra en el mes que se fije por convenio colectivo o por acuerdo entre el empresario y los representantes legales de los trabajadores. Igualmente, se fijará por convenio colectivo la cuantía de tales gratificaciones”.

El Real Decreto 1462/2018, de 21 de diciembre, establece respecto al salario mínimo en su artículo 1 que:

“El salario mínimo para cualesquiera actividades en la agricultura, en la industria y en los servicios, sin distinción de sexo ni edad de los trabajadores, queda fijado en 30 euros/día o 900 euros/mes, según que el salario esté fijado por días o por meses.

En el salario mínimo se computa únicamente la retribución en dinero, sin que el salario en especie pueda, en ningún caso, dar lugar a la minoración de la cuantía íntegra en dinero de aquel.

Este salario se entiende referido a la jornada legal de trabajo en cada actividad, sin incluir en el caso del salario diario la parte proporcional de los domingos y festivos. Si se realizase jornada inferior se percibirá la prorata.”

Y el artículo 3.1 del RD 1462/2018, de 12 de diciembre, por el que se fija el SMI para 2019, indica:

“Artículo 3. Compensación y absorción. A efectos de aplicar el último párrafo del artículo 27.1 del texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores, en cuanto a compensación y absorción en cómputo anual por los salarios profesionales del incremento del salario mínimo interprofesional, se procederá de la forma siguiente:

1. La revisión del salario mínimo interprofesional establecida en este real decreto no afectará a la estructura ni a la cuantía de los salarios profesionales que viniesen percibiendo los trabajadores cuando tales salarios en su conjunto y en cómputo anual fuesen superiores a dicho salario mínimo.

A tales efectos, el salario mínimo en cómputo anual que se tomará como término de comparación será el resultado de adicionar al salario mínimo fijado en el artículo 1 de este real decreto los devengos a que se refiere el artículo 2, sin que en ningún caso pueda considerarse una cuantía anual inferior a 12.600€.”

Por su parte el artículo 607 de la Ley de Enjuiciamiento Civil establece lo siguiente:

1. “Es inembargable el salario, sueldo, pensión, retribución o su equivalente, que no exceda de la cuantía señalada para el salario mínimo interprofesional.

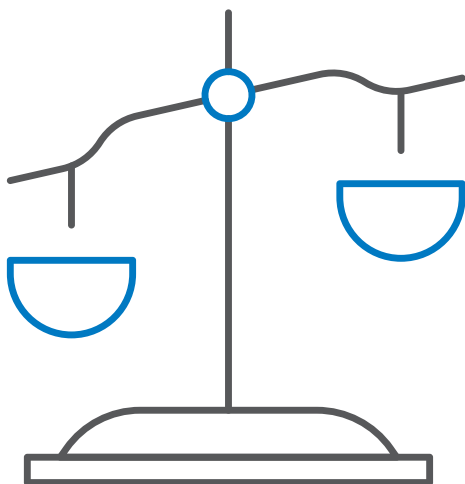
2. Los salarios, sueldos, jornales, retribuciones o pensiones que sean superiores al salario mínimo interprofesional se embargarán conforme a esta escala:

- 1) Para la primera cuantía adicional hasta la que suponga el importe del doble del salario mínimo interprofesional, el 30 por 100.
- 2) Para la cuantía adicional hasta el importe equivalente a un tercer salario mínimo interprofesional, el 50 por 100.
- 3) Para la cuantía adicional hasta el importe equivalente a un cuarto salario mínimo interprofesional, el 60 por 100.
- 4) Para la cuantía adicional hasta el importe equivalente a un quinto salario mínimo interprofesional, el 75 por 100.
- 5) Para cualquier cantidad que exceda de la anterior cuantía, el 90 por 100.

3. Si el ejecutado es beneficiario de más de una percepción, se acumularán todas ellas para deducir una sola vez la parte inembargable. Igualmente serán acumulables los salarios, sueldos y pensiones, retribuciones o equivalentes de los cónyuges cuando el régimen económico que les rija no sea el de separación de bienes y rentas de toda clase, circunstancia que habrán de acreditar al Secretario judicial”.

Como se desprende de la regulación contenida en el artículo 3.1 del Real Decreto 1462/2018, de 12 de diciembre, el salario mínimo se define en parte en su vertiente mensual, si bien también se establece con el mecanismo de fijación una cuantía anual mínima.

Así se dice textualmente “en ningún caso pueda considerarse una cuantía anual inferior a 12.600 euros”. De dicho tenor literal se desprende con claridad que el salario mínimo comprende tanto las pagas mensuales ordinarias que ascienden a 10.800€, como las pagas extraordinarias,



correspondientes a los meses de junio y diciembre cuya suma alcanza la suma total antes reseñada.

La norma fija un límite mínimo anual que configura el salario mínimo interprofesional y lo hace de forma conjunta y global, de modo que esta expresión comprende tanto las mensualidades como las pagas extraordinarias. Teniendo en cuenta una interpretación sistemática de la regulación actual y su configuración en su vertiente anual, consideramos que en el cálculo del salario mínimo interprofesional, como cantidad mínima que todo trabajador por cuenta ajena tiene derecho a percibir, hay que estar a la previsión reglamentaria del artículo 3.1 del Real Decreto 1462/2018, que dispone que “en ningún caso pueda considerarse una cantidad anual inferior”, esto es, contempla el salario mínimo en su cómputo anual, con las cantidades y conceptos antedichos, en la suma de 12.600 Euros que abarca las pagas mensuales y las dos pagas extraordinarias.

Pero en el ejercicio aquí examinado, año 2019, el mecanismo de fijación del salario mínimo interprofesional difiere del entonces analizado en la Sentencia de la Sala Cuarta. La configuración del salario mínimo interprofesional se hace en el Real Decreto 1462/2018 en función de un límite mínimo anual obligatorio (12.600 Euros según su artículo 3.1), cuantía total que comprende tanto la paga mensual como las pagas extraordinarias de verano y Navidad. Aun cuando se incluye una referencia diaria y mensual como hemos expresado, puede admitirse que el salario mínimo se define y contempla de forma global, en un cómputo o cuantía anual mínimos.

