

7.4

R. 7.118
LAR-60

LA RENTA FIJA PRIVADA EN LA INVERSION
DE LAS ENTIDADES DE SEGUROS

Por IGNACIO HERNANDO DE LARRAMENDI,
Consejero Delegado del Grupo Asegurador MAPFRE
y Vicepresidente de AGECA.

18 abril 1.978

Voy a comentar los rasgos generales del papel del sector asegurador en el mercado español de renta fija privada, aspecto importante de futuro, ya que las entidades de seguros constituyen en el mercado financiero español actual el principal tomador potencial no coactivo de títulos privados de renta fija.

Mi exposición abarcará cuatro temas o facetas diferenciadas: algunas consideraciones sobre el carácter financiero de las entidades aseguradoras y su evolución en España en los últimos años; la problemática y regulación legal de las inversiones de estas entidades; algunos datos sobre el papel que han desempeñado hasta ahora las entidades de seguros dentro del mercado específico de los títulos de renta fija; y, por último, posibles líneas que faciliten el desarrollo futuro de estos títulos.

1. LAS ENTIDADES DE SEGUROS COMO INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Las compañías de seguros realizan una actividad de intermediación financiera en cuanto recogen fondos del público (cobro de primas), mediante la creación de activos financieros (pólizas), que dan derecho a sus beneficiarios a recibir dichos fondos en el futuro en forma de pago de siniestros, o de ahorro acumulado como en el seguro de vida.

La emisión de contratos de seguro tiene su reflejo en el pasivo del balance a través de las reservas técnicas, que se nutren de las primas cobradas. Estas reservas técnicas materializan en cada momento la valoración de los compromisos contraídos con los asegurados, a que se ha de hacer frente en el futuro. Estos "recursos ajenos" de que se nutren las reservas técnicas han de invertirse necesariamente en determinados activos, autorizados por una normativa legal encamionada a garantizar la solvencia de las entidades, a fin de que éstas puedan responder al pago de los siniestros.

La importancia de la función de intermediación financiera de una entidad aseguradora es diferente según las distintas modalidades o "ramos" de seguro. Desde este punto de vista existen dos clases principales de operaciones de seguro, diferenciadas en muchos países, incluso con exigencia de empresa diferente: los seguros a corto plazo, generalmente a un año, y los prolongados en el tiempo, básicamente el seguro ordinario de vida.

En los primeros, entre los que el de mayor volumen de primas es el ramo de Automóviles, la entidad aseguradora mantiene un patrimonio, creciente en proporción a sus primas, destinado a garantizar el cumplimiento de sus obligaciones de pago de siniestros y cuyo rendimiento sirve a su vez para compensar pérdidas técnicas. Esta situación hace difícil la entrada en el mercado a empresas nuevas, que apenas pueden contar con este rendimiento patrimonial extra.

En el seguro a largo plazo -casi exclusivamente el seguro ordinario de vida- las inversiones respaldan el ahorro contractual de los asegurados. En realidad el seguro de vida es casi la única institución permanente de ahorro contractual a -

largo plazo. La inversión adecuada de este ahorro, en condiciones de revalorización y rendimiento, no sólo garantiza obligaciones contractuales, sino que puede permitir mejorarlas a través de la participación de los asegurados en el beneficio obtenido por este conducto, en lo que excede del técnico previsto contractualmente, como ocurre ya en - España en las fórmulas más modernas de seguros de vida.

El mayor o menor plazo de las coberturas de seguro tiene, naturalmente, su reflejo en una mayor o menor acumulación de reservas técnicas. Tomando datos de seguro directo de - los ramos de Vida y Automóviles, los más significativos -- porque entre ambos representan más de la mitad de las primas emitidas, la proporción entre el volumen de reservas - técnicas y las primas emitidas en el ejercicio 1.975 para el conjunto de las entidades que operan en España era la - siguiente: en Vida las reservas técnicas representaban el 243% de las primas, mientras que en Automóviles representaban solamente el 84%. Esto significa que el seguro de Vida refuerza la potencia financiera de las entidades aseguradoras y, naturalmente, su carácter de inversores institucionales.