Cabe recordar que el principio de la inembargabilidad del salario, sueldos, pensión o equivalente en la cuantía señalada para el salario mínimo interprofesional se encuentra en el apartado 1º del art. 607 y se fundamenta en la necesidad de preservar un “mínimo económico vital” que garantiza al trabajador una cantidad suficiente para atender a sus necesidades y a las de su familia, siendo así que la previsión de intangibilidad de ese mínimo se sustenta en principios constitucionales como han declarado las SSTC 113/1989, de 22 de junio, y 140/1989, de 20 de julio, que refieren que “las normas sobre inembargabilidad de los salarios mínimos responden a valores como la dignidad humana, configurado como el primero de los fundamentos del orden político y de la paz social en el artículo 10 CE”.

Por otra parte, la inembargabilidad no puede ser diferente en aquellos supuestos en los que la pensión se devenga con las pagas extras prorrateadas, que en los supuestos en los que la pagas se efectúa en los meses de junio y diciembre, pues el resultado en uno y otro caso no puede diferir pues implica una lesión del principio de igualdad y equidad. Sucede que, en el caso de prorrateo

de las extras, el porcentaje del art. 607 LEC es el que supera el SMI, mientras que cuando son dos pagas extras no prorrateadas, el porcentaje es muy superior, al aplicarse las reglas del 607 LEC en aquellos dos meses sobre la cantidad que supera un solo SMI mensual, procediendo a la acumulación del mes y la paga extra con la consecuencia de la mayor embargabilidad de esta última.

A tenor de lo expuesto, procede la estimación del recurso contencioso deducido, en la medida que en las pagas extras el límite aplicado es el de un salario mínimo y declarar que en las nóminas mensuales ordinarias la cuantía inembargable es el importe del SMI mensual, aplicando los porcentajes del art. 607 LEC sobre la parte que exceda de dicha suma. Mientras que en las pagas extraordinarias de junio y diciembre no cabe seguir la misma regla, toda vez que la inembargabilidad se sitúa en el doble del Salario Mínimo Interprofesional y a partir de tal cálculo, se aplican los porcentajes del artículo 607 LEC sobre la parte del salario que en ese mes de paga extra exceda del doble del salario mínimo interprofesional.

Fallo

HA LUGAR al recurso de casación núm. 585/2021, interpuesto contra la sentencia nº 581/2020, de 9 de noviembre, dictada por la Sala de lo Contencioso Administrativo del Tribunal Superior de Justicia de Asturias, en el recurso de Apelación 107/2020, que se casa y anula, al igual que la Sentencia del Juzgado de lo Contencioso-Administrativo nº 4 de Oviedo, en el recurso núm. 361/2019, que se anula.

ESTIMAR el recurso contencioso administrativo interpuesto por Don Jesús Miguel acordando contra la resolución de la Tesorería General de la Seguridad Social de fecha 23 de abril de 2019 en la que se procedía al embargo de la pensión de jubilación con efectos a partir del 1 de mayo de 2019 en las cuantías que resultaban de aplicar en los meses de paga extraordinaria únicamente el límite de una mensualidad de SMI, resolución que se anula y en su lugar se declara que la forma correcta de calcular ese límite inembargable en los meses con paga extraordinaria es computar el doble del SMI.

Se condena a la Administración demandada a reintegrar al demandante las cantidades indebidamente retenidas por embargo en los meses de paga extraordinaria de junio y noviembre de 2019 y las que se hayan producido durante la tramitación de este procedimiento, más el interés de mora desde la fecha de la presentación de la reclamación administrativa el 5 de junio de 2019 hasta la fecha de su efectivo reintegro. ●

Impacto de los tipos de interés en las valoraciones actuariales

Isabel Casares San José-Martí // Economista
y Actuario de Seguros. Secretaría General OCOPE

Los tipos de interés son una de las variables financieras que más afectan a los resultados de las valoraciones actuariales, tanto de las provisiones matemáticas de las compañías de seguros como de las provisiones contables de las empresas que cubre compromisos a corto y largo plazo de los trabajadores.

Los tipos de interés están directamente relacionados con los mercados financieros, lo que genera un impacto directo en las coberturas de los riesgos financieros de los productos comercializados por las entidades aseguradoras, destacando los compromisos por pensiones tanto para las coberturas de capital diferido como para las coberturas de rentas actuariales. Dicho impacto ocasiona la necesidad de modificar el diseño de los productos a comercializar, como hemos podido ver en los últimos años cuando estábamos con tipos de interés negativos, pero la situación ha cambiado y nuevamente se genera un impacto contrario con la subida de los tipos de interés del mercado financiero.

Por otro lado, la inflación ha vuelto a subir después de años con bajos tipos, el alza de los precios de los bienes energéticos y tecnológicos y el aumento del consumo después de la pandemia está teniendo efectos muy negativos para la sociedad, sin embargo, en el sector asegurador está generando una oportunidad, ya que al aumentar los tipos de interés se genera una disminución de los valores actuales actuariales para el cálculo de las provisiones técnicas y una reducción de los compromisos por pensiones vinculados a complementar la pensión de la Seguridad Social, de tal forma que un aumento de la pensión de la Seguridad Social, como el 8,5% de crecimiento del año 2023, ha generado que los compromisos a complementar por las empresas se hayan visto disminuidos en la misma proporción.

El incremento en los tipos de interés ha generado que se abaraten los pasivos contables, sobre todo los pasivos a largo plazo y de mayor duración, de las entidades aseguradoras al aplicar a valor de mercado en el cálculo del valor actual actuarial descontado de los compromisos futuros.

Las entidades aseguradoras han tenido que revisar el casamiento de flujos de activos y pasivos por el crecimiento de los tipos de interés, de tal forma que

una cartera con un pasivo de larga duración como las rentas vitalicias y unos activos de corta duración van a generar unos beneficios por el incremento de los tipos de interés, pero estos movimientos son dinámicos, por lo que en algún momento este efecto puede revertirse y generar mayores compromisos a futuro.

Tanto el sector asegurador, con compromisos de capital diferido y rentas vitalicias y temporales, como las propias empresas, con compromisos con los trabajadores que no sea necesario exteriorizar, deben actualizar las provisiones a medida que evoluciona tanto el tipo de interés como la inflación por el crecimiento de los salarios y las pensiones vinculadas al Índice de Precios al Consumo y la actualización debe realizarse tanto a corto plazo, por el pago de las rentas y crecimiento de salarios, como a largo plazo, por los complementos de rentas futuros.

La normativa europea establece que se apliquen técnicas de inmunización o casamiento de flujos de activos y pasivos, de tal forma que se puedan asignar activos financieros a los compromisos asumidos para complementar capitales o rentas que complementan las pensiones públicas de la seguridad Social en el momento de pasar de trabajadores en activo a pensionistas.

Para entender el impacto que tienen los tipos de interés en los compromisos asumidos por las empresas y compañías de seguros con los trabajadores y beneficiarios, se detalla cual es la metodología actuarial utilizada en dichos cálculos que viene recogida en la normativa internacional para las valoraciones actuariales de los compromisos de prestación definida.

El método utilizado en las valoraciones actuariales es el método de "acreditación proporcional año a año", método que forma parte de los métodos denominados en inglés "Projected Unit Credit", fijado en las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC 19) y que permite periodificar las prestaciones en base al tiempo en que se generan.

La obligación asumida con cada empleado se descompone en tantas unidades como años de servicio habrá cumplido al percibir el capital o renta, adquiriéndose año a año la necesidad de dotación de cada una de estas unidades.

Mediante la aplicación de este método actuarial de cálculo y la utilización de hipótesis financieras y actuariales insesgadas y compatibles entre sí, se obtienen los valores correspondientes a:

- > “Valor Actual Actuarial” u “Obligación Total”, que representa el valor actual, a la fecha de efecto de cálculo, del importe total de los compromisos a satisfacer en el caso de que se cumplan las hipótesis utilizadas.
- > “Coste Normal Anual”, que es valor actuarial de las unidades que se acreditan por ese ejercicio o la parte del “Valor Actual Actuarial” u “Obligación Total” devengada en el ejercicio.
- > “Obligación Acumulada”, es la parte de la “Obligación Total” devengada para cada empleado, correspondiente a sus servicios prestados en la empresa hasta la fecha de efecto de la valoración.

Las retribuciones a largo plazo de los trabajadores permiten determinar los pasivos como las prestaciones post-empleo, tales como pensiones y otras prestaciones por jubilación o retiro, así como cualquier otra prestación a largo plazo que suponga una compensación económica a satisfacer con carácter diferido, respecto al momento en el que se presta el servicio, es decir recoge tanto los compromisos por pensiones como el resto de compromisos a largo plazo no relacionados con la jubilación ordinaria, anticipada o diferida.

Ante esto, las retribuciones a largo plazo consideradas como prestación definida deben reconocer como provisión contable la diferencia entre el valor actual de las prestaciones asumidas y el **valor razonable** de los eventuales activos afectos a los compromisos con los que se liquidarán las obligaciones.

Los planes de prestación definida post-empleo pueden estar cubiertos total o parcialmente con un fondo interno, sin embargo, la normativa legal exige que las empresas:

- a) Reflejen contablemente no solo las obligaciones que legalmente tengan que atender, sino también cualquier otro tipo de obligación efectiva que se derive de las prácticas habituales de prestaciones a los trabajadores seguidas por las empresas.
- b) Determinen el valor actual actuarial de las obligaciones por prestación definida, así como el valor razonable (*fair value*) de los activos del plan correspondiente, con la suficiente regularidad como para asegurar que los saldos reconocidos en los estados financieros no difieran significativamente de los importes que podrían determinarse en la fecha del balance.
- c) Usar el método de acreditación proporcional año a año (PUC) para medir las obligaciones y el coste de este tipo de prestaciones o compromisos.

- d) Distribuir los compromisos entre los períodos de servicio laboral activo, en función de la fórmula del plan de prestaciones, a menos que los servicios que el empleado vaya a prestar en el futuro le acrediten un nivel mucho más alto de prestaciones que en los años precedentes.
- e) Usar hipótesis actuariales, respecto a las variables demográficas (tales como la rotación de los trabajadores, invalidez permanente y jubilación anticipada o la tasa de mortalidad) y financieras (tales como el tipo de interés y de rendimiento de los activos, los incrementos futuros en los salarios y de prestaciones futuras, las variaciones del coste de asistencia médica o ciertos cambios en las prestaciones oficiales de la Seguridad Social), que sean no sesgadas (ni imprudentes ni excesivamente prudentes) y mutuamente compatibles entre sí. Además, las hipótesis financieras deben estar basadas en las expectativas del mercado, evaluadas en la fecha del balance, para el período en el que las obligaciones de pago serán exigibles.
- f) Determinar la tasa de descuento con referencia a las tasas de mercado sin riesgo, es decir, que correspondan, a la fecha del balance, a los títulos de deuda emitidos por empresas de elevada solvencia (o, si no está disponible, a deuda pública) expresados en una moneda y plazo que se corresponda con los relativos a los compromisos asumidos por las prestaciones post-empleo.
- g) Deducir del importe de las obligaciones en los libros contables, el valor razonable de cualesquiera activos pertenecientes al plan. Los derechos de reembolso que no se hayan calificado como activos de plan, se tratarán como si lo fueran, salvo en lo relativo a la presentación, ya que se considerarán como activos independientes en lugar de deducirse de las obligaciones.

En España, los compromisos por pensiones de prestación definida vinculados al fallecimiento, invalidez permanente absoluta y jubilación ordinaria, anticipada o diferida deben estar total o parcialmente exteriorizados a través de fondos de pensiones, pólizas de seguros o una combinación de ambos instrumentos.