En este sentido es importante hacer referencia a la evolución reciente de la actividad aseguradora en España, ya -- que el rápido desarrollo de nuestro sector asegurador ha - ido acompañado de una participación creciente del ramo de Vida, cuya progresión ha sido importante en estos últimos años, no sólo en términos monetarios, sino en términos reales. La recaudación total de primas de seguro privado en - España -117.000 millones de pesetas en 1.976 y 150.000 mi- llones de pesetas en 1.977- ha representado en los últimos quince años porcentajes crecientes del Producto Nacional - Bruto, pasando de un 1,5% a un 2,5% aproximadamente, aun - que esta participación sigue siendo inferior a la de otros países occidentales, como puede apreciarse en los siguien- tes datos del año 1.976:

	% Primas P. N. B.
U.S.A.	6,9
Gran Bretaña	5,2
Alemania	4,7
Francia	3,4
Italia	2,4
España	2,2

Este crecimiento del seguro en España se ha acompañado de una transformación de su estructura de primas con importan- cia creciente del seguro de Vida, que ha pasado de un 11% del total en 1.970 a casi un 14% en 1.977. En cambio, el - Ramo de Automóviles ha ido perdiendo importancia relativa, desde casi un 41% en 1.970 a un 36% en 1.977. Esta evolu- ción debe continuar en los próximos años, aunque todavía - esté muy alejada de los países de la Comunidad Europea, -- pues por ejemplo en Alemania el ramo de Vida representa un 37% del total y en Gran Bretaña un 61%. Parece razonable -

esperar que en el futuro, descontando una evolución aceptable del conjunto de la economía española, y a pesar de posibles repercusiones a corto plazo de la reforma fiscal en el seguro de vida, continuará este proceso de potenciación acelerada de la capacidad financiera del seguro español, que tendrá su reflejo en la importancia del sector como inversor institucional.

Finalmente es previsible que en los próximos años se inicie en nuestro país el desarrollo de Fondos de Pensiones, que en mercados financieros desarrollados como el americano se han convertido en instituciones preponderantes y en el que el sector asegurador debe tener alguna participación o influencia. Su porvenir en un país como el nuestro puede ser importante y constituye un cliente potencial del mercado de renta fija en el futuro.

2. PROBLEMATICA Y REGULACION LEGAL DE INVERSION DE RESERVAS -- TECNICAS

Las dos líneas de operaciones señaladas requieren una diferente política de inversiones: en los seguros a corto plazo el énfasis corresponde al rendimiento; en el seguro de Vida es más importante la conservación del valor real del capital, evitando la erosión monetaria, ya que, si no ocurre así, el seguro de Vida pierde influencia institucional, situación que se ha dado en nuestro país hasta hace poco tiempo y que sigue existiendo en los países de inflación acelerada como Argentina y Chile.

La regulación de las entidades aseguradoras comienza en España con la Ley de 14 de mayo de 1.908, de carácter intervencionista, en cierta contradicción con el liberalismo económico de la época, pero en la línea de la legislación que se estaba implantando en otros países buscando la protección de los asegurados.

Sus normas, complementadas por un Reglamento del año 1.912, eran muy restrictivas en materia de inversión de reservas técnicas y se mantuvieron vigentes hasta el año 1.954.

La Ley de 16 de diciembre de 1.954, reguladora de los seguros privados, amplió el margen concedido a la iniciativa privada y el área de decisiones de inversión de las entidades. De acuerdo con su artículo 22, las reservas técnicas deben invertirse así: un 30% de las matemáticas y de riesgos en curso en Fondos Públicos depositados en el Banco de España; otro 30%, en valores industriales o comerciales previamente autorizados a través de una lista aprobada por el Ministerio de Hacienda, igualmente depositados en el Banco de España; el 40% restante y la totalidad de las reservas para siniestros pendientes puede estar cubierto además por efectivo en Caja y Bancos, préstamos hipotecarios o sobrevalores, inmuebles y propiedades forestales. Se permite, pues, la inversión en renta variable, aunque con carácter restringido. Lo cierto es que después de esta Ley la mayor parte de la inversión en valores de las entidades de seguros continuó orientada hacia la renta fija, dada la limitación de la renta variable a una lista autorizada, las difi-

cultades que para la agilidad en las decisiones de compra y venta en Bolsa se derivaban del depósito necesario en el Banco de España y, por qué no decirlo, también por el espíritu conservador y la prevención hacia la Bolsa de -- bastantes sectores de entidades.