El pago de las prestaciones cubiertas a través de un fondo, cuando pasan de expectativa de derecho a derecho reconocido va a verse afectado por la situación financiera y el rendimiento obtenido de las inversiones donde se han colocado dichos fondos. ●

La corrupción y el seguro de cesantía

Miguel A. Vázquez y José A. Herce

Queridos lectores, ya les hemos advertido más de una vez que ninguno de los autores de "Seguros (im)posibles" somos actuarios, aunque ya nos gustaría. Nos gustaría, sí, porque es gran verdad esa de que el roce hace el cariño y, créannos aquellos lectores de estas líneas que no sean caballeros Templarios, con los actuarios, uno, aunque no quiera, se roza mucho. Trabajar a menudo con actuarios equivale a asumir entornos extraños y a veces difíciles de imaginar, y un lenguaje, como poco, curioso. Sirva como ejemplo la pregunta que, tarde o temprano, te hará todo actuario: "¿prepagable o pospagable?" La típica pregunta que te deja la sensación de que hay una respuesta correcta y otra incorrecta y que, como falles, el suelo se abrirá bajo tus pies.

Que la corrupción genera un lucro cesante es algo fuera de toda duda, especialmente en estos tiempos de ejercicio exclusivo de la política, en los que la pérdida del escaño, la subsecretaría o la concejalía viene a suponer la pérdida del único modo de vida

En compañía de actuarios, lo primero que aprendes, y te ha de servir de mucho durante todo el resto de tu vida profesional, son las tres características que ha de tener un riesgo asegurable: que sea eventual; que genere un quebranto; y que su probabilidad se pueda medir. Estos tres principios son como una faja dentro de la cual un riesgo tiene que entrar para poder ser asegurable. Dicen en el Lloyd's que solo hay dos riesgos que no superan ese corte: la pérdida de la virginidad y las creencias religiosas. Pero quizás haya otro que tampoco... O no.

La pregunta implícita que da título a esta tribuna es: ¿es asegurable la corrupción? ¿Se acuerdan de los sufridos cesantes galdosianos, aquellos probos y sufridos funcionarios de la restauración borbónica que

entraban y salían del servicio activo cuando su patrón político entraba y salía del tuno gubernamental, Cánovas y Sagasta, Sagasta y Cánovas? Al menos, entonces, el turnismo tenía sus reglas y daba para colmar con justeza una vida en Clases Pasivas, de forma que no era necesario prever para el futuro por medios ocultos. Bastaba con ser austero en las vacas flacas para reencontrar la abundancia (siempre relativa) en las gordas e ir sumando pacientemente haberes reguladores.

La corrupción se ha visto a menudo como una manera de prever para un futuro cuando la fuente regular de ingresos se agota sin solución de reemergencia y, así, en frío, estos dos humildes analistas consideran que la corrupción, como riesgo, supera varios de los obstáculos clásicos del riesgo asegurable. No somos tan pesimistas como para pensar, por ejemplo, que la corrupción es una tentación segura. Hay políticos que no se corrompen nunca e, incluso, ha habido casos en la Historia de algunos que han muerto más pobres que cuando entraron en el oficio.

Asimismo, que la corrupción genera un lucro cesante es algo fuera de toda duda, especialmente en estos tiempos de ejercicio exclusivo de la política, en los que la pérdida del escaño, la subsecretaría o la concejalía viene a suponer la pérdida del único modo de vida. En tal sentido, un seguro de corrupción vendría a asemejarse a los que tienen los deportistas de elite por razón de invalidez; de hecho, la corrupción, como la invalidez, puede ser parcial (alguna canonjía le queda al afectado) o absoluta (anatema total).

Así las cosas, llegamos a la tercera característica, que es la que le gusta a los actuarios: ¿se puede medir el riesgo de corrupción? Aparentemente, sí. Todo es ponerse. El capital asegurado puede obtenerse fácilmente, pues los datos relativos a los emolumentos de la clase política suelen ser públicos. Pero... ¿y la frecuencia? Eso ya presenta más dudas.

La duda fundamental está en algo que flota muchas veces en el ambiente en discusiones actuariales, pero que es el típico temita que no se debe permitir que nadie plantee, porque entonces la reunión, con seguridad, terminará atascada. Hablamos de la respuesta a la pregunta: ¿qué es un siniestro?

Los actuarios, en efecto, son curiosos profesionales que trabajan con una realidad irreal, porque a menudo dudan interminablemente sobre qué es y qué no es un siniestro. Si fuésemos sistemáticos en este punto del artículo probablemente sería el último que escribiésemos por pesados; pero quede aquí dicho que a veces



Foto: iStock.com/Atstock Productions

un siniestro es un evento, otras veces no. A veces el siniestro depende de la cobertura, otras la engloba. Y así mucho. En serio: si os preguntan si prepagable o pospagable, aguantad el tipo; pero si os preguntan vuestra opinión sobre qué es un siniestro, lo mejor que podéis hacer es salir de la reunión con la excusa de ir al baño y no regresar.

La frecuencia no es sino la probabilidad de que se produzca el siniestro; pero, claro, para eso tenemos que saber primero qué es un siniestro. Y en el caso de la corrupción, no está tan claro. Es evidente que la dimisión de todos los cargos por haber sido imputado de corrupción es un siniestro. Sin embargo, ¿qué pasa con la sentencia final? Si no es condenatoria, ¿hubo siniestro? El mismo hecho, pues, puede ser, a la vez, un siniestro total, un siniestro parcial, o un siniestro re-aperturado con recobro. Esta discusión, que lo sepas, lector, es una tormenta perfecta; pues, obviamente, implica a los actuarios, pero normalmente se les unen los abogados. El asunto adquiere con facilidad tintes brownianos para acabar en el destino más inesperado (ah, la esperanza).

Todavía nos quedaría otra interesante decisión que tomar, y es si aseguramos la corrupción por el carril vida o el carril no vida. La opción no vida creemos que tiene más posibilidades, más que nada porque en una colectividad de asegurados de corrupción sería de esperar que hubiese clientes que nunca se corrompiesen, igual que en el seguro de autos hay vehículos que

nunca tienen accidentes; mientras que, en el seguro de vida, al fin y a la postre, todos vamos a acabar... ejem, en el mismo sitio. A favor del seguro de vida, tal vez, está el hecho de que cabe sospechar que la corrupción correlaciona positivamente de alguna manera con los años de oficio: a más años, más probabilidad de corrupción, como la dependencia; lo cual abriría la posibilidad de crear unas tablas al uso, con su qx . Aunque, *for the sake of clarity*, creemos que la ratio más bien debería llamarse $\$x$ (léase dólar-de-equis).

Con esto más algún que otro ajuste técnico, como el cálculo del lucro cesante (porque las carreras políticas no son ni lineales ni eternas) o las exclusiones (habrá quien diga que los gerentes de urbanismo son inasegurables) lo mismo lo tendríamos.

¿Serviría para algo? Nosotros creemos que sí, merced a otro concepto muy actuarial, la antiselección. Un concepto que se hace difícil de entender por un profano, pues de anti no tiene nada: es una selección como la copa de un pino. Pero, bueno, aparte estos detalles, la evidente antiselección que se produciría en el producto sería oro molido para nuestros políticos. Imagínese al líder que recibe en su despacho a la joven estrella rutilante de su partido. "He pensado en ponerte de número dos por Valladolid, puesto seguro", le dice; "pero, hay una cosa: ¿tienes seguro de corrupción". Si el chaval contesta: "sí, por supuesto", entonces el jefe ya le puede decir: "pues vuélvete por donde has venido, macho". ●

El último verano, de Diego S. Garrocho

Por Javier Olaechea

“El último verano” es un libro que recoge una amplia y cualitativa muestra de los artículos de Diego S. Garrocho en medios escritos, como *ABC*, *El Mundo*, *El Confidencial*, *The Objective*, *El Español* o *Ethics*, entre otros.

Digo entre otros, porque hay cuatro artículos que están publicados en esta misma revista *Actuarios*, en los números de Otoño 2016, Primavera 2020, Otoño 2021 y Primavera 2022.

Para quien no conozca a Diego, puede acudir a la primera página de la revista *Actuarios* de los últimos años y leer su nombre, pues lleva un tiempo en el que generosamente contribuye como firma y como miembro del Consejo Editorial y, más recientemente, en la extraordinaria terna de directores que forma junto con Diego Cano y Juan José de Lucio.

Las expuestas son razones más que suficientes para escribir esta reseña bibliográfica, en la que trato de eliminar toda subjetividad, por el afecto y admiración que profeso por Diego, quien está llamado a ser, si no lo es ya, uno de los grandes filósofos y pensadores de nuestra España contemporánea, lo que, si fuese reconocido por el lector, sin duda me habrá concedido el logro de la objetividad que ansiaríamos tanto Diego como yo al leer esta breve reseña.

Sostiene el autor que la Filosofía es el anhelo del bien, la verdad, y la belleza, que no pueden demostrarse fehacientemente que existan, por lo que los ensayos que se recopilan en este libro serían la constatación de un fracaso. Sin embargo, nunca la duda sobre la certeza, ni la reflexión sobre cualquier axioma, o la invocación del compromiso o de la ética, pueden ser en modo alguno un fracaso, sino el éxito de los inescrutables caminos de la razón humana por los que la Filosofía transcurre.

Este libro recoge como decía al inicio, 99 artículos del autor, entre los cuales, además de los cuatro publicados en la revista *Actuarios*, quisiera destacar “Carta a un joven postmoderno”, publicado el 15 de enero de 2021 en *El Español*, y que fue merecedor del prestigioso premio “David Gistau” en su segunda edición, que convocan anualmente Unidad Editorial y Vocento, en uno de cuyos diarios, *ABC*, hoy ocupa la Dirección de Opinión y desde el que está impulsando una renovación en las firmas e innovando en los temas de la respetada tribuna “La Tercera”. ●



Inflar palabras

Diego S. Garrocho // Profesor de Filosofía.
Universidad Autónoma de Madrid

La inflación no es un fenómeno puramente económico. La realidad está llena de cosas que se inflan y, por ende, de cosas que explotan. Ocurre en el ámbito de los afectos y sucede, también, en el dominio de los conceptos. Hay expresiones que sufren una profusa inflación y casi podría dibujarse la curva que explica a partir de qué momento un concepto se gasta o se aniquila por causa de su abuso. Existen ideas o palabras que deberíamos reservar para las grandes ocasiones, como hacen los cobardes con los relojes buenos.

Y esa es otra de las claves. Los conceptos son seres vivos y tienen, por ello, un ciclo de vida finito. Los hay que desaparecen por sentencia de muerte, como ocurre con los términos censurados, y otros que declinan por causas naturales e incluso por pura edad y desuso. Una de las peores cosas que le puede pasar a una palabra es que sepamos que existe y que, pese a todo, hayamos olvidado su significado. Sin embargo, hay otros conceptos a los que les ocurre como al amor de Rocío Jurado, que se le murió de tanto usarlo, porque hay conceptos que mueren a fuerza de desgastarlos.

Los conceptos que mueren por abuso son aquellos que mueren de éxito. Palabras o intuiciones que un día se acuñaron con sentido y que generaron un intenso

magnetismo en torno a sí corren, sin embargo, el peligro de morir por sobreexposición, como Marilyn o Elvis. Son palabras o sintagmas que hubo un día que pudieron tener tino y que, andando el tiempo, acabaron por sacrificar su precisión semántica por causa de su éxito.

Algunas expresiones abusadas son, simplemente, malos préstamos lingüísticos que nunca tuvieron ningún valor. En un préstamo del inglés, con demasiada frecuencia se escucha ahora eso de que una conferencia o una persona pueden ser “inspiradoras”. Del mismo modo, especial fortuna ha corrido la expresión “poner [lo que sea] en el centro”, en un uso metafórico y legítimo del espacio geométrico, aunque cada vez más, de dudoso gusto. Pero puestos a poner cosas en sitios, “poner en valor” habrá de ser, sin duda, la expresión más frecuentemente abusada en nuestras conversaciones. Un recurso del todo ausente hasta hace muy poco y que ahora se repite con la misma recurrencia que cualquier preposición. Y desconfíen, por supuesto, de todas aquellas personas que se comprometen con el pensamiento crítico. Hubo un tiempo en que aquella expresión tenía sentido. Pero me temo que el recurso ha quedado hoy reservado para los pedagogos de encargo y para otros sicarios de la palabra. Cuiden el uso de las palabras y cada vez que se reconozcan empleando uno de los conceptos de moda sospechen que, tal vez, no sean exactamente ustedes los que están pensando. ●

Al Actuario

Cuando apliques las tablas, la experiencia que sea la más reciente, por favor, que la ciencia actuarial es una ciencia que hay que tratar con tino y con rigor.