El Decreto Ley de 30 de abril de 1.964, sobre régimen jurídico fiscal de Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria, mejoró de forma importante las posibilidades de inversión en renta variable, al considerarse aptas para cobertura de reservas las acciones de las Sociedades y participaciones de Fondos que se crearan al amparo de dicha Ley, lo que supuso un doble efecto: a través de las Sociedades de Cartera se podía invertir en todas las acciones cotizadas en Bolsa y no sólo en las de la lista autorizada; y además se eliminaban los problemas derivados del depósito necesario, ya que, aunque las acciones de las Sociedades o las participaciones de los Fondos quedasen depositadas en el Banco de España, su cartera de valores podía manejarse libremente en la Bolsa. Esta disposición se tradujo en la práctica en un aumento importante de la inversión de las entidades de seguros en renta variable.

Una nueva disposición en la misma línea liberalizadora -- fué el Decreto de 12 de septiembre de 1.970, dictado como reconocimiento a la necesidad de mayor flexibilidad en la inversión de las reservas para favorecer la expansión y abaratamiento de algunas clases de seguro. Aún manteniendo la obligación de invertir una parte importante en valores públicos, se ampliaron las posibilidades de inversión directa en renta variable, al admitirse como aptas para cobertura de reservas todas aquellas acciones que cumpliesen unos determinados requisitos objetivos: más de 500 millones de capital y reservas y cotización calificada. En cambio, para los títulos de renta fija se mantuvo el sistema de autorización previa a través de la lista aprobada por la Junta de Inversiones. De acuerdo con este Decreto, la inversión en un mismo valor no puede exceder de un 10% de la totalidad de las reservas técnicas y del 10% del total de títulos emitidos por cada empresa, salvo en Sociedades o Fondos de Inversión Mobiliaria en que este último porcentaje puede llegar al 66%.

Todavía en 1.977 se produce una nueva disposición que mejora la capacidad de inversión de las Compañías de Seguros (Decreto de 18 de febrero de 1.977), que agilizó en alguna medida el régimen de sustitución de depósitos necesarios, ordenó que los inmuebles se valoren con arreglo a rentas reales y se acepten provisionalmente por el 100% de su valor de compra, y estableció la posibilidad de inversión en sociedades inmobiliarias que reúnan determinados requisitos.

En el momento actual existe un proyecto de nueva disposición que, entre otras modalidades, suprime el sistema de

lista autorizada para la renta fija, pasando a ser aptas para la cobertura de reservas técnicas de entidades de seguros todas las obligaciones que coticen en Bolsa y estén emitidas por sociedades cuyo capital y reservas sea superior a 200 millones de pesetas.

Resumiento lo expuesto, puede advertirse un claro proceso en tres etapas diferenciadas:

- Hasta la Ley de 1.954 las sociedades de seguros tenían muy reducidas posibilidades de inversión libre de sus reservas técnicas.
- La mencionada Ley de 1.954 permitió un limitado nivel de libertad en las inversiones, si bien continuó en la práctica el predominio de la renta fija con bajos niveles de rentabilidad, representando generalmente las entidades de seguros un papel similar al de las Cajas de Ahorro, orientado a proporcionar financiación barata y segura a algunos sectores, como el eléctrico o servicios públicos.
- En la tercera y actual etapa, que comenzó con el Decreto de 30 de abril de 1.964 sobre Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria, se han ido ampliando las posibilidades reales de inversión en renta variable y se ha llegado a un nivel aceptable de liberalización. Subsisten como aspectos negativos más importantes la exigencia de inversión en Fondos Públicos del llamado "primer tramo" -30% de las reservas matemáticas y de riesgos en curso y el mantenimiento de la exigencia del depósito de los títulos en el Banco de España, innecesario puesto que se podría llevar idéntico o mayor control a través de las instituciones privadas de crédito, con mucho mayor agilidad operativa. Esta exigencia de depósito necesario ha llevado a gran número de entidades a preferir la inversión indirecta a través de Sociedades de Cartera; su supresión era uno de los puntos positivos del proyecto de Ley de Seguros preparado por el entonces Ministro de Hacienda, Sr. Carriles, que no llegó a ver la luz, y constituye una situación que debe resolverse por la Administración.

3. LA INVERSIÓN DE LAS ENTIDADES DE SEGUROS EN TÍTULOS PRIVADOS DE RENTA FIJA

Las reservas de las compañías de seguros se han materializado en dos partidas fundamentales, valores e inmuebles, ya que el resto de las inversiones contempladas por la legislación (anticipos, préstamos, etc.) tienen una significación marginal.

Según datos provisionales, en el ejercicio 1.976 las inversiones totales del sector de seguros y capitalización en valores e inmuebles alcanzaba una cifra ligeramente superior a los 111.000 millones de pesetas y en 1.977 probablemente se acercará a 140.000 millones. En el cuadro que acompaña a esta conferencia figura con mayor desglose la evolución de estas inversiones entre 1.969 y 1.976.

.//..

El grado de liberalización de las inversiones se manifiesta en el cambio experimentado por su estructura. -- Las Sociedades y Fondos de Inversión representaban en 1.969 el 5% de las inversiones en valores y han pasado a representar más del 20%.

En renta fija se observa que las inversiones en Fondos Públicos se desarrollan de manera regular, mientras que las correspondientes a obligaciones han crecido muy poco en relación con el rápido aumento de inversiones. De acuerdo con los datos expuestos, el crecimiento de la inversión en obligaciones en los años 1.970 a 1.973 ha sido del orden de 450 millones de pesetas anuales; en los años 1.974 y 1.975 el crecimiento es del orden de 750 millones; y en el año 1.976 el crecimiento se sitúa en 2.200 millones de pesetas. Estas cifras, procedentes del Anuario que publica la Dirección General de Seguros, no son totalmente significativas ya que se reflejan las diferencias entre saldos de balances anuales lo que no es representativo de la suscripción de nuevas emisiones por los siguientes motivos:

- La proliferación de emisiones convertibles, cuya conversión origina traspasos contables de la cartera de obligaciones a la de acciones, deprimiendo las cifras correspondientes a la inversión en obligaciones.
- La intensiva creación de Sociedades de Inversión Mobiliaria por las entidades de seguros (seis mil millones entre 1.974 y 1.975) que han recibido obligaciones existentes en cartera, dan lugar también a una reducción de las cifras de obligaciones y aumento de la de acciones que no responde a operaciones reales de compra o venta. En la misma forma, parte de las nuevas emisiones de obligaciones se ha suscrito a través de sociedades de cartera.
- En cambio, la cifra correspondiente a 1.976 puede estar influída por la utilización de bonos de caja como instrumento de colocación transitoria de tesorería ante las dificultades de inversiones más estables, lo que no puede considerarse estrictamente como inversión en renta fija.

Una estimación, obviamente sujeta a muchas reservas mentales, podría fijar la suscripción anual real de obligaciones por las entidades de seguros en torno a 2.000 millones de pesetas anuales.

Aunque también con reservas, puede aseverarse que esta inversión no se ha realizado en la misma proporción en todas las emisiones ofertadas en el mercado, sino que se han dirigido preferentemente fuera de los llamados "circuitos privilegiados", principalmente a emisiones colocadas en el mercado libre. En estas emisiones la participación real del sector asegurador puede llegar a tener im-

portancia, aunque lejos aún de la posición preponderante que tiene en algunos países como Inglaterra, Suecia, o Estados Unidos, en que absorbe entre la tercera parte y la mitad de las emisiones de obligaciones.