Que el tipo de interés no sea excesivo, sino que sea razonable y prudente, que el ser conservador es decisivo al traer las pensiones al presente.

En edad o salario, esas cuestiones, por favor, no me vengas con promedios, que calcular por aproximaciones ya no hace falta con los nuevos medios.

Al formular las prestaciones, ten cuidado no cometas errores, que si no luego en las valoraciones hay resultados mayores o menores.

Y si calculas una reversión, has de saber que el cónyuge y los hijos lo mismo cambian y es un mogollón porque estos datos no son datos fijos.

Sé cuidadoso, sé consciente, sé preciso, y sobre todo verifica los datos, que a más de uno por tonto o indeciso le hacen luego pasar muy malos ratos.

Antonio Méndez
Abogado experto en previsión social

La gran desconocida en España: La Escala de Actuario perteneciente al Cuerpo Superior de Actuarios, Estadísticos y Economistas de la Administración de la Seguridad Social

Paz Sanz

Siempre me han gustado las matemáticas, los puzzles y la investigación. Empecé a estudiar Ciencias Económicas y por casualidad me topé con las Ciencias Actuariales. A la hora de elegir especialidad, eran ellas o cuantitativa y así se convirtieron en mi salvación entre tanta economía. Eran matemáticas y por partida doble: financieras y actuariales. Todo un desafío, pero ¿dónde me había metido? Los dos cursos de especialidad pasaron y casi todas las asignaturas iban encaminadas al sector privado. Al final de la especialidad, una profesora hizo propaganda de unas oposiciones a la Seguridad Social, era D^a Ana de Vicente. Tras hablar con ella, decidí prepararlas y mientras trabajaba fui sacando los exámenes. Me convertí en Actuario del Cuerpo Superior de Actuarios, Estadísticos y Economistas de la Seguridad Social, escala Actuario. Nombre muy rimbombante pero que, por culpa de la gestión, hasta hace pocos años no he empezado a ejercer como tal.

Junto con otros compañeros del Cuerpo, únicamente hemos realizado gestión y más gestión, pero nada de investigación y análisis financiero-actuarial. Esa parte la "realiza" la Dirección de Ordenación de Seguridad Social, el resto al ser Entidades Gestoras, solo gestión. (lógico; pero seguí buscando).

Desde mis inicios como actuario he estado colegiada en nuestro Instituto y he podido formarme con diversos cursos que consideraba que podían ser de utilidad a la Seguridad Social. Sin embargo, ha sido mi proyección formativa internacional la que me ha abierto los ojos sobre lo que es ser Actuario de la Protección Social. Otra vez el azar me ayudó, asistí a un curso internacional para actuarios de la Seguridad Social y lo conseguí, tras años de estudio soy Analista de Protección Social reconocido por la OIT. Un mundo fascinante de investigación y continuo aprendizaje se ha abierto ante mí. Mas allá, de las ideologías políticas que casi siempre están condicionadas al interés de una, ahora ser actuario de seguridad social tiene una doble consecuencia para mí: es un continuo desafío de aprendizaje y es un continuo dolor de cabeza, para hacerme entender entre tanta burocracia (aunque a veces sea desesperante). Estar al día de noticias y de publicaciones tanto nacionales como internacionales me motivan a seguir investigando y seguir aportando la labor técnica que, como actuario de la Seguridad Social pueda aportar a la institución y a la población española.

En este punto, he llegado al final de este pequeño relato y solo espero que os haya transmitido parte de mi entusiasmo en esta parcela tan desconocida en España; porque pertenecer a la Escala de Actuario del Cuerpo Superior de Actuarios, Economistas y Estadísticos de la Seguridad Social es un privilegio, pero el gran honor es sentirse y ser ACTUARIO. ●

Foto: iStock.com/David Gyung



El Instituto de Actuarios reivindica la Función de Gestión de Riesgos en la presentación de su Guía



Rafael Moreno y José Antonio Fernández de Pinto.

El Instituto de Actuarios Españoles presentó el pasado 14 de febrero la nueva Guía de Autorregulación de la Función de Gestión de Riesgos bajo Solvencia II. Esta guía viene a seguir completando el marco de estándares, notas técnicas y guías profesionales que el Instituto de Actuarios Españoles (IAE) aprueba para que los actuarios desarrollen adecuadamente funciones para las que cumplen los criterios de aptitud a satisfacer para su correcto desempeño.

En la guía se analizan aspectos como los requisitos para el desempeño de la Función de Gestión de Riesgos, la adaptación a la estructura organizativa en una Entidad de seguros y reaseguros, criterios internos establecidos por la Entidad para salvaguardar la independencia de la Función y tratar de evitar los posibles conflictos de interés que pudieran surgir, el alcance de las tareas vinculadas a la Función en materia de Sistema de Gestión de Riesgos y ORSA, y la necesidad de establecer pautas en una política escrita expresa para la Función de Gestión de Riesgos y sobre el contenido y alcance del Informe de la Función de Gestión de Riesgos.

En el acto celebrado en la sede de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones han participado junto al Presidente del Instituto José Antonio Fernández de Pinto (subdirector General de Inspección) y Magdalena Rubio (subdirectora General de Solvencia). El Grupo de Trabajo lo han compuesto Svetlozar Mindov, José Gabriel Puche (CERA) y Hugo González Riera (CERA), y Santiago Romera, Clara Martínez-Conde y Rafael Esteo, quienes participaron en una mesa de presentación. ●

PARA SABER MÁS...