No es aventurado afirmar que en 1.979, con una recaudación de 190.000 millones de pesetas, el seguro español podrá llegar a invertir en renta fija entre 10 y 15.000 millones de pesetas si se ofrecen emisiones atractivas para el inversor.

4. POSIBILIDADES FUTURAS

La política de inversión de una entidad aseguradora depende en gran parte del grado de inflación del área territorial en que se desenvuelve. La inflación es un hecho natural en la vida económica moderna y solamente en circunstancias muy anormales se ha logrado detenerla absolutamente, generalmente con eliminación paralela de las libertades elementales. En términos muy generales puede hablarse de tres tipos de inflación: "inflación estable", con un 2 a un 5 por ciento anual de deterioro monetario; "inflación acelerada", como la que estamos teniendo en España, con un 6 a un 20 por ciento; e "inflación galopante", con más de un 20 por ciento que es característica de algunos países de América Latina. Cada uno de estos casos requiere una diferente política de inversión y en las dos primeras puede ocupar un lugar importante la renta fija privada.

La renta fija se adapta principalmente a una situación de "inflación estable", en la que se acentúan sus ventas sobre la renta variable e incluso sobre la inversión en inmuebles. En la inflación acelerada puede también ser una inversión válida si aparecen fórmulas interesantes para el inversor. En la inflación galopante, la renta fija pierde su razón de ser y no puede constituir objeto de inversión para las entidades que velen adecuadamente por sus intereses y los que tienen encendados de terceros

En España, en los últimos años, la renta fija privada ha estado mezclada con la protección a la gran industria e industrias de carácter semipúblico, obligándose a ciertas instituciones a invertir en ellas. Esto ha disminuido su interés para los inversores libres que, o bien se han perjudicado gravemente por no haber apreciado rápidamente este problema, o han despreciado la inversión en estos títulos, salvo cifras mínimas.

Las posibilidades futuras de los títulos de renta fija están condicionadas por un cambio radical de esta política. Parece que estamos en un momento de transición y que un cambio de mentalidad oficial y la dura experiencia de los últimos años para las inversiones en renta -

./..

variable van a hacer posible un mercado de renta fija con suficientes alicientes para constituir una alternativa válida de inversión por sí misma y no basada en la coacción legal para ciertos inversores. Sin embargo, no hay que olvidar que intenciones como ésta se declaran - con cierta periodicidad, pero las necesidades de gobierno acaban volviendo a sacrificar a los inversores para mantener financiaciones privilegiadas a ciertos sectores.

Las entidades aseguradoras pueden constituir, como he señalado, el principal sector verdaderamente libre de inversiones institucionales en renta fija y su importancia en este mercado puede ser notable en el futuro, como en otros países occidentales. Me atrevería a decir - que el futuro mercado libre de renta fija (excluyendo - de este concepto aquellos títulos bancarios que son en realidad instrumento de colocaciones líquidas de tesorería), dependerá en gran parte del acuerdo colectivo o individual de los principales inversores del sector asegurador con las empresas emisoras de estos títulos. Por ello, constituye obligación y responsabilidad de los -- aseguradores la preocupación por estudiar objetivamente estas emisiones, tanto por sus propios intereses, como para contribuir a la protección de los inversores individuales que carecen de posibilidad de analizar directamente cada oferta. Desgraciadamente, no existe en el seguro español, ni parece posible en un próximo futuro, - un organismo colectivo que pueda asumir eficazmente esta responsabilidad tan importante para la institución, que recaerá así en las entidades de mayor dimensión y - necesidad de inversión y en las empresas dedicadas al - asesoramiento de inversores, sin duda con papel muy importante en este problema.