- <https://www.actuarios.org/el-instituto-de-actuarios-reivindica-la-funcion-de-gestion-de-riesgos-en-la-presentacion-su-guia/>
- https://www.actuarios.org/wp-content/uploads/2021/07/Guia-Autorregulacion-Funcion-Gestion-Riesgos_2023.pdf

Eduardo Sánchez Delgado dirigirá el Observatorio Actuarial de Sostenibilidad y Cambio Climático del Instituto de Actuarios

El actuario Eduardo Sánchez Delgado ha sido designado Director del Observatorio Actuarial de Sostenibilidad y Cambio Climático del Centro de Investigación Actuarial de España (CIAE).

El Centro de Investigación Actuarial de España (CIAE) es el órgano en el que se engloba la actividad de investigación aplicada de la ciencia actuarial, que el Centro desarrolla en cinco ámbitos con sus correspondientes Observatorios Actuariales: sostenibilidad y cambio climático; ciencia de datos e inteligencia artificial; previsión social; sistema de valoración de los daños y perjuicios causados a las personas en accidentes de circulación (baremo); y biometría actuarial.

Eduardo Sánchez Delgado es Miembro Titular del Instituto de Actuarios Españoles, Codirector del Centro de Investigación Actuarial de España (CIAE), Actuario acreditado CERA, Doctor en Ciencias del

Seguro, Diplomado en Estadística y miembro del Comité Científico de la revista Anales del Instituto de Actuarios Españoles. Asimismo, es el Director Corporativo Actuarial del Grupo MAPFRE y miembro de su Comité Global de Negocios.

Tras esta designación, el Instituto de Actuarios procederá a continuar con los nombramientos de los responsables de los Observatorios Actuariales de ciencia de datos e inteligencia artificial; del Sistema de Valoración de los daños y perjuicios causados a las personas en accidentes de circulación; de Previsión Social; y de Biometría Actuarial. ●

<https://www.actuarios.org/eduardo-sanchez-delgado-dirigira-el-observatorio-actuarial-de-sostenibilidad-y-cambio-climatico-del-instituto-de-actuarios/>

Rafael Moreno dirigirá el Observatorio Actuarial de Baremo de Autos del Instituto de Actuarios

El actuario Rafael Moreno Ruiz ha sido designado Director del Observatorio Actuarial del Sistema de Valoración de los daños y perjuicios causados a las personas en accidentes de circulación del Centro de Investigación Actuarial de España (CIAE).

El Centro de Investigación Actuarial de España (CIAE) es el órgano en el que se engloba la actividad de investigación aplicada de la ciencia actuarial, que el Centro desarrolla en cinco ámbitos con sus correspondientes Observatorios Actuariales: sostenibilidad y cambio climático; ciencia de datos e inteligencia artificial; previsión social; sistema de valoración de los daños y perjuicios causados a las personas en accidentes de circulación (baremo); y biometría actuarial.

Rafael Moreno Ruiz es Miembro Titular y Presidente del Instituto de Actuarios Españoles, miembro del

Comité Científico de la revista Anales del Instituto de Actuarios Españoles y vicepresidente del Comité de Educación de la Asociación Actuarial Europea (AAE). Asimismo, es Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y Profesor Titular y Coordinador del Máster en Ciencias Actuariales y Financieras de la Universidad de Málaga.

Con esta designación, la segunda del CIAE, el Instituto de Actuarios procederá a continuar con los nombramientos de los directores de los Observatorios Actuariales de Previsión Social, Biometría Actuarial, y de Ciencia de Datos e Inteligencia Artificial. ●

<https://www.actuarios.org/rafael-moreno-dirigira-el-observatorio-actuarial-de-baremo-de-autos-del-instituto-de-actuarios/>

El Instituto de Actuarios da visibilidad a las universidades que imparten el Máster en Ciencias Actuariales y Financieras

Coincidiendo con el inicio de los procesos de preinscripción en títulos de Máster en las Universidades, el Instituto de Actuarios Españoles ha creado un nuevo portal de internet para dar a conocer cómo se accede a la profesión, sus características como profesión regulada en España, y las Universidades cuyo Máster ha sido validado para el acceso a la colegiación en el Instituto de Actuarios.

En la actualidad imparten el Máster Universitario en Ciencias Actuariales y Financieras (MCAF) que habilita al acceso al Instituto nueve universidades (Madrid: Universidad Complutense de Madrid, Universidad Carlos

III de Madrid, Universidad Rey Juan Carlos, Universidad de Alcalá; Andalucía: Universidad de Málaga; Valencia: Universitat de Valencia; País Vasco: Universidad del País Vasco; Cataluña: Universidad de Barcelona; Castilla y León: Universidad de León). ●

La web está disponible en <https://universidades.actuarios.org>

<https://www.actuarios.org/el-instituto-de-actuarios-da-visibility-a-las-universidades-que-imparten-el-master-en-ciencias-actuariales-y-financieras/>

La “reforma Escrivá” deteriora la equidad contributiva y la sostenibilidad del sistema de pensiones

El Instituto de Actuarios Españoles (IAE) alerta de que la “reforma Escrivá” deteriora la equidad contributiva y lastra gravemente la sostenibilidad del sistema. El IAE viene a alinearse con los fundados temores expresados también por la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) acerca de los cambios que se prevén en la normativa. El nuevo informe elaborado de urgencia por el Instituto reúne las principales reflexiones de la entidad acerca de la nueva normativa y arroja que la reforma, al realizar un ajuste del incremento de las cotizaciones que recae, en mayor medida, sobre los afiliados más jóvenes y/o con salarios más elevados, trae implícito el deterioro de la equidad contributiva, intergeneracional e intrageneracional del sistema. Igualmente, y a la vista de los datos expuestos por el propio Ministerio, la reforma provoca un sensible empeoramiento de la sostenibilidad financiera del sistema que, para el IAE, hará que se tenga que aplicar en su totalidad un mecanismo de ajuste que activará una fuerte subida de ingresos –muy probablemente mediante el alza del tipo de cotización–, con las consecuencias que esto

puede tener en el mercado de trabajo y, nuevamente, sobre la equidad del sistema.