No es posible hacer predicciones de futuro en un aspecto tan relacionado con decisiones políticas, especialmente cuando la presión de las circunstancias obliga a mayor preocupación por el corto que por el largo plazo. El desarrollo de la renta fija en los próximos años depende en gran parte, sin duda, de la evolución de la situación bursátil y del mercado inmobiliario y de alquileres. Pero mi opinión es que un desarrollo libre y satisfactorio de la renta fija dependerá principalmente - de las condiciones de las emisiones que se oferten al - mercado, que deberían orientarse del siguiente modo:

- a) Reducción del plazo de las emisiones, para que no -- vinculen excesivamente a los inversores, y creación de un mercado eficaz que permita un grado aceptable de liquidez.
- b) Posibilidad de aumento progresivo de la rentabilidad, para corregir, al menos parcialmente, los efectos de la erosión monetaria.

./..

- c) Utilización adecuada de las posibilidades que ofrece la convertibilidad en acciones, que puede ser, en mi opinión, un aliciente válido para quienes, como las entidades de seguros, buscan una inversión permanente con revalorización a largo plazo.
- d) Reducción sustancial de la presión fiscal actual sobre las obligaciones, requisito absolutamente indispensable para que sean posibles los puntos anteriores. La difusión de la renta fija favorece la inversión a largo plazo y ofrece un alto interés nacional, que justifica una reducción drástica de la actual presión fiscal, más aún cuando en la práctica se han prodigado las exenciones totales o bonificaciones muy elevadas para la gran mayoría de las emisiones resultando un tanto poco equitativo y penalizador precisamente para las empresas que tenían que colocar sus emisiones en el mercado libre y ofrecer un mayor interés al inversor.

Estos factores pueden ser en parte de diferente naturaleza y contradictorios entre sí. La mezcla de ellos en el grado adecuado puede permitir que un título de renta fija llegue a tener interés para el inversor.

Un factor más que deberán tener en cuenta las empresas emisoras es la competencia del sector público, que necesitará recaudar en el futuro cantidades importantes en el mercado libre de renta fija, lo que le hará ofrecer condiciones atractivas y privilegios fiscales, reduciendo el campo de colocaciones de la empresa privada.

En resumen, el seguro constituye un sector con capacidad financiera importante y rápidamente creciente, que hoy goza de flexibilidad en su política de inversiones. Su papel en el mercado de inversiones de los próximos años puede ser verdaderamente destacado e influir en beneficio de la comunidad al exigir productos interesantes para el inversor, que obligue a las empresas emisoras a poner a prueba su capacidad de imaginación y a medir adecuadamente sus ofertas, siempre que se apoye en un tratamiento fiscal realista y no discriminado que deje de penalizar a algunas de las entidades emisoras de esta clase de títulos de inversión.

Pero a todo lo demás hay que añadir un factor muy específico para la entidad aseguradora: la necesidad de eliminar las trabas administrativas que implica el depósito necesario, ya que sin ello se resta grandes posibilidades de liquidez a los títulos de renta fija. Es de esperar que las disposiciones preparadas para acabar con esta situación lleguen a promulgarse y contribuyan a que las entidades aseguradoras puedan llevar a cabo su política de inversión basada únicamente en condiciones técnicas y no administrativas.

INVERSIONES DEL SECTOR ASEGURADOR
 (Millones Pesetas)

C O N C E P T O	Cifra arrastrada a 31.12.69	I N C R E M E N T O S				Estimación cifra arrast. a 31.12.76
		70-71	72-73	74-75	76	
FONDOS PUBLICOS	8.821	1.463	2.875	3.361	301	16.821
OBLIGACIONES	7.743	999	910	1.510		13.343
ACCIONES SOCIEDADES INVERS.	1.267	1.640	3.473	6.322		
FONDOS DE INVERSION	637	614	313	880	3.940	38.658
OTRAS ACCIONES	5.018	1.778	5.503	7.273		
CARTERA DE VALORES	23.486	6.494	13.074	19.346	6.422	68.822
INMUEBLES	12.310	2.701	3.444	20.654	3.934	43.043
T O T A L	35.796	9.195	16.518	40.000	10.356	111.865