El informe, que puede descargarse íntegramente en la web del IAE, muestra que la reforma supone también un importante cambio de las fuentes de financiación del sistema, al hacer recaer todo el peso del ajuste sobre las cotizaciones que pagan empresas y trabajadores. Asimismo, los actuarios expertos del IAE prevén una alta probabilidad de que, transcurrido el periodo previsto en la reforma, deba activarse el mecanismo automático de corrección de los desajustes para poder generar ingresos suficientes que los equilibren. Sin embargo, si esos ingresos extra se centran, como de hecho ocurre en esta reforma, en seguir aumentando el tipo de cotización, se puede provocar un significativo quebranto en el empleo. ●

<https://www.actuarios.org/la-reforma-escriva-deteriora-la-equidad-contributiva-y-la-sostenibilidad-del-sistema-de-pensiones/>

<https://www.actuarios.org/wp-content/uploads/2021/07/IAE-Breve-reflexion-sobre-la-reforma-del-sistema-de-pensiones-28mar23.pdf>



Instituto de
Actuarios Españoles
COLEGIO PROFESIONAL

Miembros titulares

Apellidos	Nombre	Número
CRUZ SAIZ,	Ainhoa	MT-4224
DOCTOR SANZ,	Fernando	MT-4225
GÓMEZ-TRUEBA SANTAMARÍA,	Paula	MT-4226
HERRERA MARTÍN,	Javier	MT-4227
LASA IMAZ,	María del Coro	MT-1419
MARTÍNEZ PAJARES,	Rocio	MT-4228
PUNTERO SÁNCHEZ-CASAS,	Alberto	MT-4229
QUIROS JIMÉNEZ,	Javier	MT-4230
REVERT BURGUILLOS,	María Josefa	MT-4231
BIEC AMIGO,	Santiago Félix	MT-4232
MARTÍNEZ GUTIÉRREZ,	Francisco	MT-4233
MARTÍN HERNÁNDEZ,	Elisabet	MT-3526
ALBIZUA BASURTO,	Paul	MT-4234
ALEJANO RISCO,	Marina	MT-4235
BAUTISTA RAMOS,	Susana	MT-4236
CURESCU,	Daniel Ioan	MT-4237
FLOR GÓMEZ,	María Cristina	MT-4238
RODRIGO JORDAN,	Ernesto	MT-4239
SÁNCHEZ GIMON,	Roberto	MT-4240
ARROYO GARCÍA,	Jeanfranco Simón	MT-4241
DE CASTRO PÉREZ,	Inés	MT-4242
SANTORO MUÑOZ,	Luis	MT-4243
SAEZ MARTÍNEZ DE LA PEDRAJA,	Jaime	MT-4244
BOSCH CANO,	Nuria	MT-4245
DÍEZ GARCÍA,	Ana	MT-4246
ESCUDERO SERRANO,	Olatz	MT-4247
GARCÍA PASCUAL,	Cristina	MT-4248
GÓMEZ SOLAZ,	Carlos	MT-4249
NAVAS SERRANO,	Pablo	MT-4250
TERCERO VARELA,	Francis Pamela	MT-4251
MARTÍN GONZÁLEZ,	Iratxe Dorleta	MT-4252
ROBLES BERNI,	Irune	MT-4253
GARCÍA-AGUILERA DE LA MAZA,	Almudena	MT-4254
ARRIBAS GARCÍA,	Miriam	MT-4255
ATANCE DEL OLMO,	David	MT-4256
CASTRO LORES,	Pablo	MT-4257
ACEDO GÓMEZ,	Noelia	MT-4258
CAMPOS GÓMEZ,	Melissa Magdalena	MT-4259
CORRERO TORRES,	Diego	MT-4260
MEJÍAS SERRANO,	Cristina	MT- 4261
HINGORANI JAI PRAKASH,	Ankush	MT- 4262
TOUGH,	Cameron James	MT- 4263

Europa

En 1962 se produce la primera petición de adhesión de España a las entonces Comunidades Europeas. La firma del Tratado de Adhesión a la Comunidad Económica Europea se demoró hasta 1985, siendo efectiva la entrada de España en la CEE en 1986. Desde entonces, los españoles hemos presidido el Parlamento europeo en varias ocasiones, somos miembro fundador del euro y formamos parte del espacio Schengen. En los más de treinta años de pertenencia, hemos traspuesto ampliamente normas europeas, gozado de fondos, aportado al presupuesto, enviado y recibido trabajadores y estudiantes, empresas y productos. En el segundo semestre del año 2023, España ejerce por quinta vez la presidencia del Consejo de la Unión Europea, en turno de seis meses según el sistema de rotación vigente. En el año 2024, elegimos por octava vez a los representantes españoles del Parlamento Europeo. En definitiva, nos hemos integrado plenamente en todos los ámbitos de lo que hoy se conoce como la Unión Europea.

Importa entonces preguntarse sobre qué es Europa, y qué la Unión Europea. Importa saber el papel de España en Europa y el de Europa en el mundo, para comprender hasta qué punto influimos y somos influidos en el vigente orden internacional, nacido de Versalles en 1919, y que hoy encuentra elementos de crisis y transformación. La arquitectura institucional europea, los compromisos normativos y regulatorios que se derivan de la pertenencia a la Unión, los distintos paradigmas profesionales y antropológicos a que se enfrenta la profesión ejerciente en ámbitos territoriales y normativos más amplios son elementos de interés para los Colegiados del Instituto que pretende detectar los nuevos retos y necesidades y facilitar herramientas para la mejor adecuación a contextos de exigencia diferente. Importa, por fin, concretar los organismos regulatorios europeos referidos a nuestro ámbito, el proceso de trasposición normativo relativo al seguro, las dificultades y ventajas de actuación actuarial en el marco comunitario. Estos y otros elementos afines constituyen oportunidades de actividad y exigencias de actuación para el actuario que debemos considerar.

En el número 53 de la Revista, que se corresponde al otoño de 2023, esperamos recoger los aspectos más relevantes que hemos enunciado, y que se derivan de nuestra ubicación y situación en Europa. Será, como siempre, con la colaboración de expertos dentro y fuera de la profesión, en el espíritu constante de enriquecernos compartiendo trabajos que aspiran a la excelencia.

Máster Universitario en Ciencias Actuariales y Financieras

Única titulación que habilita
para el acceso al ejercicio profesional
y el Instituto de Actuarios

Universidades impartiendo el MCAF:

