

VI PREMIO INTERNACIONAL DE SEGUROS  
JULIO CASTELO MATRÁN

# **Riesgo sistémico y actividad aseguradora**

Camilo Pieschacón Velasco

**FUNDACIÓN MAPFRE**

FUNDACIÓN MAPFRE no se hace responsable del contenido de esta obra, ni el hecho de publicarla implica conformidad o identificación con la opinión del autor o autores.

Prohibida la reproducción total o parcial de esta obra sin el permiso escrito del autor o del editor.

© 2012, FUNDACIÓN MAPFRE  
Paseo de Recoletos 23  
28004 Madrid (España)

[www.fundacionmapfre.com/cienciasdelseguro](http://www.fundacionmapfre.com/cienciasdelseguro)  
[publicaciones.ics@mapfre.com](mailto:publicaciones.ics@mapfre.com)

ISBN: 978-84-9844-375-2  
Depósito Legal: M-33213-2012

Diagramación original: Jairo Andrés Beltrán

Impreso por: DiScript Preimpresión, S. L.

# PRESENTACIÓN

El Premio Internacional de Seguros Julio Castelo Matrán fue instituido en el año 2001 con motivo de la jubilación del entonces Presidente de MAPFRE y tiene por objeto premiar, con periodicidad bienal, trabajos científicos sobre materias relacionadas con el seguro en España, Portugal y los países de Latinoamérica. En la actualidad, Julio Castelo Matrán es Presidente de Honor del Sistema MAPFRE.

En junio de 2011, FUNDACIÓN MAPFRE, a través del Instituto de Ciencias del Seguro, convocó la sexta edición de este Premio y designó a un jurado compuesto por relevantes personalidades del mundo del seguro en los ámbitos profesional, científico y empresarial. A este premio, dotado con 35.000 euros y un diploma acreditativo, se han presentado obras desde Argentina, Brasil, España, Nicaragua y Perú.

Tras evaluar los numerosos trabajos presentados, caracterizados todos ellos por su elevada calidad, el jurado acordó conceder este premio a Camilo Pieschacón Velasco, Licenciado en Matemáticas Actuariales y Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Colonia (Alemania), por su obra *Riesgo sistémico y actividad aseguradora*, cuya publicación promovida por FUNDACIÓN MAPFRE me complace especialmente presentar.

FUNDACIÓN MAPFRE fomenta, entre otras actividades, la investigación y la divulgación de conocimientos en relación con el Seguro y la Gerencia de Riesgos. Para ello promueve la concesión de ayudas y premios a la investigación en estas áreas y potencia la realización de trabajos científicos, como el que se recoge en esta publicación que esperamos sea de interés y utilidad tanto para el mundo académico como para los profesionales relacionados con la actividad aseguradora.

Andrés Jiménez Herradón  
Presidente del Instituto de Ciencias del Seguro  
FUNDACIÓN MAPFRE

# JURADO DEL VI PREMIO INTERNACIONAL DE SEGUROS JULIO CASTELO MATRÁN

## **Presidente:**

D. Filomeno Mira Candel

*Presidente del Instituto de Ciencias del Seguro de FUNDACIÓN MAPFRE*

*Presidente del Jurado*

## **Vocales:**

Dña. M<sup>a</sup> José Albert Pérez

*Decana de la Facultad de Ciencias del Seguro, Jurídicas  
y de la Empresa Universidad Pontificia de Salamanca*

Dña. Pilar Blanco-Morales Limones,

*Catedrática de Derecho Internacional Privado*

*Universidad de Extremadura*

Dña. Pilar González de Frutos

*Presidenta de la Asociación Empresarial del Seguro*

*UNESPA*

D. Rafael Illescas Ortiz

*Presidente de la Sección Española de la*

*Asociación Internacional de Derecho de Seguros SEAIDA*

D. Andrés Jiménez Herradón

*Vicepresidente Primero de MAPFRE S. A.*

D. Patrick M. Liedtke

*Secretario General y Director Ejecutivo de la*

*Asociación de Ginebra*

D. Ricardo Lozano Aragüés

*Director General de Seguros y Fondos de Pensiones*

D. Julián Oliver Raboso

*Presidente del Instituto de Actuarios Españoles*

D. Joaquín Pedruelo Jauregui

*Director de AON Grip Solutions*

## **Secretaria:**

Dña. Mercedes Sanz Septién

*Directora General del Instituto de Ciencias del Seguro*

*FUNDACIÓN MAPFRE*

Nota: los cargos de los componentes del jurado corresponden al momento de la constitución del mismo en mayo de 2011.

# PREMIO INTERNACIONAL DE SEGUROS **JULIO CASTELO MATRÁN**

Obras premiadas en ediciones anteriores

**2010**

***Desarrollo Comercial del Seguro Colectivo de Dependencia en España***

Joaquín Pedruelo Jauregui

*Dóctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Deusto*

*Director de AON Grip Solutions*

**2008**

***Teoría de la Credibilidad: desarrollo y aplicaciones en primas de seguros y riesgos operacionales***

Emilio Gómez Déniz

*Profesor Titular de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*

*de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria*

José María Sarabia Alegría

*Catedrático de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*

*de la Universidad de Cantabria*

**2006**

***Las Cargas del Acreedor en el Seguro de Responsabilidad Civil***

D. Osvaldo Lagos Villarreal

*Profesor de la Universidad de Los Andes de Santiago de Chile*

**2004**

***El Seguro de Automóviles: Estado Actual y Perspectiva de la Técnica Actuarial***

Dña. Montserrat Guillén Estany

*Catedrática de Economía Aplicada de la Universidad de Barcelona*

Dña. Mercedes Ayuso Gutiérrez

*Profesora Titular de Economía Aplicada de la Universidad de Barcelona*

Dña. Catalina Bolancé Losilla

*Profesora Titular de Economía Aplicada de la Universidad de Barcelona*

D. Lluís Bermúdez Morata

*Profesor Titular de Economía Financiera de la Universidad de Barcelona*

Dña. Isabel Morillo López  
*Profesora Titular de Economía Financiera de la Universidad de Barcelona*

Dña. Irene Albarrán Lozano  
*Profesora Titular de Economía Aplicada de la Universidad de Extremadura*

**2002**

***Las Peripicias del Asegurador de Automóviles en el Proceso Penal***

D. Mariano Yzquierdo Tolsada  
*Catedrático de Derecho Civil de la Universidad Pontificia de Comillas (ICADE)*

# RIESGO SISTÉMICO Y ACTIVIDAD ASEGURADORA

## PRÓLOGO *pag 1*

## CAPÍTULO I *pag 5*

### CONCEPTO Y DEFINICIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO

1. NOCIONES GENERALES SOBRE EL RIESGO
2. CONCEPTO Y DELIMITACIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO
  - 2.1. Macro choque sistémico
  - 2.2. Micro choques sistémicos acumulativos
  - 2.3. Riesgo sistémico expansivo
3. INDICADORES Y MEDICIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO
  - 3.1. En el sistema bancario
  - 3.2. En el sector de seguros

## CAPÍTULO II *pag 27*

### ORÍGENES Y REPERCUSIONES DEL RIESGO SISTÉMICO

1. LA ESPECULACIÓN Y EL RIESGO SISTÉMICO
  - 1.1. Elementos estimulantes de la especulación
  - 1.2. Otros factores desencadenantes del riesgo sistémico
2. PROPAGACIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO
  - 2.1. Vulnerabilidad del sistema financiero
  - 2.2. El sistema bancario y los mecanismos de contagio
  - 2.3. El riesgo sistémico y los mercados financieros
3. LOS CICLOS COYUNTURALES Y EL RIESGO SISTÉMICO
4. EL RIESGO SISTÉMICO EN LA CRISIS ECONÓMICO-FINANCIERA 2008-2011
5. REPERCUSIONES GENERALES DE LA CRISIS EN LA ECONOMÍA Y LA DEUDA SOBERANA

## CAPÍTULO III *pag 57*

### LAS OPERACIONES DE SEGURO Y EL RIESGO SISTÉMICO

1. ESENCIA Y CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LAS OPERACIONES DE SEGUROS
2. CLASIFICACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

3. TENDENCIAS INTERNACIONALES EN LOS SISTEMAS FINANCIEROS
4. EL RIESGO SISTÉMICO Y LAS CARACTERÍSTICAS ESPECÍFICAS DEL SEGURO
  - 4.1. Peculiaridades de los seguros generales o no vida
  - 4.2. Peculiaridades de los seguros de vida
  - 4.3. El riesgo sistémico y el seguro indirecto
5. POSIBILIDADES DE ASEGURAMIENTO DEL RIESGO SISTÉMICO
  - 5.1. Requisitos técnico-actuariales para el aseguramiento de riesgos
  - 5.2. Inasegurabilidad del riesgo sistémico

## **CAPÍTULO IV** *pag 79*

### **CONSECUENCIAS PARA EL SECTOR ASEGURADOR**

1. REPERCUSIONES DIRECTAS EN EL SECTOR
2. EN LAS PROPIAS ENTIDADES ASEGURADORAS
  - 2.1. Evolución cuantitativa del sector durante la crisis
    - 2.1.1. *Emisión de primas directas e indirectas*
    - 2.1.2. *Evolución de la siniestralidad y de los gastos incurridos*
    - 2.1.3. *Exposición de las aseguradoras al riesgo de inversión*
  - 2.2. Evolución cualitativa del sector - Solvencia a lo largo de la crisis
  - 2.3. Repercusiones en el nivel de empleo del sector asegurador
3. REPERCUSIONES EN EL MARCO REGULATORIO
4. PERSPECTIVAS FUTURAS DEL SECTOR EN EUROPA Y ESPAÑA
  - 4.1. Riesgos inminentes para la actividad aseguradora

## **CAPÍTULO V** *pag 113*

### **TENDENCIAS EN EL CONTROL Y REGULACIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO**

1. CONSIDERACIONES GENERALES
2. EL RIESGO SISTÉMICO Y ALGUNAS POLÍTICAS GUBERNAMENTALES ANTI CRISIS
  - 2.1. Políticas de austeridad y procesos de desapalancamiento
  - 2.2. Intervenciones de los Bancos Centrales y fondos de estabilización
3. TENDENCIAS GENERALES EN LAS MEDIDAS DE SUPERVISIÓN Y CONTROL DEL RIESGO SISTÉMICO
4. REGULACIONES EN EL SECTOR DE SEGUROS
  - 4.1. Aspectos de supervisión estatal y control
  - 4.2. Aspectos relacionados con el gobierno corporativo y las inversiones
  - 4.3. Aspectos y normas contables
  - 4.4. Aspectos relacionados con la solvencia de las aseguradoras
  - 4.5. Modelos de negocios, productos y protección de los tomadores de seguros y asegurados
  - 4.6. Futuras normas regulatorias
  - 4.7. Sistemas de garantía de seguros
5. POSIBLES CONSECUENCIAS DE LOS REGÍMENES NORMATIVOS

## **CONCLUSIONES Y SUGERENCIAS** *pag 153*

## **FUENTES BIBLIOGRÁFICAS** *pag 165*

# PRÓLOGO

***“El mayor riesgo es el riesgo de vivir sin riesgo”***  
*Stephen Covey*

A raíz de la persistente y por casi todo el territorio de la UE extendida crisis financiera y económica internacional han vuelto a surgir con fuerza las discusiones de vieja data – años 2000 - sobre el riesgo sistémico y la mejor forma de vigilarlo y controlarlo, reflexiones que, ante las dificultades surgidas a principios de la actual crisis en el conglomerado financiero y multinacional estadounidense AIG, uno de los detonantes de la misma, se han extendido también a la institución del seguro. Se acuñó y divulgó por doquier la falsa analogía de que se trataba de la crisis de una entidad aseguradora, cuando en realidad no fueron sus operaciones de seguros en sí mismas, sino aquellas de índole financiera propiamente dichas las que originaron su quiebra técnica y rescate por parte de las autoridades de dicho país.

Con el fin de dilucidar tales mal entendidos, son varios los análisis y estudios realizados por diferentes asociaciones nacionales y organismos internacionales tendentes a destacar la diferencia fundamental existente entre el sector asegurador, cuya incidencia sistémica es prácticamente muy reducida o irrelevante, y el bancario con un muy alto componente de dicho riesgo. Entre ellas, es justo mencionar en este prólogo los importantes trabajos de investigación y divulgación acometidos por la *Asociación de Ginebra*, institución que recientemente presentó unas interesantes Reflexiones de dos de sus más destacados dirigentes, advirtiendo de los peligros y costes que para el sector implicaría que alguna o varias aseguradoras fuesen consideradas en su totalidad sistémico-relevantes, en la para noviembre de este año esperada confección de una nueva relación o lista de las *Globally Systemic Important Financial Institutions (G-SIFI)*,

sin que se tomase en cuenta que se trata de una institución con un núcleo de negocios y actividades estables que de por sí no constituye fuente alguna de riesgo sistémico.

Como es lógico suponer existen, aunque minoritariamente, opiniones divergentes, muchas de ellas provenientes de organismos internacionales de prestigio, como es el caso del FMI y de algunas instituciones de control y vigilancia a nivel nacional, lo cual ha acarreado, a juicio de muchos expertos del sector, que se hayan impuesto al sector normas más estrictas de capital, márgenes de solvencia, etc. de las absolutamente necesarias, algunas de las cuales, como es el caso de Solvencia II, guardan gran similitud con las aplicadas al sector bancario en las Normas Basilea II y III.

Aunque todo indica que tales falsas analogías ya han sido superadas en gran parte, consideramos que resulta de interés para la actividad aseguradora la realización de un estudio comparativo de los argumentos esgrimidos en pro y contra de la existencia y relevancia del riesgo sistémico en las operaciones y gestión de los diferentes ramos de seguros. Pero, lógicamente, este estudio va mucho más allá de esta cuestión, porque presenta consideraciones sobre los riesgos globales, fruto, en buena parte, del proceso de globalización en todos los órdenes, entre los cuales el riesgo sistémico es un elemento importante, pero no el único.

Es obvio que el llamado riesgo sistémico tenga, como es el caso de una moneda, dos caras diferentes. Una de ellas estriba en que las instituciones financieras pueden ser, mediante sus diversas operaciones activas o pasivas, causantes de su acaecimiento, aceleramiento o contagio y, por otra parte, pueden verse afectadas, en caso de ocurrir, por sus consecuencias y repercusiones, aunque no hayan sido su fuente, como ha sucedido en este último caso en lo que al sector de seguros atañe; asimismo, bajo la óptica especial de la actual crisis financiera, es interesante analizar hasta que punto la institución del seguro puede contribuir a la cobertura de dichos riesgos. Estas dos vertientes serán tratadas en este trabajo.

Aunque, en términos generales, el sector asegurador europeo y, en particular, el español consideran que este riesgo tiene muy poco o nada que ver con su actividad cotidiana - quizás esta sea la causa, según nuestra opinión, de que hasta el momento no exista un estudio más amplio y detallado sobre la materia en nuestro país o en español - consideramos importante dedicar este trabajo a dicho tema, porque aunque las aseguradoras no constituyan directamente el origen de su ocurrencia, su acaecimiento, como lo demuestra con contundencia la actual crisis y este estudio, si ha implicado para ellas importantes repercusiones negativas, especialmente en su calidad de inversores institucionales. Por otro lado, entendemos que un estudio de esta naturaleza contribuye a enriquecer la literatura sobre la actividad aseguradora y a divulgar argumentaciones menos tratadas o conocidas sobre la esencia básica del seguro y sus diferencias fundamentales con relación a otras operaciones de carácter financiero.

Pero las repercusiones del denominado riesgo sistémico no atañen exclusivamente a las operaciones de seguro en sí mismas, sino, lo que es más importante, a las medidas legislativas y reguladoras adoptadas o por adoptarse para el sector. No cabe la menor duda, como ya dijimos, que buena parte de las normas contenidas en Solvencia II tienen su origen o inspiración en las normativas desarrolladas para el sector bancario y han estado influidas por la actual situación de crisis económica en el ámbito europeo e internacional, razón por la cual en el último capítulo de este trabajo analizaremos detenidamente las tendencias internacionales en el control y supervisión del riesgo sistémico.

Por otra parte, siendo la característica esencial - su razón de ser - de la actividad aseguradora la asunción de riesgos, resulta de especial relevancia, como ya lo expresamos, analizar hasta qué punto el riesgo sistémico y sus principales consecuencias son asegurables, o sea, si reúnen los requisitos básicos de asegurabilidad enmarcados por los elementos actuariales utilizados para la valoración del riesgo y determinación de su precio, la prima de seguros. Al mismo tiempo, encontramos interesante reseñar algunos de los innumerables riesgos globales surgidos durante los últimos años, en vista de que pese al importante desarrollo del sector asegurador y la introducción de múltiples coberturas de aseguramiento ofrecidas en la actualidad, infinidad de estos riesgos globales, según nuestro parecer, todavía no cuentan con suficientes posibilidades o modalidades de aseguramiento. Aunque el diseño y desarrollo de nuevos productos aseguradores suelen ser procesos de lenta gestación cuando se trata de transitar terra incógnita o ignota, como lo demuestra el caso de las coberturas o transferencia del riesgo de longevidad o el de inflación a los mercados de capital, opinamos que asumir este reto es de suma importancia para el futuro sector.

Cuatro capítulos y unas Conclusiones y Sugerencias comprenden el trabajo. El Capítulo I versa sobre la noción de riesgo y su extensión global, con especial énfasis en el sistémico. Pese a nuestra deformación profesional de actuario, hemos renunciado para su análisis a formulaciones matemáticas y a modelos econométricos o estocásticos con un alto grado de abstracción, porque consideramos que un trabajo sobre un tema que ha despertado tanto interés público debe ser abordado en una forma más inteligible para la mayoría de los lectores sin formación matemática y no estar circunscrito exclusivamente al pequeño círculo de los investigadores. Además, la reciente celebración por parte de la Fundación Mapfre de sendos Congresos sobre la Gestión de Riesgos, en cuya última edición se presentaron 34 ponencias recopiladas en un importante volumen de casi 1000 páginas bajo el título *Investigaciones en Seguros y Gestión de Riesgos: Riesgo 2009*, contiene importantes y rigurosos trabajos investigativos y empíricos sobre el riesgo en las diferentes facetas del seguro y el reaseguro.

Después de unas nociones elementales sobre la presencia del riesgo en toda actividad humana, su diferenciación con el peligro y los límites razonables de su aseguramiento, el Capítulo I se ocupa de definir y delimitar el riesgo sistémico, de acuerdo con los conceptos y criterios desarrollados por diferentes autores, incluyendo el de las instituciones más representativas en el ámbito de la cooperación económica internacional. Se incluyen, además, algunas consideraciones sobre el papel que ha jugado la especulación a lo largo de la historia económica y de sus recurrentes crisis. Aunque se trata, primordialmente, de indicadores de medición del riesgo sistémico que han sido establecidos o proyectados para el sector bancario, se presentan en este capítulo los principales de ellos someramente explicados y analizados hasta qué punto son o serían adecuados para el sector de seguros.

El Capítulo II estudia las interrelaciones entre el riesgo sistémico y otros fenómenos económicos íntimamente correlacionados entre sí, tal como es el caso de los ciclos coyunturales o económicos, llegando a la conclusión de que pese a los intentos de la investigación económica para explicarlos y, especialmente, de la política económica para evitarlos, dicho objetivo no se ha logrado como lo demuestra claramente la actual crisis financiera surgida en las postrimerías de 2008. Parece ser que en el acontecer de la actividad económica los ciclos coyunturales son ineludibles, independientemente de la presunta existencia de riesgos sistémicos o, quizás, porque siempre han estado presentes. Con relación a la crisis propiamente dicha, en este capítulo también se estudian sus

orígenes y síntomas más relevantes, así como someramente sus más importantes repercusiones y la existente interrelación crisis/deuda soberana, una de las importantes interrelaciones que más ha ocupado y preocupado a los responsables económicos y políticos.

En el Capítulo III entramos más de lleno en la materia atinente a la actividad de seguros y su relación con el riesgo sistémico, desvirtuando la ya mencionada hipótesis y creencia de que las aseguradoras pueden constituir también un foco importante del mismo. Para refutar esta falsa y en algunos sectores extendida creencia efectuamos un análisis, apoyado en investigaciones del sector y reflexiones propias, sobre la esencia y características generales de las operaciones de seguros, así como sobre las específicas o peculiares de los seguros generales y de los seguros de vida. En la parte final de este capítulo se trata el tema relacionado con la asegurabilidad del riesgo sistémico.

En un ensayo de esta naturaleza no puede faltar, como es obvio, presentar cuáles han sido la incidencia y repercusiones de la actual crisis en el sector de seguros y, aspecto muy trascendente, en su relativamente positivo comportamiento durante ella, a lo cual hemos destinado el Capítulo IV. Finalmente, el último Capítulo, el V, versa sobre las tendencias a nivel nacional e internacional para controlar, amortiguar y evitar la propagación del riesgo sistémico durante la actual crisis, con especial consideración de la actividad aseguradora, dando fruto a regulaciones tal vez demasiado rigurosas y estrictas. En el apartado final Conclusiones y Sugerencias presentamos 9 de ellas, exclusivamente centradas las segundas en el sector de seguros.

Pese a sus importantes lazos conceptuales y comerciales – a fin de cuentas muchas aseguradoras de vida actúan directamente o mediante filiales en la gestión de planes y fondos de pensiones – este trabajo no incluye a este importante sector. En primer lugar, porque cuando su actividad incumbe a la sola gestión de planes y fondos, ella es en definitiva una operación netamente financiera. Pero cuando se extiende a los planes o fondos de pensiones asegurados, no deja de ser una operación de seguros de vida, siendo sus contratos y riesgos muy semejantes a los de las operaciones de vida, de tal modo que aunque no estén explícitamente contemplados, implícitamente sí lo están.

Una amplia literatura consultada constituye, como es usual y no podía ser de otra forma, la parte final de este trabajo. El absoluto respeto por fuentes y opiniones ajenas se ha materializado en la referencia o cita directa o entre comillas del autor consultado, en las cuales, cuando se trata de textos en otros idiomas, hemos preferido una traducción libre y no siempre literal, origen de muchos malentendidos, pero no excluimos haber podido cometer los típicos errores de interpretación. Igual proceder hemos seguido con relación a los gráficos, cuadros y diagramas de fuente ajena intercalados a lo largo de este estudio, pero con fin de armonizar el texto del ensayo y facilitar su lectura hemos elegido un formato común para todos, sin modificar la información y datos contenidos en la versión e idioma originales.

Camilo Pieschacón Velasco  
En el mes de mayo de 2012

# CAPÍTULO I

# CONCEPTO Y DEFINICIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO

*“El mayor riesgo sobre la tierra lo corren aquellos hombres que nunca están dispuestos a asumir el menor de los riesgos”*  
Bertrand Russel

## 1. NOCIONES GENERALES SOBRE EL RIESGO

De acuerdo con una ley constitutiva y estructural de la naturaleza, tanto el ser orgánico como inorgánico, el individual como el social, el económico como el técnico, buscan la mejor posibilidad de desarrollo en la realidad, centro de una serie de fuerzas constructivas y destructivas, motoras y cohibitivas, es decir, antagónicas y opuestas entre sí. Todo ser se encuentra, en el momento de su madurez, en un equilibrio inestable de estas fuerzas divergentes, el cual garantiza su perfeccionamiento, mientras que en los períodos anteriores o posteriores a ella tienen prelación las fuerzas constructivas sobre las destructivas, las tendencias positivas sobre las negativas, o viceversa.

Sin analizar las causas y el porqué de este fenómeno, lo cual sería estudio de la metafísica, debemos considerar este hecho como una realidad ligada íntimamente a nuestra existencia. En todas las situaciones y acontecimientos de nuestra vida, nos encontramos frente a esta ley de la polaridad de las fuerzas opuestas, las cuales engendran, en estado de equilibrio, la configuración del ser, el orden y, en estado de desequilibrio, la desfiguración, la confusión de lo inorgánico, la enfermedad de las estructuras orgánicas.

La afirmación de que nuestra vida es peligrosa constituye, por lo tanto, un pleonismo, porque el mismo concepto y noción de vida encierra intrínsecamente la posibilidad de una disonancia entre dichas fuerzas o tendencias. Nuestra estructura vital abarca, pues, en sí y por naturaleza el peligro, la disolución de su armonía, el predominio inoportuno de las fuerzas negativas. Oscar Fejérbend puso de relieve en su teoría filosófica-natural sobre el ser orgánico este hecho al escribir: *“La consecuencia de esta polaridad es una acción conjunta u opuesta de los antagonismos sobre los cuales descansa el proceso mundial, ya sea en la forma armónica del amor o en la disonante de las luchas. Ya Empédocles de Agrigento nos enseñaba que Philia y Neikos constituían dos principios universales. El movimiento de los planetas se origina mediante la fuerza centrípeta y centrífuga: la propagación de los organismos mediante la unión de los sexos opuestos; la formación del ser vivo mediante la lucha contra el ambiente adverso; el trabajo humano mediante la lucha contra la necesidad y el hambre; la acción dramática a través del conflicto entre los antagonismos; la economía mediante las fuerzas opuestas de la oferta y la demanda.....”*. Cita tomada de Mahr, Werner (1951).

Otros ejemplos ilustrativos los encontramos en el libro de este mismo autor, quien nos recuerda el misterioso juego alterno entre las hormonas y las antihormonas, entre las vitaminas y las anti vitaminas. La estabilidad de átomo descansa, por último, en la combinación de sus cargas eléctricas opuestas. En muchas ocasiones sólo descubrimos la parte negativa, destructiva de tal polaridad, cuando se ha producido el desequilibrio, la disonancia entre las fuerzas contrarias.

Fuera de estos peligros estructurales, o sea, que forman parte integrante de nuestra existencia y de nuestro ser, nos encontramos frente a una serie de peligros culturales y de la civilización creados por el mismo hombre, cuando éste ha intervenido en el orden constitutivo de las fuerzas polares, con el convencimiento y la intención de poder encaminar en una forma más adecuada su destino. Muchos de los peligros que se nos presentan a diario constituyen simplemente el resultado de una degeneración de nuestra vida, engendrada consciente o inconscientemente por el hombre al perturbar la armonía vital y natural. Esta perturbación del orden preestablecido se efectúa, en la mayoría de los casos, en aras de la civilización y la cultura. Sin querer negar las ventajas y beneficios que nos han traído consigo los inventos y el desarrollo de la técnica, no podemos pasar por alto el número creciente de nuevos peligros, a los cuales tenemos que hacerles frente y los cuales amenazan al hombre, a sus organizaciones económicas y sociales, y a sus proyecciones futuras.

La concentración humana en las urbes ha introducido, por ejemplo, un nuevo estilo de alimentación con base en los hidratos de carbono, lo cual ha ocasionado a su vez enfermedades por deficiencia nutritiva; avitaminosis, escorbuto, reumatismo, etc. El empleo de antibióticos destruye no solamente a los gérmenes patógenos, sino también a las bacterias vitales, ocasionando de esta forma perturbaciones en el aparato digestivo. La silicosis y la llamada *enfermedad del manager* - afecciones cardíacas - son un producto de nuestra civilización y desarrollo tecnológico, así como las explosiones, accidentes de tráfico, incendios, daños por la radioactividad, etc. Los ejemplos son innumerables. *Last but not least*, el riesgo sistémico y su ocurrencia es en un 100% producto de nuestra estructura financiera y económica y del abandono de una escala de valores que garantizaba antaño una mayor armonía entre ética y beneficios económicos.

Como anotaba premonitoriamente hace siete lustros Orio Giarini (1977), antiguo Secretario General de la prestigiosa *The Geneva Association*, *“El mundo industrializado se caracteriza por su gran incertidumbre. Los esquemas tradicio-*

*“El cambio estructural ligado al desarrollo económico en una sociedad siempre genera inseguridad”*

*Bernhard Gahlen,  
Universität Augsburg*

*nales de interpretación de la realidad económica parecen ser cada vez menos adecuados, para precisar cuáles son exactamente las acciones a emprender”* añadiendo en otro apartado de su artículo que *“éste es el signo de que la sociedad industrial.....se encuentra en una fase de cambio cualitativo. La misma incertidumbre, la vulnerabilidad, la dimensión, la diversificación y la multiplicación de los riesgos, no son más que el aspecto tangible. Controlar esta situación es el problema económico principal”*, razón por la cual, el mismo autor Giarini, Orio (1981) insistía, citando a Irving Pfeffer, en que *“el análisis del riesgo, particularmente el del riesgo de seguro, requiere un marco analítico dinámico, mientras que la teoría económica ha elegido un método estático de análisis”*.

Algo más tarde, el mismo Giarini, Orio (1982) atribuía el aumento de los riesgos a la especialización en la actividad económica y productiva, afirmando que ella hace *“los sistemas cada vez más interdependientes y cada vez más vulnerables, como lo demuestra el aumento de todas las clases de riesgos indirectos”*, apuntando en otro apartado que *“uno de los efectos de la creciente complejidad de la sociedad industrial y una de sus principales características ha sido evidentemente que durante los últimos decenios los riesgos puros y los riesgos empresariales se condicionan mutuamente cada vez más”*.

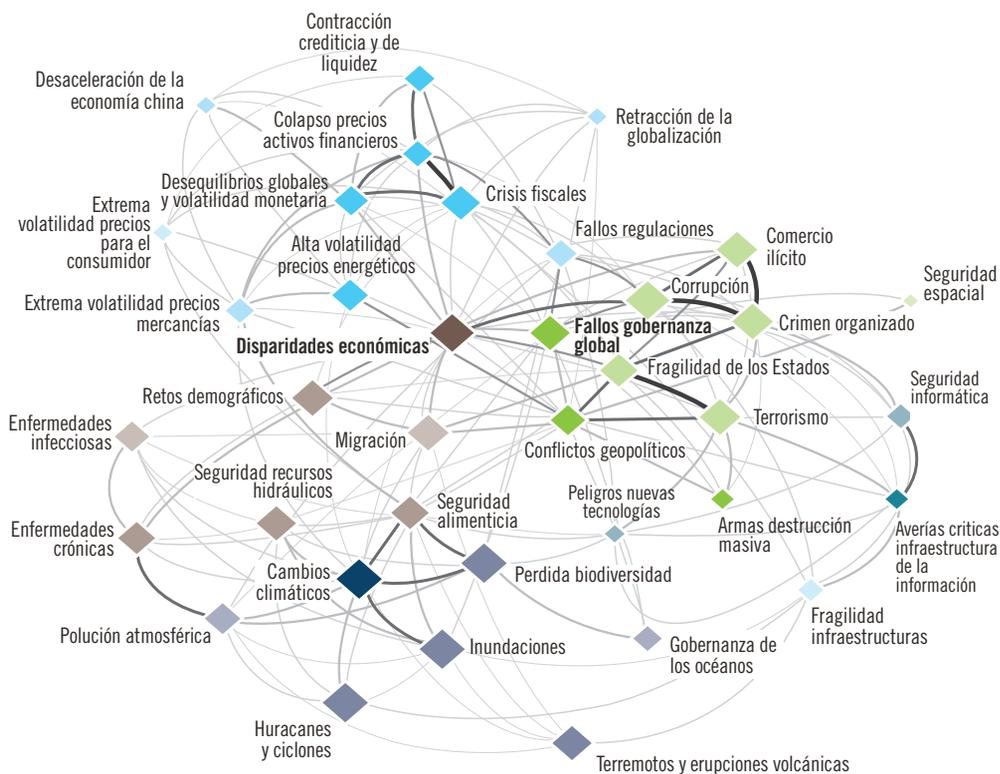
No obstante, la OECD (2003), verdadero *think tank* de gran calidad en sus análisis, elaboró sendos estudios titulados, *Emerging Systemic Risks in the 21st Century – Riesgos Sistémicos Emergentes en el Siglo XXI –*, Faure, Michael G. y Hartlief, Ton (2003), e *Insurance and Expanding Systemic Risks – El Seguro y la Expansión de los Riesgos Sistémicos –*, OECD (2003), publicaciones que al estar algo desfasadas por el transcurso del tiempo y los recientes acontecimientos, no contemplaron ni previeron *expressis verbis* el advenimiento del actual riesgo sistémico en el sistema financiero. Quizás porque estos estudios estaban volcados fundamentalmente a tratar los riesgos que en esa época preocupaban más a investigadores y políticos, tales como la demografía y el envejecimiento, el medio ambiente y el calentamiento terráqueo, los flujos emigratorios y el proceso mundial de urbanización, así como el creciente riesgo de Responsabilidad Civil y los derivados de las catástrofes naturales y la polución ambiental, los riesgos relacionados con la tecnología, la salud y el terrorismo. Aunque los autores del primero, Faure, Michael G. y Hartlief, Ton (2003) señalan textualmente la importancia del *“impacto de los cada vez más extendidos riesgos sistémicos en las empresas, las compañías de seguros y los gobiernos”*. En el *Capítulo III*, destinado al tema de las operaciones de seguros y el riesgo sistémico, recurriremos a su análisis para verificar la no *asegurabilidad* del riesgo sistémico.

Pascual, Rafael y Linares, Cristina (2010) echan en falta que el envejecimiento demográfico no se encuentre expresamente incluido en el *Global Risk Report* de *World Economic Forum de 2010* y analizan este riesgo bajo la experiencia demográfica española y las perspectivas de la gestión empresarial del riesgo. Según nuestra opinión, no se trata de un riesgo asegurable, como veremos en el *Capítulo III*, porque no reúne las condiciones y exigencias técnicas para ello. En los riesgos inasegurables yace la razón y explicación de los intentos acometidos para transferirlos al mercado de capitales mediante la emisión de los llamados *Longevity Index Bonds*. La *Swiss Re* (2009), institución pionera en los esfuerzos de titularización de este fenómeno demográfico comenta al respecto que *“El riesgo de longevidad es un tema de gran preocupación para particulares, empleadores, planes de pensiones, aseguradoras y gobiernos. Un mercado líquido, transparente y activo del riesgo de longevidad permitiría a dichas instituciones cubrir sus exposiciones a este riesgo y daría, al mismo tiempo, la posibilidad a terceros de negociar e invertir en él.”*

**GRÁFICO 01**  
**MAPA DE LA INTERCONEXIÓN DE LOS RIESGOS 2011**

Fuente: World Economic Forum (2011) Global 2011.

Traducido del inglés por el autor



Las ya mencionadas importantes interrelaciones existentes entre los riesgos de diferente índole se ponen claramente de manifiesto en el gráfico 01, tomado del informe de *World Economic Forum* (2011) y que recoge prácticamente la totalidad e infinidad de los riesgos globales, de toda índole y tamaño, que afectan hoy en día al mundo, estando clasificados en función de su probabilidad de ocurrencia, la magnitud de su probable impacto, su interconectividad recíproca y los respectivos nexos entre sí. Se trata de una verdadera y muy tupida red, lógica consecuencia del advenimiento de los nuevos riesgos descritos someramente en párrafos anteriores.

Pero no solamente la interrelación entre los diferentes riesgos representa una de sus características actuales, sino también su globalización que ha ido a la par con la de las otras actividades humanas, tanto económicas, como culturales, financieras, sociales, etc. Para afrontar este reto, desde hace varios años, como ya vimos en un diagrama anterior, durante la celebración anual del *World Economic Forum* en Davos suelen presentarse importantes informes periódicos sobre la evolución y presencia de los riesgos globales definidos como “*riesgos*”

*no empresariales o de negocios, pero que afectan a los negocios, es decir, riesgos no operacionales o de proyectos” Europe@Risk, World Economic Forum Global Risks (2008). La autoría de tales informes proviene de la llamada Global Risk Network GRN, creada ad hoc en 2004, siendo su “propósito el de promover una mejor comprensión de los riesgos globales y facilitar mitigarlos”. En su labor parte de la reflexión de que “la comunidad internacional y la globalizada de los negocios no estaban en capacidad de responder adecuadamente a un cambio radical del riesgo global”. A su juicio, los siete elementos fundamentales del cambio registrado en los riesgos globales son, World Economic Forum (2006) Europe@Risk:*

- *Interconectividad*, o sea, la capacidad de contagio a través de diferentes zonas geográficas y categorías de riesgos.
- *Asimetría*. Como resultado del efecto contagio, los riesgos pueden tener efectos desproporcionales.
- *Comprensión temporal*; muchos riesgos pueden surgir dentro del ciclo o proceso decisorio de los respectivos responsable.
- *Extensión del riesgo*, es decir, su surgimiento fuera del ciclo o proceso decisorio, dando pábulo al fenómeno denominado coloquialmente *no durante mi tiempo de servicio o mandato* o su expresión original en inglés *Not-In-My-Term-Of-Office NIMTOF*.
- *Necesidad de una respuesta conjunta* en la que se involucren las múltiples partes de interés, porque diferentes, disímiles o divergentes apreciaciones individuales o de las partes de interés tornan difícil mitigar el riesgo, por lo cual es necesaria una respuesta multilateral.
- *Silencio*. Se trata de que los hechos no son notificados a su debido tiempo.
- *Aumento de la duda*, incertidumbre a causa de *infodemics*, inusual vocablo inglés que significa la rápida difusión de información inexacta, incompleta y no contrastada que puede amplificar los efectos y sesgar la respuesta, generando la desinformación mayores impactos que el riesgo en sí mismo, especialmente cuando el poder de los medios de comunicación induce a actitudes equivocadas.

En un documento posterior, *World Economic Forum (2008)*, clasifica los riesgos globales en las siguientes categorías:

- Ellos pueden ser estratégicos, exógenos y sistémicos.
- Son altamente interdependientes, o sea, no se manifiestan en forma aislada.
- Se caracterizan por su incertidumbre, sus fuertes discontinuidades, su no linealidad y su falta de proporcionalidad.
- No son predecibles, pero pueden gestionarse.

En conclusión, la globalización y el desarrollo económico y social nos demuestran que tanto los peligros estructurales, inherentes a nuestro ser y existencia, como los culturales o civilizatorios amenazan continuamente y más que nunca al hombre y a los escasos recursos materiales que tenemos a la disposición para satisfacer sus necesidades ilimitadas, es decir, a nuestros medios de producción. Por tratarse de bienes económicos y, por consiguiente, escasos con relación a nuestras necesidades, debemos emplearlos de acuerdo con el principio racional de la economía. Para aplicar este principio, o sea, el de obtener a corto plazo el mayor beneficio o provecho de ellos, elaboramos como economistas, aunque muchas veces sólo mentalmente, un plan económico.

Siguiendo a Mahr, Werner (1951) y para emplear la terminología de Eucken, Walter (1970), uno de los más importantes artífices intelectuales de la *Economía Social de Mercado* en Alemania, designaremos dichas cantidades o sumas como *datos del plan*, como expectativas, en las cuáles descansa toda planificación económica. Al finalizar el periodo económico para el cual fue elaborado el plan, podremos reconocer si los datos asumidos, las expectativas, corresponden o no con los datos reales obtenidos. La experiencia nos demuestra, a causa de la dificultad e imposibilidad de leer el futuro, que en muchos casos se presenta una desviación más o menos considerable, ya sea positiva o negativa, entre las dos magnitudes, o sea, entre los contenidos en el plan y los reales obtenidos en la práctica. Las desviaciones negativas, ocasionadas generalmente por la ocurrencia de riesgos, perjudican la administración económica, aumentando el grado de inseguridad e incertidumbre. Esta desviación se presenta muy a menudo aún durante el periodo de ejecución del plan y puede ser ocasionada por diferentes motivos, tales como errores de apreciación, cálculos equívocos, falsos juicios de valor sobre las posibilidades económicas, etc. Los resultados finales pueden ser neutrales, si coinciden con los datos del plan; positivos si obtenemos un beneficio mayor al esperado o negativos, si la desviación es adversa. Los dos primeros, es decir, los resultados neutrales y positivos, no afectan la ejecución del plan económico, al contrario la estimulan.

En caso de resultados desfavorables sucede lo contrario. Ellos perjudican nuestra administración económica, aumentando el grado de inseguridad en nuestra gestión económica. Los efectos desfavorables de tales factores de inseguridad reflejan precisamente el antes mencionado peligro inherente a nuestra existencia y ser, la posibilidad de pérdida parcial o total, frente a la cual se encuentra la posibilidad de ganancia o utilidad. He aquí el concepto de riesgo, base fundamental en que descansa el seguro. Al concepto de peligro como un dato dado en nuestra existencia, corresponde en la economía el concepto de riesgo. El riesgo, pues, constituye un factor perturbador de toda actividad económica. Aunque en cierto grado es posible eludirlo, prevenirlo o limitarlo, la experiencia ha demostrado que la forma más racional de hacerle frente es traspasándolo a otra economía; a la economía del seguro. El equilibrio inestable en nuestro orden natural trae consigo un factor de inseguridad en nuestros planes económicos. La realización de tales peligros o riesgos produce una discrepancia, más o menos fuerte, entre los datos del plan y los reales. El riesgo constituye, pues, la posibilidad de pérdida, el *chance of loss*, de nuestros medios financieros y económicos. El riesgo es un peligro económico con resultados desfavorables.

La estructura inestable de nuestro ser vital, por lo tanto, no ha podido ser conjurada ni eliminada por el desarrollo civilizatorio y tecnológico; los peligros inherentes a nuestra existencia permanecen casi inalterables o se acrecientan. Un regreso hacia la naturaleza, un paso hacia atrás, en otras palabras, una *primitivización* de nuestra vida y costumbres modernas, sería rechazado categóricamente por todos nosotros, exceptuando algunos ascetas. La única solución es hacerle frente a dicha evolución y a sus consecuencias sociales y económicas, tratando de aminorar, evitar o compensar los riesgos. Esto sucede, precisamente, a través de la institución socioeconómica del seguro, ya sea privado o estatal, individual o social.

*“En una economía, en la cual nada cambia, no existe ninguna transformación estructural. En una economía estacionaria, las expectativas son seguras”*

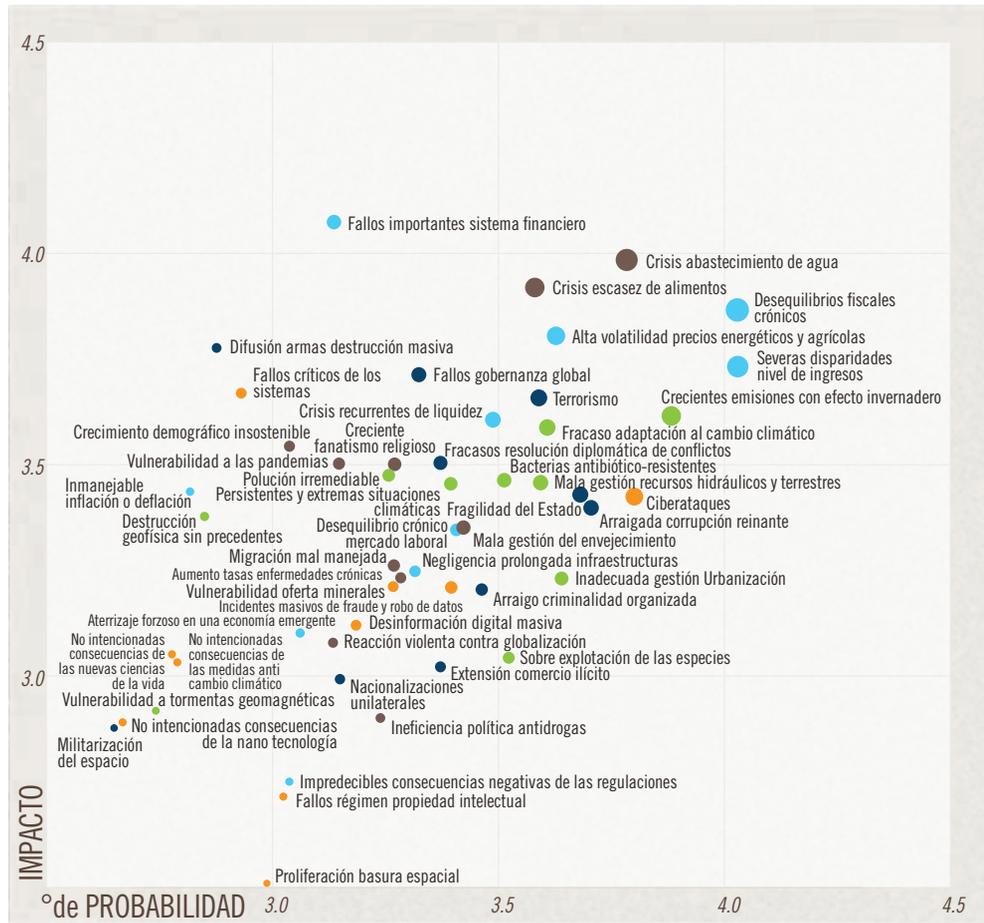
*Bernhard Gahlen,  
Universität Augsburg*

De la penúltima, la 6ª Edición, presentada el año anterior, *World Economic Forum (2011) Global Risks 2011* no resulta difícil visualizar, en el gráfico 02, la gran proliferación y acumulación de riesgos globales presentes hoy en el mundo, la mayoría de los cuales son de índole catastrófica y se escapan sencillamente a cualquier posibilidad de aseguramiento. Es importante resaltar que, según la representación gráfica, el riesgo denominado *gran fallo sistémico-financiero* es el de mayor impacto económico superando la escala de 4.5, pero, por el contrario, su probabilidad de ocurrencia es apenas algo superior a 3,0 en una

GRÁFICO 02

**PANORAMA DE LOS RIESGOS GLOBALES**  
2012

Fuente: World Economic Forum (2012) Global Risks 2012.  
Traducido del inglés por el autor



escala de 4.5, mientras que la probabilidad de ocurrencia de otros riesgos económicos globales, como es el caso de los *desequilibrios fiscales crónicos* o el de las *disparidades severas en la renta* es mayor, semejante a los riesgos relacionados con los *recursos hidráulicos* o con los *ataques cibernéticos*.

Pese a las bien conocidas limitaciones prácticas y técnicas inherentes a la asunción y cobertura de los innumerables riesgos, cuyos límites y posibilidades respecto al riesgo sistémico trataremos en el *Capítulo III*, podemos observar que los diferentes ramos de seguros no solamente han correspondido a este reto de nuestra civilización experimentando un aumento cuantitativo, inducido en buena medida por el crecimiento demográfico en el mundo y el incremento de los intereses económicos del hombre amenazados por el peligro, sino que se han adaptado también cualitativamente a las nuevas circunstancias y condiciones que nos han impuesto la técnica y su desarrollo. Frente a los crecientes peligros amenazantes de nuestra existencia encontramos una oferta y una demanda crecientes de protección. Para expresarlo en palabras de Giarini, Orio (1977), “se ve, por lo tanto, cómo la actividad aseguradora se ha insertado integralmente en la realidad económica contemporánea y se encuentra efectivamente en el cruce de los fenómenos económicos principales de la actualidad”. Aquí subyace, a nuestro juicio, una importante oportunidad y desafío para el sector asegurador en lo referente a la introducción en el mercado de nuevas coberturas. Aunque se trata, por lo general, de procesos de lenta gestación, como lo demuestra el caso de las coberturas o transferencia del riesgo de longevidad, este reto es de suma importancia para el futuro del sector y su diversificación.

Sobre el mismo tema y en otro de sus múltiples artículos, Orio Giarini (1982) nos llama la atención sobre el hecho de que *“La evolución de la naturaleza del riesgo en la sociedades industriales o postindustriales no solamente ha tenido como consecuencia originar la noción de la gestión del riesgo y, de alguna forma más concreta, acelerar la importancia económica y global del seguro”,* mencionando que, según la publicación SIGMA (1981), el sector de seguros después de treinta años ha crecido a un ritmo mayor que los otros sectores de la economía. Bastantes años antes, el autor francés Dangibeaud, Michel (1964) calificó y definió al seguro como *‘costo del crecimiento’*, explicando que *“después de varias tentativas para integrar al seguro en un modelo de crecimiento económico, nos parece que la noción de ‘costo del crecimiento’ constituye el instrumento de análisis más adecuado.....”*. Pero según su opinión no debe confundirse o identificarse los costos con las pérdidas, pese a que *“el proceso de crecimiento es el origen de pérdidas específicas, es decir, de la destrucción o eliminación duradera o provisoria de fuerzas productivas....”*

Al mismo tiempo, Dangibeaud, Michel (1964) advierte y se pregunta si la concepción, según la cual el riesgo es un elemento motor de la economía de mercado ¿no es algo o un poco incompatible con la práctica del seguro que tiende justamente a reducir los riesgos en toda la medida de lo posible, hasta, bajo una perspectiva ideal, la eliminación completa de todo riesgo? Argumenta en su propia respuesta que *“el análisis clásico en términos de mercado no se puede aplicar sin grandes precauciones a las operaciones de seguros.....el seguro presenta ciertas particularidades:....el precio no se determina lógicamente del cruce de las curvas de oferta y demanda, sino solamente de la probabilidad de la ocurrencia del riesgo: todas las tentativas efectuadas para adaptar el precio a la demanda se han saldado con el fracaso, donde las primeras víctimas han sido los mismos asegurados”*.

Esta aseveración nos da pábulo a una reflexión de nuestra parte que quizás sea de alguna utilidad práctica e interés. Se trata de entender por qué la ilimitada competencia es perjudicial y ruinosa en la mayoría de los ramos de seguros y, por ende, para la propia institución aseguradora y sus clientes. En efecto, a diferencia de otros sectores de la economía – como es el caso del industrial - que gracias a medidas de racionalización, innovaciones, aumentos de productividad o mejor gestión comercial pueden absorber con facilidad una reducción de precios, en el caso del seguro ello tiene una importante barrera casi infranqueable. Se trata de que el mayor componente de la prima de seguros – la por los actuarios denominada prima de riesgo - no es susceptible de una reducción mediante medidas de racionalización o de cualquier otra índole. Ella constituye un coste fijo dado y determinado apriorísticamente por la probabilidad de ocurrencia del riesgo y con muy pocas posibilidades de ser racionalizado.

Pero como el asegurador, especialmente el de seguro de daños, no suele ser siempre consciente de ello, en periodos de desviaciones actuariales positivas en la siniestralidad, o sea, cuando las primas son más que suficientes para cubrir los siniestros incurridos, suele desatarse en esos periodos una fuerte competencia tendente a reducir las primas y tarifas de seguros para ganar cuota de mercado, motivada en muchas ocasiones por el deseo intrínseco de aumentar la cartera de negocios bajo el convencimiento de que así se cumple mejor la llamada *Ley de los Grandes Números*. No obstante, a partir del momento en que las desviaciones actuariales se tornan negativas, es decir, el volumen de las primas recaudadas, más exactamente las devengadas, es inferior al de los siniestros incurridos, se producen importantes pérdidas y una crisis en el ramo respectivo, trascendiendo muchas veces a todo el sector, crisis que suele conducir a aumentos de las tarifas no siempre fáciles de llevar a cabo. Pero una vez afrontadas y compensadas las pérdidas incurridas, ante una nueva desviación positiva de la siniestralidad, el ciclo vuelve a comenzar. Para agravar la situación

financiera y el equilibrio general de la entidad, algunas compañías tratan de compensar conscientemente estas desviaciones negativas mediante el rendimiento de las inversiones.

Retomando el tema anterior sobre la propagación de antiguos y nuevos riesgos, la anotada evolución ha originado, asimismo, que la percepción del riesgo sea cada vez más intensa en las sociedades modernas y desarrolladas, tal como se desprende claramente del gráfico 03 intercalado más adelante y que refleja en diferentes países la correlación existente entre la aversión al riesgo y los productos de seguros, de acuerdo con *The Composite Index of Propensity to Risk – CIPR*, elaborado por Scorbureanu, Alexandrina y Holzhausen, Arne (2011). Aunque en sus conclusiones matizan que la aversión al riesgo constituye una buena explicación para las decisiones relacionadas con la adquisición de activos financieros como es el caso de los depósitos bancarios y los títulos-valores, *“la inversión en productos de seguros no es predecible directa y exclusivamente por la actitud frente al riesgo”*.

*“Ello se debe parcialmente a que la mente humana no es muy apta para comprender acontecimientos con baja probabilidad de ocurrir”*

*Erwann Michel-Kerjan, OECD y Paul Slovic, Decision Research*

Ello tiene que ver fundamentalmente con un mayor grado de cultura financiera, especialmente en los países más industrializados, inducida por el desarrollo económico y social, porque como anotaba con mucha razón hace varios años el sociólogo Behrendt, Richard F. (1965), *“En las sociedades estáticas o menos desarrolladas es típico que sus miembros integrantes reaccionen, encogiéndose de hombros, ante las vicisitudes de la vida....Ellas ofrecen, subjetivamente, seguridad para el porvenir, porque el presente y el futuro son iguales....En las sociedades dinámicas, por el contrario, el futuro es algo nuevo, incierto, incomparable con el pasado y el presente, sujeto a profundas mutaciones. Lo único constante es el cambio...”*.

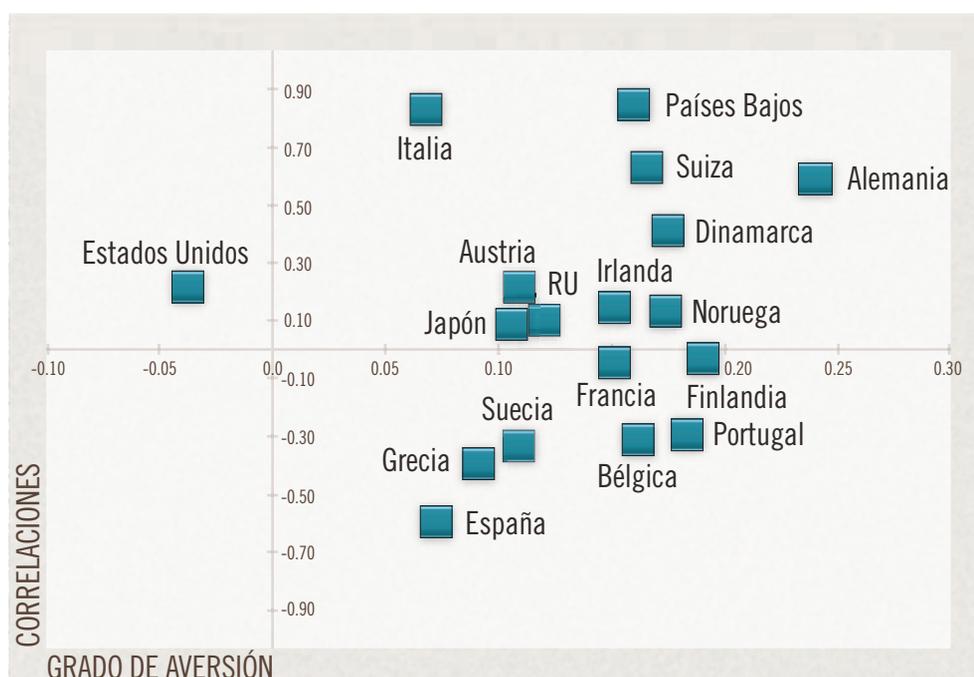
No obstante, pese al desarrollo antes mencionado, la sociedad no siempre es consciente de la importancia de los riesgos catastróficos, tal como señalan con razón Michel Kerjan, Erwann y Slovic, Paul (2010), a causa de que la gente suele pensar que los desastres no la afectarán o no ocurrirán y relativizan su magnitud e impacto, pese a que *“el rápido crecimiento de la población y la mayor concentración de bienes en áreas de alto riesgo, así como la creciente interdependencia social y económica significarán una mayor frecuencia de ocu-*

GRÁFICO 03

### CORRELACIONES DEL GRADO DE AVERSIÓN AL RIESGO

PRODUCTOS DE SEGUROS

Fuente: Scorbureanu, Alexandrina und Holzhausen, Arne (2011)



rrencia". Además, después del choque emocional subsiguiente a la ocurrencia de un riesgo catastrófico, la despreocupación de la población se hace palpable, no importando si se trata de países desarrollados o no. Es así como el 85% de la población encuestada en las zonas costeras estadounidenses, nueve meses después del devastador huracán Katrina, no había tomado medida alguna para protegerse de futuros huracanes.

Esta debilidad humana y el anhelo de seguridad por parte de la mayor parte de la población lo atribuyen muchos autores, entre otros Lübbe, Hermann (1993), al imparable proceso civilizatorio que origina crecientes riesgos vitales, como ya comentamos anteriormente. No obstante, en muchas ocasiones la sociedad ha sobrepasado el límite de *asegurabilidad* de los peligros y el clamor general de obtener un sistema de seguridad absoluta, especialmente en lo personal, ha traído consigo el nacimiento de ideologías políticas y económicas que desean implantar, o ya lo han establecido, un *Estado Providencia* o *Proveedor*, el cual debe asistir y garantizar la seguridad del hombre desde la cuna hasta la tumba. Esta tendencia contemporánea no deja de revestir ciertos peligros, porque como la experiencia nos demuestra no solamente es soportable cierto grado de inseguridad, sino también ventajoso, tal como anotaba el prestigioso economista austriaco Hayek y lo demostró magistralmente su no menos connotado compatriota Schumpeter, Joseph A. (1952) en su teoría sobre el desarrollo económico y su tesis central de *"la destrucción creadora"*.

*"Cierta grado de seguridad es esencial para preservar la libertad, porque la mayoría de los hombres está dispuesto a asumir el riesgo que la libertad inevitablemente encierra, siempre que el riesgo no sea demasiado grande"*

Friedrich A. Hayek

No se trata solamente de que el antes mencionado clamor, a veces general, por una total seguridad sea inconveniente, sino también del hecho de que muchos riesgos han adquirido magnitudes casi inconmensurables, siendo difícil su asunción y adecuada compensación en el seno de la institución del seguro. A ello se aúna, como es el caso del riesgo sistémico, tal como veremos en el *Capítulo III*, que pese a su gran impacto y trascendencia no reúne las características para ser un riesgo asegurable, tales como ser fortuito, aleatorio, repentino y tasable con el fin de poder determinar su coste, o sea, la prima de seguro respectiva. El riesgo sistémico, como analizaremos a continuación, constituye una secuencia continua y concatenada de riesgos individuales, fundamentalmente financieros y económicos, que van *larvándose*, eclosionado y aunándose con menor o mayor rapidez en el transcurso del tiempo.

## 2. CONCEPTO Y DELIMITACIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO

Como es fácil suponer y dada la actualidad del tema, en todos los ámbitos económicos y financieros, se ha formulado una verdadera legión de definiciones y conceptos sobre el riesgo sistémico, aunque según menciona Hüther, Michael (2011) en su reciente publicación *"La primera aparición del término riesgo sistémico en el título de un documento de la literatura profesional económica y financiera fue en 1994. Apareció en la recensión de un libro escrito por un economista del Banco Mundial"*. Aún no está clara su etimología en las ciencias económicas, pero es posible, a nuestro entender, que en ella haya influido la *Teoría General de Sistemas TGS* o enfoque sistémico, definida como *"un esfuerzo de estudio interdisciplinario que trata de encontrar las propiedades comunes a entidades llamadas sistemas"*, según Teoría de sistemas, Wikipendia (2012).

Con sobrada razón Vaughan, Therese M. (2009) señalaba que la expresión riesgo sistémico se ha convertido prácticamente en un vocablo manido para enumerar los principales peligros a que está sujeta la economía, opinando que

*“Sin embargo, su significado ha mutado durante el tiempo. Al principio de las discusiones, el riesgo sistémico era fundamentalmente sinónimo de Too-big-to fail”.*

*“La ausencia de una definición correcta del riesgo sistémico no es sólo una carencia intelectual; conduce directamente a la confusión de muchas fronteras. La consecuencia es la confusión entre riesgo sistémico y relevancia sistémica”*

*Patrick M. Liedtke,  
Asociación de Ginebra*

Entre los primeros autores en analizarlo bajo el punto de vista económico se encuentran Kaufman, Georg G. y Scott Kenneth E. (2003), quienes indican con razón que *“el significado preciso de riesgo sistémico es ambiguo”*, ambigüedad que comparte, asimismo, Liedtke, Patrick M. (2010) en su artículo *The Lack of an Appropriate Definition of Systemic Risk*, señalando, en traducción libre, que *“la ausencia de una definición propia del riesgo sistémico no constituye únicamente un laguna intelectual; ella conduce directamente a una confusión de las líneas divisorias en un sinnúmero de campos. La consecuencia es la confusión entre riesgo sistémico y relevancia sistémica, entre los orígenes del riesgo y la amplificación del riesgo, entre la concentración de esfuerzos en buscar las raíces de sus causas y el derroche de recursos en asuntos secundarios”*. Otra confusión que conviene aclarar es que no se trata del riesgo de quiebra o colapso de una sola institución, si ésta no ocasiona una inestabilidad sistémica. So pena de caer en la reiteración y proliferación de definiciones, pero en aras de una mejor comprensión por parte del lector y ante la ya calificada ambigüedad del concepto *riesgo sistémico*, en los párrafos siguientes nos explayaremos un poco más sobre el particular.

Según la versión en español de este importante y clarificador artículo citado en el párrafo precedente, *Riesgo Sistémico: Falta una Definición Apropiada*, Liedtke, Patrick M. (2011a) se ocupa también intensamente del tema bajo la perspectiva del seguro en los siguientes términos:

Las iniciativas para fortalecer la estabilidad de nuestro sistema financiero se han multiplicado de tal modo durante los últimos meses que se torna difícil seguirles el rastro, al punto que parecería que casi todas las semanas surge una propuesta importante de políticos, reguladores, supervisores o banqueros centrales sobre la mejor forma de abordar los problemas que plantea el riesgo sistémico. *“Pero lo que realmente sorprende es que a esta altura de los acontecimientos no exista una definición de riesgo sistémico que resulte totalmente convincente y sea aceptada por la mayoría de los expertos”*, continuando con la consideración de que para salvaguardar la estabilidad financiera es imprescindible entender de dónde emana el riesgo sistémico, lo cual no es posible sin *“una definición coherente y eficiente de qué constituye un riesgo sistémico”*.

*“El peligro de que un evento cause una pérdida de valor económico y de confianza en el sistema financiero, conllevando graves repercusiones para la economía real”*

*Swiss Re (2003)*

El *Banco Central Europeo*, más concretamente los autores de un Informe elaborado hace más de una década, De Bandt, Olivier y Hartmann, Philipp (2000), nos recuerdan que en sentido muy general el riesgo sistémico no está circunscrito únicamente al ámbito financiero, siendo una de sus apariciones más dramáticas las grandes epidemias de peste y cólera acaecidas durante la Edad Media, con una gran diseminación entre la población, una de sus principales características. Consideran al riesgo sistémico *“como el ingrediente primario para comprender las crisis financieras y como el principal fundamento para la regulación financiera, la supervisión prudencial y la gestión de la crisis”*, opinando también que aunque las características especiales del sistema bancario juegan el papel principal en su origen y propagación, el riesgo sistémico va aún más allá del punto de vista tradicional enfocado hacia la vulnerabilidad de los bancos con relación a un pánico o desbandada de los depositantes.

*Swiss Re (2003)*, define con mayor precisión sus efectos, según se transcribe en la cita al margen.

La *International Association of Insurance Supervisors* (2009) comparte la definición de riesgo sistémico adoptada por los organismos internacionales IMF/FSB/BIS, según la cual es *“el riesgo de perturbación o ruptura en el flujo de los servicios financieros causada por un deterioro de todo o partes del sistema financiero y que posee el potencial para ocasionar consecuencias negativas en la economía real”*.

En el más reciente trabajo de De Cadenas-Santiago, G., De Mesa, L y Sanchís, A. (2010) indican que *“La bibliografía académica y normativa define al riesgo sistémico como el riesgo de una gran disfunción o inestabilidad del sistema financiero, originada por una o varias partes y cuyos efectos directos o indirectos tienen externalidades potenciales extremadamente severas tanto para el sector financiero como para la economía real”*. Por su parte, los ya citados Kaufman, Georg G. y Scott Kenneth E. (2003) resumen y extraen de la literatura especializada los siguientes tres conceptos y distinciones de riesgo sistémico, a saber:

## 2.1 MACRO CHOQUE SISTÉMICO

El primero de ellos hace mención *“al gran choque o macro choque que ocasiona casi simultáneamente importantes y adversos efectos en la mayor parte o en toda la economía doméstica o sistema”*, añadiendo que se refiere *“a un evento que tiene efectos o repercusiones en todo el sistema bancario, financiero o económico y no en una o pocas instituciones”*, no estando aclarada o especificada la transmisión del gran choque a las unidades o instituciones individuales, aunque algunos autores han desarrollado modelos relacionados con la ignición que puede originar un macro choque en relación con una estampida bancaria.

Igualmente, para Wikipedia (2011), en su versión española, es el riesgo común para el mercado entero. Puede ser interpretado como *“inestabilidad del sistema financiero, potencialmente catastrófico, causado por eventos idiosincráticos o condiciones en los intermediarios financieros. Se refiere a los movimientos de la economía entera y tiene una gran gama de efectos”*, definición que en la versión inglesa lo menciona en forma más contundente y enfática como el *“riesgo de colapso de todo el sistema financiero en contraposición con el riesgo asociado a una entidad individual, grupo o integrante de un sistema”*, añadiendo el efecto cascada de su ocurrencia, característica que destacan también otros estudiosos del tema. Partiendo de un enfoque fundamentalmente de inversión, Investopedia (2011), comparte esta amplia y comprensiva definición cuando expresa que es *“El riesgo inherente a todo el mercado o a todo un segmento del mismo”*, agregando que *“las tasas de interés, la recesión y la guerras representan todas ellas las causas u origen del riesgo sistémico, porque afectan a la totalidad del mercado y no pueden ser evitadas mediante la diversificación”*, concluyendo que sólo puede ser mitigado mediante la cobertura de las respectivas posiciones de inversión.

*“Parece que el mundo se torna cada vez más y más peligroso a medida que el tiempo pasa”*

*Erwann Michel-Kerjan  
(2011) Wharton Risk  
Management Center*

## 2.2 MICRO CHOQUES SISTÉMICOS ACUMULATIVOS

Otras definiciones o conceptos se refieren más que todo a sus efectos micro económicos y a sus canales o vías de transmisión, dispersión o esparcimiento. Una de tales definiciones lo califica como la *“probabilidad de que pérdidas acumulativas originadas por un evento ponga en movimiento una serie de pérdidas sucesivas a lo largo de una cadena de instituciones...de tal modo que riesgo sistémico es el riesgo de una reacción en cadena de fichas de domino en caída libre”*, Kaufman, Georg G. (1995), subrayando que esta definición

es coincidente con la utilizada en los Estados Unidos por la *Board of Governors of the Federal Reserve System* y similar a la del *Bank for International Settlements* (2002), *Banco Internacional de Pagos*, cuya definición reza: es “*el riesgo de que el incumplimiento contractual de sus obligaciones por parte de un participante ocasione en otros participantes la mora o suspensión de pagos y se produzca una reacción en cadena que conduzca a generalizadas dificultades financieras*”.

## 2.3 RIESGO SISTÉMICO EXPANSIVO

Una tercera clase de definiciones, comentan los aludidos autores, enfoca la definición del riesgo sistémico en función de sus efectos de arrastre, expansión o desbordamiento del choque exógeno externo, sin que exista una causación directa. El peligro de contagio y su probabilidad de pérdida en una unidad económica, sea cual fuere su naturaleza, depende del grado o perfil de similitud política, económica, financiera, que posea en relación con el foco u origen de la ocurrencia del riesgo. En forma más amplia y generalista, De Cadenas-Santiago, G. *et al.* (2010) opinan que todas las instituciones contribuyen al riesgo sistémico aunque en diferente grado, dependiendo ello de “*los diversos factores de riesgo, tales como tamaño, interconexión, sostenibilidad, balance y calidad de los riesgos asumidos*”. Finalmente, según un documento confidencial de procedencia desconocida, presumiblemente de la propia AIG, pero publicado en varias webs, AIG (2009) “*Riesgo sistémico es el impuesto por las interconexiones e interdependencia en un sistema o mercado, el cual podría entrar potencialmente en bancarrota o abatir a todo el sistema o mercado si uno de sus intervinientes es eliminado u ocurren a la vez una serie de fallos*”.

Es el típico caso, por ejemplo, del riesgo de iliquidez en un sistema financiero, vivido intensamente durante la actual crisis y ocasionado por la gran desconfianza reinante y las fuertes interrelaciones existentes entre los participantes, hecho que como veremos en el próximo *Capítulo II* no se presenta en las relaciones entre las aseguradoras, aunque se trate de contratos de reaseguro o coaseguro. Quizás a ello obedece la definición dada por Weiss, Mary A. (2010), quien se acerca más a esta tercera categoría de conceptos. Para dicha autora, a efectos de su artículo dedicado a analizar dicho riesgo en los seguros, es “*el riesgo de consecuencias adversas que reverberan en el conjunto de un gran segmento del sector financiero, planteando un efecto potencialmente grave sobre la economía*”.

En su estudio dedicado también a analizar este riesgo en el sector asegurador, Radice Marc Philippe (2010), lo define en general como “*El riesgo de que un acontecimiento conduzca a una pérdida de valores económicos y de la confianza en el sistema financiero y origine repercusiones importantes en la economía real con efectos de arrastre o desbordamiento. Un riesgo sistémico se manifiesta en la funciones o instituciones sistémico-relevantes*”. Nicolò, Gianini y Lucchetta, Marcella (2010), del *Fondo Monetario Internacional*, adoptan en su trabajo los dos siguientes criterios para definir el riesgo sistémico financiero, a saber: “*es el riesgo de que un choque desencadene una pérdida de valores económicos o de la confianza y ante el incremento de la incertidumbre afecte a una parte importante del sistema financiero*” y, en forma más escueta y global, “*riesgo sistémico real es el riesgo de que un choque desencadene un declive significativo en la actividad real*”, matizando esta definición se podría afirmar que el riesgo sistémico se asocia con un riesgo para todo el mercado, en el que ninguno de los agentes puede erradicarlo de forma directa.

Otros intentos de definición los encontramos traducidos al español por Mauricio Kitaigorodski en la ya mencionada contribución *Riesgo Sistémico: Falta una*

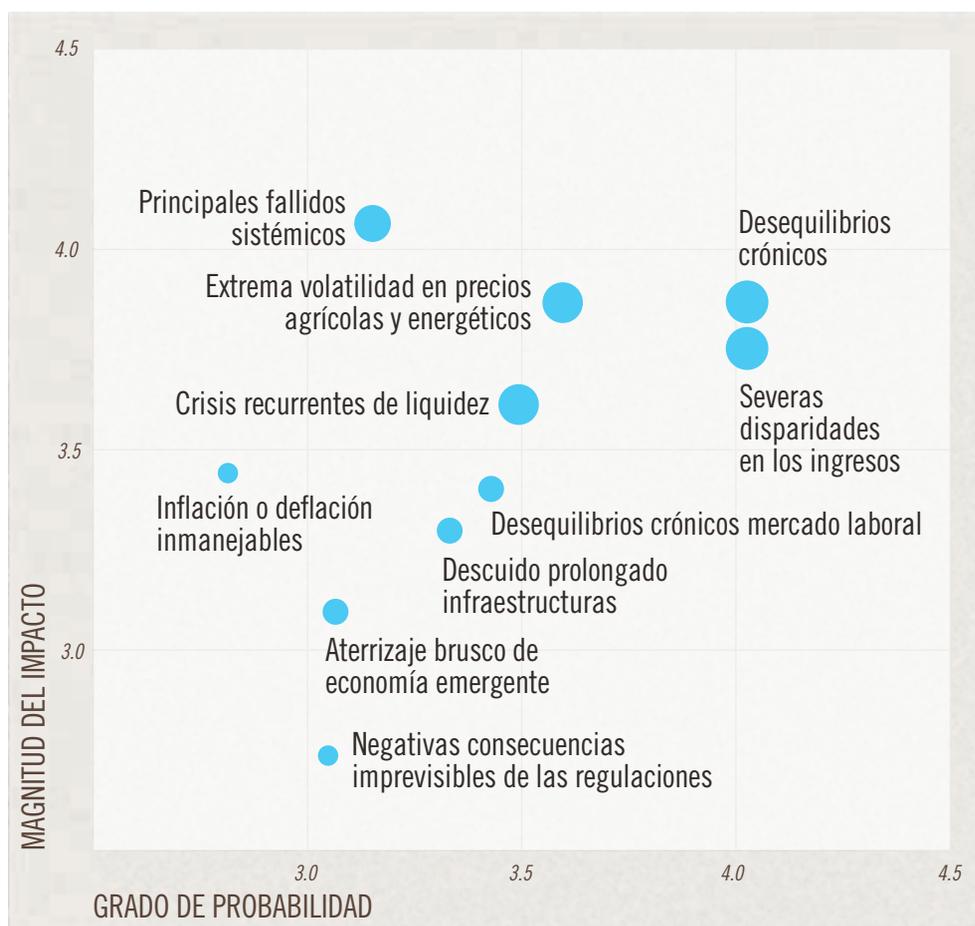


GRÁFICO 04  
**RIESGOS ECONÓMICOS**  
 Fuente: World Economic Forum (2012)

*Definición Apropriadada*, de Patrick M. Liedtke, publicada en el portal de *Mercado Asegurador* (2012) Riesgo sistémico. Entre ellos se encuentra, por ejemplo, la del *Presidente del Banco de la Reserva Federal* estadounidense, Ben Bernanke, para quien “*Los riesgos sistémicos son sucesos que amenazan la estabilidad del sistema financiero en su conjunto y, en consecuencia, a la economía general y no solamente la de una o dos instituciones*”. También se halla la definición que se remonta al año 2001 y que fue acuñada por el Grupo de los 10, quien lo describe como “*el riesgo de que un determinado suceso genere una pérdida del valor económico o la confianza en una porción substancial del sistema financiero y aumente con ello la incertidumbre en torno a ese segmento del sistema, siendo lo suficientemente grave como para que resulte altamente probable que produzca efectos adversos significativos sobre la economía real*”.

En el gráfico 04 se aprecia claramente que uno de los mayores impactos económicos de los riesgos globales provenía a principios de este año, según el último informe de *World Economic Forum* (2012), del riesgo sistémico en el sector financiero, aunque su probabilidad de ocurrencia se situaba por debajo de los *desequilibrios presupuestarios*, pero representando estos últimos un impacto económico mas elevado, a la par que los *desequilibrios en los ingresos*.

Con relación al importante debate suscitado de hasta qué punto el sector asegurador o algunas de sus entidades integrantes pueden ser causantes o el origen del riesgo sistémico y, con ello, ser declaradas o catalogadas como *sistémicamente relevantes*, aspectos a los cuales nos referiremos ampliamente en los capítulos siguientes, resulta de gran interés la importante contribución al tema aportada por Radice Marc Philippe (2010), quien distingue claramente con las siguientes definiciones los aspectos que son *sistémicamente relevantes*, a saber:

- **FUNCIÓN SISTÉMICAMENTE RELEVANTE.** Entendiendo por ella las prestaciones o actividades que son esenciales para la economía y a las cuales no se puede renunciar, recalcando por ejemplo, que “*en el sector financiero la infraestructura de los sistemas de pagos*” constituye uno de los ejemplos de prestaciones ineludibles e irrenunciables, funciones que no ejerce el sector asegurador, pero sí el bancario.
- **INSTITUCIÓN SISTÉMICAMENTE RELEVANTE.** Se trata de aquellas instituciones que, por lo menos, cumplen una de las funciones sistémico-relevantes que no pueden ser sustituidas por otra institución en un plazo económicamente soportable, plazo que fija en el periodo de una eventual intervención estatal, condición difícil de imaginar en la actividad aseguradora.

El fallo de una función o institución sistémicamente relevante conduce, según el autor, a externalidades negativas. El riesgo se transmite a la totalidad de la economía y respectivamente a los contribuyentes, de tal modo que el riesgo o no es compensado o lo es en forma inadecuada. El coste del riesgo se distorsiona, afectando a varios sujetos económicos y financieros. Explica también someramente el autor dos conceptos importantes que se han desarrollado a lo largo de la crisis financiera y que han impreso su cuño en las medidas cautelares y prudenciales tomadas o en estudio por las autoridades públicas de supervisión y control en varios países. Estos dos conceptos son:

- **Too Big to Fail –TBTF, Demasiado Grande para Caer.** Se trata del concepto aplicado a una institución sistémicamente relevante y el cual ha sido definido como la situación en la cual *El Estado tiene que garantizar su subsistencia* por no cumplirse las premisas necesarias para poder amortiguar o eliminar los riesgos sistémicos, aunque no siempre es imprescindible llegar a esta situación al existir otros instrumentos para tal fin como son su posible liquidación o un concurso de acreedores.

Este concepto e instrumento de estabilización ha sido criticado por muchos autores, entre ellos por Issing, Otmar (2012), presidente del *Center for Financial Studies* y antiguo miembro del Comité Ejecutivo del *Banco Central Europeo*, quien en su artículo intitulado *Too Big to Fail undermines the free market faith – Demasiado Grande para Caer socava la fe en el mercado libre* – critica las medidas adoptadas en este contexto, recurriendo para el efecto a las que califica como falsas conclusiones históricas que, por ejemplo, a raíz de la caída de Muro de Berlín proclamaban el triunfo del capitalismo sobre el comunismo y cuando los medios de comunicación y la opinión pública argüían también el triunfo de “*los mercados libres sobre la planificación central, la democracia sobre la dictadura, Hayek sobre Marx*”, añadiendo que aunque el mal llamado socialismo real terminó en un desastre donde fue aplicado, difícilmente “*hay algún país en el mundo en el cual el capitalismo se haya establecido de forma satisfactoria en todos los aspectos*”. La competencia entre los diferentes caminos para organizar a las sociedades, concluye, ha continuado desde el final de la guerra fría y “*observando la evolución de la crisis en los mercados financieros, la única sorpresa es que haya tardado tanto tiempo en materializarse un movimiento serio. La crisis ha suministrado argumentos de peso a los opositores del sistema financiero*”.

- **Too Big to Rescue TBTR,** la situación de *Demasiado Grande para Rescatar* se presenta cuando la intervención estatal supera su capacidad financiera o conduce a que el Estado asuma riesgos insostenibles. Como el análisis se refiere específicamente a Suiza, el autor concluye que no existe ninguna aseguradora suiza bajo vigilancia estatal a la cual se le pueda



GRÁFICO 05  
**SISTEMÁTICA DEL RIESGO SISTÉMICO\***

Fuente: Radice, Marc Philippe (2010) \*Título dado por el autor del presente trabajo

aplicar alguno de los dos criterios antes expuestos. Esquemáticamente, el mencionado autor presenta la siguiente ilustración – gráfico 05 – para delimitar conceptualmente el alcance de los diferentes aspectos intervinientes.

De Nicolò, Gianini y Lucchetta, Marcella (2010), visualizan en el gráfico 06 las interrelaciones y exposición al riesgo existentes entre los principales intervinientes de los mercados financieros y elaboran un modelo macroeconómico para tratar de medir o calibrar mejor su impacto. Parten de la constatación de que la *“reciente crisis financiera ha subrayado la necesidad de un conocimiento más profundo de los elementos desencadenantes del riesgo sistémico financiero y su relación de doble vía con la actividad real”* de la economía, lo cual hace necesario detectar los vínculos macroeconómicos dentro de un marco tendente a modelizar y monitorizar las variables en tiempo real que permitan medir el impacto y transmisión de los choques identificables dentro del sistema macroeconómico y entre el mercado financiero y sus intermediarios, tal como se identifican en la aludida representación gráfica.

### 3. INDICADORES Y MEDICIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO

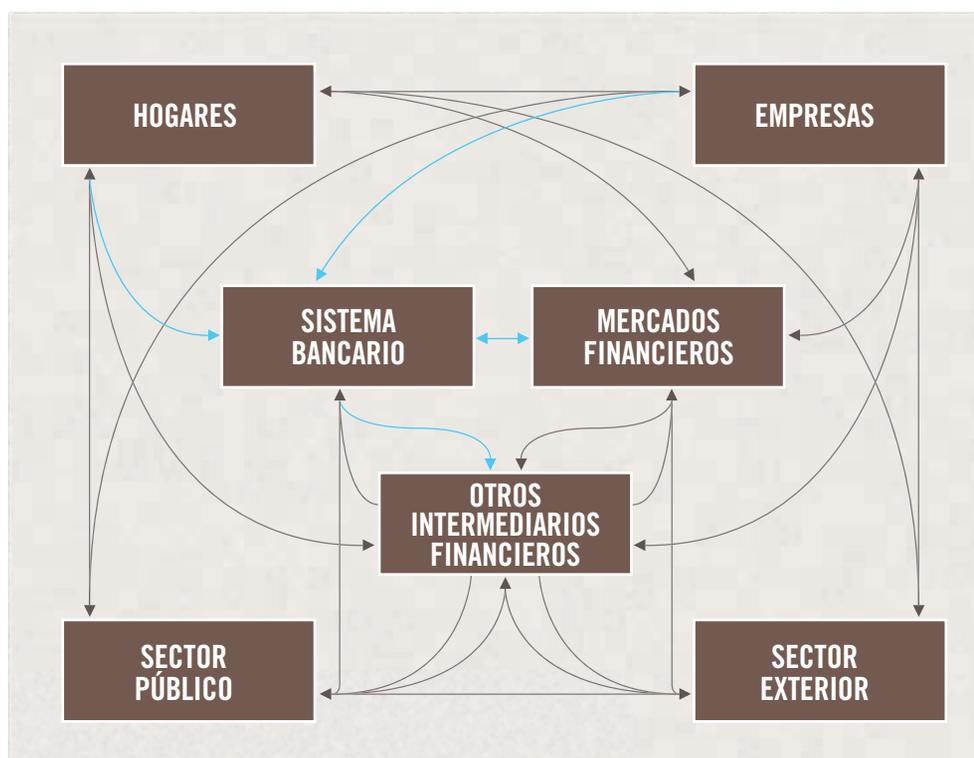
#### 3.1 EN EL SISTEMA BANCARIO

Aunque se refiere más específicamente al sector bancario y financiero, sectores que han sido los más responsables y principales causantes de la actual y persistente crisis, De Cadenas-Santiago, G. *et al.* (2010) en su repaso de la bibliografía publicada al respecto nos indican los siguientes elementos o variables presentes en los estados contables y especialmente relevantes en la medición u orígenes del riesgo. No obstante, como posteriormente veremos, la mayoría de los criterios no son aplicables a la actividad aseguradora y sus empresas, pero consideramos interesante, para una mejor comprensión del tema, referirnos someramente a tales indicadores.

GRÁFICO 06

## DEPENDENCIAS INTERSECTORIALES FINANCIERAS (Stocks y flujos)

Fuente: De Nicolò, Gianini and Lucchetta, Marcella (2010)



### TAMAÑO O DIMENSIÓN DE LAS INSTITUCIONES

El grupo financiero de las cajas alemanas de ahorro *Finanzgruppe Deutscher Sparkassen- und Giroverband* (2011), define el concepto ya mencionado anteriormente de *Too Big to Fail*, cuya utilización se ha impuesto en las publicaciones económicas sobre la materia, con la siguiente frase “*Si se considera muy significativa la importancia de una institución financiera individual, de tal forma que la política del respectivo país no puede permitir su quiebra sin afectar al sistema financiero de toda la economía, ella es calificada como Demasiado Grande para Caer*”.

Pese a las anteriormente mencionadas dudas, expresadas por algunos autores sobre la validez de este concepto para justificar intervenciones estatales de salvamento o mayores exigencias de capital y solvencia financiera, el tamaño suele ser el principal criterio determinante de la propagación del riesgo sistémico al ámbito real de la economía y al resto del sector financiero, principalmente cuando proviene de instituciones de gran o muy importante tamaño. De Cadenas-Santiago, G. et al (2010) comentan con relación a este criterio que su “*impacto proporcionalmente mayor se origina en la mayor dificultad para sustituir las funciones vitales que proveen tales instituciones, en encontrar una solución para una liquidación ordenada – resulta más difícil encontrar un comprador – así como a causa del alto grado de interconexión con el resto del sistema financiero*”, circunstancias completamente ajenas a la aseguradoras, como explicaremos en el *Capítulo III*.

Refiriéndose al mismo criterio, Vaughan, Therese M. (2009) opina que “*el tamaño, el ámbito o el grado de apalancamiento de una organización pueden ser factores determinantes de si representa un riesgo sistémico, pero estos criterios solos son demasiado simplistas para su caracterización*”, constatando acertadamente, a renglón seguido, que “*Existe una creciente convicción de que la*

*estructura legislativa y reguladora que ha permitido la innovación y sinergias entre y a lo largo de las instituciones financieras y sus subsidiarias ha creado una significativa interconectividad e interrelaciones, dentro de la cuales el capital y el riesgo pueden fluir libremente de acuerdo con la descripción más común de las amenazas potenciales a nuestra economía”.*

El tamaño se asocia también con la estructura de riesgo reflejada en el respectivo balance de la entidad – puede existir mayor probabilidad de ocurrencia del riesgo sistémico – estructura que en el sistema bancario condiciona las posibilidades y términos de financiación y captación de depósitos, motivo por el cual el tamaño se ha convertido para muchos en una de las principales fuentes del riesgo sistémico, siendo esta magnitud prácticamente irrelevante en el sector seguros como fuente del mismo, pero no así como institución afectada por la crisis, especialmente en su cartera de inversiones.

Parece a todas luces evidente que el tamaño constituye la magnitud más relevante para determinar el grado de relevancia sistémica de una entidad bancaria, de lo cual se desprende que la suma total del balance, expresada como porcentaje del PIB del respectivo país, representa un indicador muy adecuado para este fin. A este indicador pueden añadirse otros de importancia sistémica, como son el volumen de derivados y de valores en su cartera, el de efectos y cesiones de cartera, el volumen transado en divisas, etc. La crisis, su intensidad y el alto grado de desconfianza recíproca en el mercado interbancario y de capitales han traído consigo que los rubros del balance relacionados con el grado de liquidez de la institución hayan adquirido mucho protagonismo. En resumen, no sólo el grado de solvencia estática, sino también el dinámico juega un papel primordial en la valoración del riesgo.

A pesar de los puntos de vista divergentes del propio y otros sectores económicos, el *Basel Committee on Banking Supervision BCBS*, constituido en el seno del *Banco Internacional de Pagos* (2009) adoptó ya en el año 2009 los criterios fundamentales para valorar la relevancia sistémica, entre los cuales se encuentra en primer lugar el ya analizado tamaño, siguiéndole en importancia estos otros criterios de clasificación:

## COMPLEJIDAD

Referida al hecho de que un alto grado de complejidad administrativa y organizacional aumenta sustancialmente el potencial de contagio de las otras áreas de la misma organización central, así como de sus filiales, situación que dificulta sobremanera, en caso necesario, una liquidación ordenada de la entidad y sus efectos derivados de originar una mayor inseguridad e incertidumbres en los mercados financieros.

## ENTRELAZAMIENTO DENTRO DEL SISTEMA FINANCIERO - TOO CONNECTED TO FAIL

Para el *Comité de Basilea sobre la Supervisión Bancaria* pueden presentarse, asimismo, riesgos sistémicos provenientes del complejo entramado existente entre los diversos intervinientes o participantes en el mercado, en el caso de que su derrumbe o descalabro produzca perturbaciones en el sistema financiero. El concepto de *Too connected to fail – Demasiado conectado para caer* – fue introducido en esta clase de análisis por el Fondo Monetario Internacional en sus periódicos informes *Global Financial Stability Reports*.

## AMPLITUD O DIMENSIÓN GLOBAL

Proveniente de una actividad comercial o financiera fuera de las fronteras nacionales, o sea, en el ámbito mundial, situación frecuente a raíz del proceso de globalización económica y que encierra el peligro de contagio transnacional.

## INTERCAMBIABILIDAD DE LOS SERVICIOS

La relevancia sistémica de un banco es tanto mayor cuanto mayor sea la dificultad para que otras instituciones, en aras de garantizar un adecuado y satisfactorio funcionamiento del mercado financiero, suplan en el corto plazo sus servicios. Ella depende de la estructura del mercado, porque en situaciones de monopolio u oligopolio es más difícil lograr este objetivo.

## INDICADORES DE SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

En vista de las anteriores consideraciones, los indicadores de solvencia y liquidez de las entidades bancarias y de crédito han pasado a ocupar un lugar preponderante en las evaluaciones sobre su riesgo sistémico. En resumen, se trata primordialmente del *Core Tier 1* y del *Tier*; del grado de apalancamiento y de los activos fuera de balance; de la relación existente entre depósitos y activos; de aquélla entre las posiciones comprometidas en los mercados monetarios en relación con los respectivos activos; de la eficiencia de la institución, etc., indicadores que, como veremos a continuación o son irrelevantes o se reducen a unos pocos en el sector de seguros. Pese a ello, algunas de las normas establecidas o a establecerse en un próximo futuro para la banca le son aplicadas también, quizás en forma más estricta, como es el caso de Solvencia II, partiendo de una falsa analogía que equipara la actividad aseguradora con la de la banca.

## 3.2 EN EL SECTOR DE SEGUROS

Pasando al tema de los indicadores respecto a la entidades de seguros, Marc Philippe (2010) compendia muy ilustrativamente cuáles son los principales criterios de la llamada *relevancia sistémica* en este sector, diferenciándolos de los establecidos para el sistema bancario, de acuerdo con el *Report to G20 Finance Ministers and Governors, Fondo Monetario Internacional (2009)*, pero incluyendo algunas especificidades propias de su actividad. A continuación ofrecemos sus principales consideraciones y argumentos relacionados con las variables o parámetros antes expuestos, tema que incluiremos, asimismo, con una mayor extensión en el *Capítulo II*, dedicado al análisis de la esencia y diferencias de las operaciones de seguros:

## TAMAÑO O DIMENSIÓN

Opina que también el tamaño es una magnitud relevante expresada como suma del balance, cuota de mercado, grado de concentración, etc., pero añade que todavía no han sido fijados con exactitud. Las normas de muchos países que exigen a las aseguradoras de vida una cobertura de las provisiones técnicas de los asegurados con activos del balance valorados conservadoramente conllevan un importante factor de seguridad y se asemejan, en otros tipos de operaciones financieras, a las garantías colaterales. Esta cobertura igual de

exigente en entidades de seguros grandes o pequeñas, o sea, independientemente de su tamaño, relativiza en las aseguradoras la importancia del criterio relacionado con el tamaño. Marc, Philippe (2010) razona también que el sector de seguros constituye reservas adicionales ocultas, de estabilidad o compensación, pese a que no son aceptadas actualmente por las normas *International Financial Reporting Standards* (IFRSs), ni tampoco por los GAAP estadounidenses. Sin embargo, tales reservas fortalecen su capacidad de resistencia.

Tampoco el número de pólizas de seguros en vigor constituye un indicador apropiado para medir el tamaño de una entidad de seguros, porque directa o indirectamente el tiene su claro reflejo en otros rubros del balance como son, por ejemplo, las provisiones técnicas, reservas matemáticas o suma total del mismo balance. Adicionalmente, las operaciones de reaseguro significan también un factor que debe tomarse en cuenta cuando del tamaño se trata y, por consiguiente, de valorar su eventual riesgo sistémico; en efecto, las cesiones y retrocesiones respectivas entre las aseguradoras conducen a una importante diversificación y atomización de los riesgos a nivel mundial. Se estima, por ejemplo, que en el hundimiento, en julio de 1956, del por aquella época muy emblemático barco italiano de pasajeros *Andrea Doria*, estuvieron involucradas más de 500 aseguradoras y reaseguradoras para sufragar los pagos de los respectivos contratos de seguros. Sin embargo, algunos autores consideran que consideran que el descalabro de una reaseguradora podría desencadenar una reacción muy adversa para el sector, equivalente a un evento sistémico, Gründl, Helmut (2010), quien ante la pregunta del periodista sobre la materia afirmaba que en caso del descalabro de un reasegurador “*Ello podría conducir a que muchas cedentes o aseguradoras primarias con contactos directos con sus clientes presentasen un desequilibrio financiero, ocasionando reducciones en las prestaciones*”.

## ENTRELAZAMIENTO O GRADO DE IMBRICACIÓN

Sobre este particular señala el autor que esta situación se produce en las empresas de seguros a través de sus inversiones de capital, de las operaciones de reaseguro, así como a través de aquellas ajenas a las operaciones de seguros propiamente dichas, como son las realizadas en los mercados de capitales. Haciendo referencia a la situación en Suiza, Marc, Philippe (2010) subraya en su trabajo que “*la suma total de los balances del sector de seguros suizo guardan una relación aproximada de 1 a 10 en relación con el sector bancario suizo*”, pero señala, al mismo tiempo, que la suma del balance pierde importancia como indicador si se toman en cuenta el rubro de las provisiones técnicas - las cuales bien podrían restarse del pasivo del balance - y los activos correspondientes a las inversiones destinadas a la cobertura de reservas, arrojando esta operación aritmética una magnitud muy modesta. La imbricación del sector de seguros con otros sectores de la economía, presentes especialmente en el mercado financiero y de capitales, es de importancia en cuanto a sus inversiones atañe, aunque como veremos en otro capítulo, en este aspecto ha sido el sector más bien un damnificado del riesgo sistémico que un causante del mismo.

## INTERCAMBIBILIDAD O GRADO DE SUSTITUCIÓN DE FUNCIONES Y PRODUCTOS

Respecto a este punto, comentado también en otro apartado, no cabe la menor duda de que las posibilidades de sustitución o intercambiabilidad, ya se trate de las funciones ejercidas por las aseguradoras en sí, como de los productos por ellas ofrecidos, son mucho más variadas y flexibles que los ofertados por el

sistema bancario, resaltando el autor en mención que la producción o emisión de nuevas primas de primer año y las de renovación de la cartera existente se refleja claramente en épocas de crisis al garantizar un flujo permanente de fondos.

La cesión de cartera, tanto parcial como total, de un ramo de seguros o de varios, representa también un instrumento relevante para garantizar la sustitución de aseguradora, siendo en épocas de crisis una medida más ágil que los mecanismos bancarios similares. La experiencia de las fusiones bancarias y de cajas de ahorro en España, por ejemplo, evidencia con claridad dicha aseveración al haberse convertido en procesos de muy larga duración, aunque su tardanza es achacable en buena parte a factores políticos. La facilidad de cesión de cartera, voluntaria o impuesta por los órganos públicos de Supervisión y Control y casi inusual en el sistema bancario, permite socorrer o rescatar a compañías de seguros en dificultades sin grandes contratiempos ni distorsiones en el mercado. ■

# CAPÍTULO II

# ORÍGENES Y

# REPERCUSIONES DEL

# RIESGO SISTÉMICO

*“En los momentos de crisis, sólo la imaginación es más importante que el conocimiento”*

*Albert Einstein (1879-1955)*

## 1. LA ESPECULACIÓN Y EL RIESGO SISTÉMICO

A nuestro juicio, no cabe la menor duda de que la especulación juega un papel importante tanto en el origen como en la divulgación del riesgo sistémico. Ella ha estado siempre presente en la génesis, eclosión, explosión y propagación de las principales burbujas financieras o inmobiliarias que han desembocado en importantes crisis, como es el caso, verbigracia, de la *Burbuja de los Tulipanes* en Holanda, descrita en Wikipedia (2011) Tulipomania, con las siguientes palabras: *“En la década de los años veinte del siglo XVII el precio del tulipán comenzó a crecer a gran velocidad. Se conservan registros de ventas absurdas: lujosas mansiones a cambio de un sólo bulbo, o flores vendidas a cambio del salario de quince años de un artesano bien pagado.... Durante la década de 1630 parecía que el precio de los bulbos crecía ilimitadamente y todo el país invirtió cuanto tenía en el comercio especulativo de tulipanes. Los beneficios llegaron al 500%.”*

Especulación similar ocurrió con la tristemente famosa *Burbuja del Mar del Sur*, descrita igualmente en Wikipedia (2011), y detonante de “una de las crisis bursátiles más devastadoras de la historia del capitalismo. Al término de la guerra de sucesión española, en 1713, Inglaterra recibió varias concesiones al haber triunfado sobre la corona francesa; uno de los privilegios concedidos fue la entrega a la Compañía de los mares del sur para monopolizar el tráfico de esclavos negros con las colonias españolas durante tres décadas...” Establecida en 1711 como sociedad anónima de comercio para usufructuar el exclusivo acceso a toda Centro y Sur América por el *Lord Treasurer*, Robert Harley, quien necesitaba, para la *South Sea Company*, “proveer un mecanismo para financiar la deuda incurrida por el gobierno durante la guerra; en vista de que las regulaciones del Banco de Inglaterra no le permitían establecer un banco, decidió fundar una compañía de comercio, cuyo objetivo principal era verdaderamente la financiación de la deuda pública”.

En virtud de los derechos otorgados a la compañía, el gobierno vio la oportunidad de lograr una contraprestación, tratando de convencer a los tenedores de deuda pública de permutarla por acciones, garantizándole a la compañía una anualidad perpetua, de tal modo que los nuevos accionistas pasaban a disfrutar de un ingreso permanente. En resumen, mediante posteriores transacciones financieras y permutas, en 1719 del total de la deuda pública de £ 50 millones, £ 11,7 millones se encontraban en los libros de la compañía, a los cuales había que añadir la deuda pública irredimible, cuyo 80% fue adquirido por la propia compañía. Los rumores difundidos por ella sobre el gran potencial de comercio con el Nuevo Mundo dispararon la cotización de sus acciones de £128 en enero de 1720 a £550 a finales de mayo del mismo año. La promulgación de medidas legislativas para controlar la burbuja disparó hasta £890 su precio a principios de junio. En el corto periodo de un año su cotización pasó de £ 100 a más de £ 1.000 por acción, fruto de una monstruosa especulación.

Pero como siempre suele suceder en estos casos, la *Burbuja del Mar del Sur* también se desinfló y la realidad se impuso al ilusionismo. Su colapso coincidió con la caída del *Mississippi Scheme* de John Law en Francia, siendo la lógica e inevitable consecuencia el desplome de la cotización de sus acciones hasta £150. La falta de confianza y la crisis se extendieron a todo el sistema bancario y miles de individuos salieron perjudicados y arruinados, incluyendo muchos miembros de la aristocracia. Las investigaciones posteriores detectaron la comisión de fraudes entre los directivos de la empresa que terminaron en prisión y sus propiedades fueron confiscadas. Las acciones de la compañía pasaron al *Banco de Inglaterra* y a la *Compañía Británica de las Indias Orientales*, medidas cuyo parecido a las tomadas durante la presente crisis en algunos países no son mera coincidencia.

La crisis de 1929, seguida inmediatamente de la Gran Depresión, tuvo también un importantísimo elemento especulativo, cuyos primeros síntomas se manifestaron a partir del año 1925, siendo en muchos aspectos muy semejantes a los desencadenantes de nuestra actual crisis, porque fue el sector de la construcción con una sobre oferta y, proporcionalmente, una muy reducida demanda, una de sus principales causas y detonantes. También en las casi sucesivas, aunque de menor escala, crisis de 1968, 1973 y 2001, la especulación formó parte integrante de ellas. Estos ejemplos históricos tomados al azar de los muchos acontecidos durante la evolución económica nacional y mundial ilustran claramente la presencia cuasi permanente de la especulación en la génesis y desarrollo de las crisis. No importa en qué sector de la economía surja.

Aunque se trata de cifras históricas y hoy día probablemente de menor magnitud a causa de la misma crisis, ellas son lo suficientemente elocuentes para reflejar la magnitud que durante la actual crisis alcanzó la especulación con los

*“La especulación es un lujo mientras que la acción es una necesidad”*

*Henri-Louis Bergson,  
Premio Nobel de  
Literatura*

productos derivados, relativamente nuevos y novedosos instrumentos introducidos en los mercados financieros internacionales, cuyas transacciones más importantes tenían como escenario los mercados neoyorquino y londinense. En efecto, en su libro Koslowski, Peter (2011), cifra en US\$1.600 millones, el volumen mundial alcanzado en su momento por los derivados. Por otro lado, más de US\$ 50 billones de CDS *Credit Default Swaps* han estado en entredicho, según lo menciona Luttermann, Claus (2008) en su artículo. En contraposición a esta exorbitante cifra, el Ingreso o Renta Nacional Bruta de los Estados Unidos, la mayor economía mundial en esa época, ascendía a casi US\$ 13,0 millones y la de Alemania, en 2005, a US\$ 2,9 millones. La envergadura y desproporcionada relación con otras variables macroeconómicas es evidente si se toma en cuenta que *“el volumen de derivados solamente para Estados Unidos, (ello) significaría US\$ 123,6 millones por cada millón de dólares de Ingreso Nacional Bruto y un salario de US\$ 12,0 por cada dólar de renta”*, estima el autor. Luttermann, Claus (2008), cifraba en US\$ 600 billones el valor de los derivados existentes en todo el mundo.

Con razón se podría afirmar, por consiguiente, que la especulación es la fiel compañera de las crisis o, mejor dicho, la *madre de todas las crisis*, como también lo es del origen y propagación del riesgo sistémico. No obstante, no debemos caer en la tentación de condenar a los movimientos especulativos como algo reprobable, porque ellos forman parte integrante de una economía de mercado y los intentos por eliminarlos o prohibirlos han llevado siempre al fracaso definitivo, como ha sido el caso en los antiguos regímenes socialistas o comunistas. Pero como mencionaremos más adelante, aunque en ocasiones resulta muy difícil delimitar las respectivas fronteras, hay que distinguir tajantemente entre la especulación como instrumento de arbitraje en los mercados, como elemento esencial para permitir una mayor sintonía entre oferta y demanda o como estimulante de la actividad económica, de aquellas especulaciones que inexorablemente conducen a las burbujas y, con ellas, a acelerar los ciclos económicos y llevar a la recesión y depresión, tal como ha sucedido en la actualidad.

Aunque el concepto *riesgo sistémico* es de reciente creación, nos surge la duda metódica de hasta qué punto es consustancial o no con el sistema capitalista, con el mercado o, simplemente, con la propia naturaleza e idiosincrasia humanas. Porque cabe formularse la pregunta de si en las mencionadas burbujas originadas en periodos que podríamos llamar pre capitalistas estaba también presente un verdadero riesgo sistémico en la por aquella época más importante actividad comercial que industrial o si también existía tal riesgo sistémico en los fracasados regímenes comunistas y socialistas de planificación central o si ellos sucumbieron a su propio riesgo sistémico que los llevó al colapso total, pese a no haber tenido, por lo menos aparentemente, crisis tan recurrentes y agudas durante su existencia de casi un siglo, como si ha sido el caso en la historia económica de los países capitalistas.

## 1.1 ELEMENTOS ESTIMULANTES DE LA ESPECULACIÓN

Con sobrada razón Vaughan, Therese M. (2009) señalaba que la expresión riesgo sistémico se ha convertido prácticamente en un vocablo manido para enumerar los principales peligros a que está sujeta la economía. *“Sin embargo, su significado ha mutado durante el tiempo. Al principio de las discusiones, el riesgo sistémico era fundamentalmente sinónimo de Too-big-to fail”*. Sin olvidar los factores económicos y financieros objetivos, nos inclinamos a pensar en forma semejante a como se expresó la mencionada autora en su testimonio ante el Congreso de los Estados Unidos, al aseverar con las siguientes palabras que el componente psicológico juega un papel primordial, si no tanto en su origen,

si por lo menos, en su propagación *“Se podría argüir en el momento que el mayor riesgo sistémico que afronta nuestra economía es la falta de confianza del pueblo americano en nuestro sistema financiero”*, lo cual significa que no solamente la especulación, como anotamos previamente, es la fiel compañera de la propagación del riesgo sistémico, sino también el factor psicológico del temor y la falta de confianza, la disposición a no *dar crédito* a las instituciones, personas y, en definitiva, al sistema.

La siguiente anécdota real de lo sucedido con un pequeño banquero alemán en Berlín durante la crisis bancaria de los años 30 del siglo pasado es muy didáctica e ilustrativa sobre el importante elemento psicológico en juego cuando de la confianza se trata. Ante el desatado *run bancario* y el consecuente cierre bancario impuesto por la autoridad gubernamental, se negó rotundamente a secundarlo y no denegó ningún reintegro de los depósitos a sus clientes. Al observar que su dinero contante y sonante *‘si estaba en el banco’*, paulatinamente la larga cola ante las puertas del banco se desvaneció y se reanudó la confianza entre los depositantes, mientras que todo el sistema bancario alemán mantenía cerradas las suyas a cal y canto.

Indudablemente, los recurrentes titubeos de los principales dirigentes políticos europeos, su política de zigzagueo ante la intensa crisis, las públicamente ventiladas fuertes desavenencias surgidas en el seno del *Banco Central Europeo*, etc., no han contribuido a crear la necesaria confianza para superarla. Renombrados economistas, como es el caso de Ian Bremmer, Columbia University, han atestiguado la carencia de una clase política que ejerza realmente un liderazgo, tal como se expresó recientemente – ver cita al margen – durante la conferencia-coloquio organizada por *The Joseph H. Lauder Institute of Management & International Studies* y *The Trustees of The University of Pennsylvania* (2011). Naturalmente, no sólo la falta de confianza constituye el elemento esencial de la especulación y de situaciones de pánico. En ella siempre está presente el deseo de un enriquecimiento rápido para obtener succulentas ganancias o beneficios en corto tiempo, es decir, un importante componente de avaricia, tema que va un poco más allá de lo pretendido en este trabajo.

*“Nos gustaría tener un liderazgo global que se reflectase en las 20 mayores economías del mundo. Nos gustaría contar con un nuevo Protocolo Kyoto, una nueva Ronda Doha, un nuevo Convenio Bretton Woods. Pero no los tenemos. La realidad es que estamos viviendo en un mundo que se asemeja más a la G-zero ante la ausencia de liderazgo”*

*Ian Bremmer,  
Columbia University*

## 1.2 OTROS FACTORES DESENCADENANTES DEL RIESGO SISTÉMICO

En su presentación, Hüther, Michael (2011) delimita claramente los factores que conducen a la especulación y al advenimiento de un riesgo sistémico, definiendo primero el concepto de especulación tanto en su sentido más amplio, como en el restringido y señalando sus desencadenantes. De acuerdo con su definición, en sentido amplio la especulación es *“el aprovechamiento, motivado por el deseo de obtener un beneficio, de las esperadas diferencias temporales respecto al precio de un bien en un determinado mercado”*, mientras que en sentido restringido *“es la asunción del riesgo mediante la compra/venta con la intención de que la posterior venta/compra cumpla la expectativa de cambios en el precio”*. Adicionalmente, el mencionado autor diferencia con claridad la especulación del arbitraje – aprovechamiento de diferencias locales de precio – de las operaciones de cobertura, o sea, de *hedging*, según la expresión inglesa.

Los factores desencadenantes del riesgo sistémico, a juicio de dicho autor, pueden resumirse en los siguientes elementos fundamentales:

- Fallos en los mecanismos de regulación.
- Alto apalancamiento.
- Política monetaria expansiva.

- Burbujas inmobiliarias.
- Concentración extrema en las instituciones financieras con elevado apalancamiento crediticio.
- Escasa capacidad de reacción política.

En su ponencia de 2009 sobre el Impacto de la Crisis Financiera en los Trabajadores del Sector Financiero, la OIT (2009) esgrime argumentos y explicaciones similares y opina que la contracción crediticia se hizo patente a partir de 2007, aunque según su entender *“las raíces de la crisis se remontan al estallido de la burbuja tecnológica de la década anterior. Cuando el mercado bursátil declinó agudamente en el año 2000 y la economía global empezó a deslizarse hacia una recesión, la Reserva Federal de los Estados Unidos y otros bancos centrales bajaron abruptamente las tasas de interés para limitar el daño económico”*.

Esta política crediticia impulsó al boom inmobiliario y la correspondiente concesión de hipotecas. A lo cual se *“sumó una innovación financiera que consistió en divorciar la creación u origen de las hipotecas de las decisiones de préstamos, con medio millón de agentes hipotecarios independientes americanos a los que se les pagaban comisiones para buscar posibles compradores de casas en nombre de los prestamistas hipotecarios”*, innovación materializada en instrumentos y vehículos de inversión con nombres tales como RMBS Bonos respaldados con hipotecas para viviendas, CDO Obligaciones garantizadas con deudas, SIV Vehículos de Inversión Estructurada y CDO de CDO, nombres con los que los describe la OIT.

## 2. PROPAGACIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO

### 2.1 VULNERABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

De Bandt, Olivier y Hartmann, Philipp (2000) enuncian en su trabajo tres hipótesis sobre la vulnerabilidad o fragilidad del sistema financiero, concluyendo que *“consideradas en su conjunto parecen ser las principales fuentes de la ocasionalmente mayor vulnerabilidad de los sistemas financieros al riesgo sistémico en comparación con otros sectores de la economía”*. Ellas son:

#### ESTRUCTURA DEL NEGOCIO BANCARIO

Tradicionalmente, explican, la banca comercial capta depósitos a la vista incondicionales y a corto plazo que pueden ser retirados sin previo aviso, para prestárselos posteriormente a corto o largo plazo al sector empresarial, confiando que si se cumple la ley de los grandes números solamente requiere una pequeña porción de activos líquidos para atender adecuadamente los compromisos adquiridos. En caso contrario, tiene a su disposición las líneas de crédito del *Banco Central*, de las cuales durante la actual crisis se ha hecho un uso exagerado y pernicioso, a nuestro entender, en detrimento de la economía.

En efecto, en aras de mantener una liquidez adecuada en el sistema económico y superar la desconfianza reinante en el mercado interbancario, el *Banco Central Europeo*, mediante la periodísticamente denominada *barra libre*, ha inyectado ingentes cantidades de dinero al sistema a tasas de interés subsidiadas de verdadera *ganga* – 1% anual – y mediante subastas hasta de tres años, distorsionando así el mercado de capitales e induciendo a la banca española, verbigracia, a comprar deuda pública con tipos hasta de 5-6% anuales, obte-

niendo así pingües beneficios con la lógica consecuencia de una restricción del crédito a la economía real y productiva, creándose un verdadero círculo vicioso y estimulando indirectamente la desenfrenada carrera para captar depósitos.

## INTERCONEXIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

Ella se configura a través de los diferentes mercados y mecanismos como son el interbancario y los sistemas de compensación de pagos o de *clearing* de valores, en los cuales los bancos como mayoristas juegan un papel predominante, pudiendo suceder que al final de la jornada existan importantes sumas de compromisos sin compensar con consecuencias desestabilizadoras para el mercado monetario y posibles efectos dominó en el sistema financiero. Para evitarlo se han desarrollado diversas técnicas y mecanismos, pero el advenimiento de grandes conglomerados financieros activos y con filiales en toda clase de operaciones financieras dificulta la adecuada compensación y puede acentuar el peligro de contagio.

Precisamente, en estas diferencias estructurales entre el modelo de negocio bancario y el de seguros subyace uno de los argumentos más contundentes y concluyentes sobre la no relevancia del seguro en la propagación del riesgo sistémico. En efecto, especialmente el seguro de vida, hemos resaltado ya, basa la valoración de sus compromisos en cálculos de probabilidades y tablas biométricas relativamente fiables por la experiencia adquirida durante muchos años. No debe olvidarse, por otra parte y tal como ya lo anotamos en otro apartado, que en la operativa cotidiana de los seguros, el ingreso por concepto de primas, tanto en los seguros de vida como en los ramos generales, supera a los egresos por concepto de siniestros y rescates. Además, las aseguradoras de vida suelen aplicar, por mandato legal o voluntariamente, las técnicas de congruencia de plazos y de inmunización de carteras, habiendo sido precisamente el actuario de seguros Redington, (Skerman, Ronald 1998), quien en la década de los años 50 del siglo pasado aplicó el conocido principio de ALM. Estos factores explican la escasa interconectividad en el mundo asegurador, no dependiente de los fondos de una banca central, ni de sus facilidades crediticias, ni de un mercado interbancario, etc.

## INTENSIDAD DE INFORMACIÓN CONTRACTUAL Y DE PRODUCTOS FINANCIEROS

Algunos autores consideran, según el informe, que el mayor acopio de información y transparencia financiera, así como el control sobre las mismas puede contribuir a modificar sustancialmente las decisiones de inversión o ahorro en vista de las respectivas expectativas de los sujetos económicos. A medida que se incrementa la desconfianza o credibilidad de una institución, las decisiones pueden cambiar sustancialmente e inducir fuertes fluctuaciones en el mercado, ya sea aisladamente o en cadena.

## 2.2 EL SISTEMA BANCARIO Y LOS MECANISMOS DE CONTAGIO

La experiencia histórica ha demostrado que el sistema bancario es más propenso al fenómeno de estampidas, corridas, pánico o asedio bancario por parte de su clientela, fenómeno que puede degenerar en espirales que afecten a otros bancos o conduzcan a un pánico generalizado en la economía. Mientras que los aspectos teóricos de las estampidas individuales, o sea, que afectan a una sola institución han sido ampliamente estudiados, según De Bandt, Olivier y Hartmann, Philipp (2000), éste no era el caso respecto al efecto contagio, motivo por el cual presentan las consideraciones que expondremos brevemente a continuación:

*“Esta característica especial de los bancos no se aplica a la mayoría de los otros intermediarios financieros, tales como aseguradoras, intermediarios de valores y similares”*

*European Central Bank, Systemic Risk: A Survey*

Los autores distinguen claramente entre dos clases diferentes de canales de exposición al riesgo de estampida bancaria, a saber, el canal real y el informal; el primero de ellos proviene fundamentalmente del mercado interbancario y/o el sistema de pagos, mientras que el segundo tiene su origen cuando los depositantes, imperfecta e insuficientemente informados acerca del tipo de choques que está afectando a los bancos - sistémico o idiosincrático - retiran sus depósitos produciendo un efecto contagio, con lo cual nos encontramos ante una situación de información asimétrica. En principio, estos dos canales de difusión y propagación pueden presentarse conjunta o aisladamente, añadiendo que muchos pánicos bancarios están asociados con situaciones coyunturales de recesión.

Luego realizan un interesante repaso sobre las teorías referentes a los pánicos y a los denominados contagios bancarios, subrayando los sofisticados modelos desarrollados durante el último cuarto de siglo y presentando una comparación entre el modelo clásico de la *corrida bancaria* en una sola institución y aquéllos que contemplan más instituciones involucradas y afectadas por el fenómeno. Por estar teóricamente basado este modelo en atribuir los retiros de depósitos a procesos estocásticos, su explicación es, por lo tanto, la de un fenómeno aleatorio, aunque admite la posibilidad de predicciones que se *auto cumplen*. Otros modelos, por el contrario, basan su explicación en la difusión de informaciones acerca de la viabilidad económica o financiera de un banco o en su grado de eficiencia.

Naturalmente, los llamados modelos multibanco son mucho más realistas y cercanos a la actual coyuntura, aunque durante la actual crisis financiera en el seno de la Unión Europea no se ha producido esta circunstancia, hecho que hay que abonarlo a la intervención estatal con diferentes medidas de apoyo y a la política monetaria con sus inyecciones masivas de liquidez para evitar el *Too Big to Fail* o *Too connected to fail*, hecho criticado por Bernanke, Ben S. (2009), durante su discurso pronunciado después de afirmar que el gobierno de los Estados Unidos había reiterado en numerosas ocasiones su determinación para garantizar que las importantes instituciones sistémicamente relevantes estén en capacidad de cumplir sus compromisos, pero que *“Sin embargo, la creencia de los participantes en el mercado de que una entidad es demasiado grande para caer acarrea muchos efectos desfavorables. Por ejemplo, reduce la disciplina de mercado y estimula la asunción de riesgos por parte de la empresa, provocando un incentivo para crecer y para ser considerada too big to fail”*.

### 2.3 EL RIESGO SISTÉMICO Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

De Bandt, Olivier y Hartmann, Philipp (2000), tipifican los eventos sistémicos respecto al mercado financiero. Su definición de *evento sistémico* en su concepción de contagio, es aquella según la cual *“la divulgación de malas noticias sobre una institución financiera o su caída o el crash de un mercado financiero conducen de manera secuencial a efectos adversos en una o varias instituciones o mercados financieros”*, siendo el efecto dominó el factor más relevante de la propagación. Por consiguiente, *“una crisis sistémica puede definirse como un evento sistémico que afecta a un número considerable de instituciones o mercados financieros.....deteriorando el buen funcionamiento del sistema financiero”*. El Cuadro 01 – Pág. 42 – compendia los principales eventos sistémicos en el sistema financiero, distinguiendo entre los eventos sencillos que solamente afectan a una institución o mercado secundario de aquéllos de naturaleza compleja que afectan a varias instituciones o mercados. Esta clasificación especifica también los varios tipos de shock posibles y sus repercusiones.

TIPO DE SHOCK INICIAL	EVENTOS SISTÉMICOS SENCILLOS (sólo afectan a una institución o un mercado en su efecto secundario)		EVENTOS SISTÉMICOS COMPLEJOS (afectan a varias instituciones o mercados en su efecto secundario)	
	DÉBIL (ninguna quiebra o crac)	FUERTE (quiebra de una institución o crac de un mercado)	DÉBIL (ninguna quiebra o crac)	FUERTE (quiebras de varias instituciones o crac de varios mercados)
Shock limitado que se propaga				
SHOCK IDIOSINCRÁTICO	√	√ Contagio	√	√ Contagio que conlleva una crisis sistémica
SHOCK SISTÉMICO LIMITADO	√	√ Contagio	√	√ Contagio que conlleva una crisis sistémica
SHOCK SISTÉMICO AMPLIO			√	√ Crisis sistémica

CUADRO 01  
**EVENTOS SISTÉMICOS EN EL SISTEMA FINANCIERO**

*Nota:* √ significa que la combinación de eventos definidos en el recuadro es un evento sistémico. El área sombreada describe casos de eventos sistémicos en el sentido restringido. Eventos sistémicos en el sentido amplio también incluyen los recuadros con √ en la última fila.

*Fuente:* De Bandt, Olivier and Hartmann, Philipp (2000)

Opinan que el papel que juegan los intermediarios financieros en el riesgo sistémico constituye uno de los elementos más difíciles de analizar y cuyas dificultades se originan, por una parte, a causa del tremendo crecimiento registrado en las últimas décadas en el sistema financiero europeo y, por otro lado, por la falta de estudios más sistemáticos sobre el papel de los eventos o acontecimientos sistémicos. Todo ello en claro contraste con las teorías y modelos desarrollados para el sector bancario, así como respecto al análisis de dicho riesgo en los sistemas de pagos. Sobre el efecto contagio, vía mercados de valores o bursátiles, consideran que es una materia poco explorada en la literatura especializada, pero anotan que el alto grado de fungibilidad de los instrumentos negociados en los mercados secundarios y las posibilidades de apalancamiento pueden originar fuertes fluctuaciones en el precio y volumen transado.

Respecto al *efecto contagio* a lo largo del mercado de valores tampoco existe una literatura abundante sobre el particular, pero dicho contagio se puede producir a causa de factores técnicos como las denominadas *recogidas de beneficios o realización de plus valías*, así como por operaciones de arbitraje. Naturalmente, el mercado de valores se caracteriza por una importante y prolongada permanencia de los títulos-valores durante el tiempo, porque aunque desaparezca una compañía por insolvencia o quiebra, su stock de valores seguirá en el mercado, tan solo que se presenten situaciones extremas como puede ser el caso de una hiperinflación. Igualmente, las situaciones de asimetría en la información son susceptibles de generar efectos contagio en tales mercados, como también lo pueden producir los factores idiosincráticos.

Problemática aparte la constituyen los grupos o conglomerados financieros y su capacidad de generar y propagar riesgos sistémicos, de la cual se ocupa Lumpkin, Stephen (2011) de la OECD, quien parte de la consideración de que durante la reciente crisis el riesgo de contagio emana en muchas ocasiones de las instituciones denominadas *special-purpose entities* o *entidades con fines específicos*, operantes fundamentalmente en el mercado de valores y que por lo común están afiliadas a instituciones financieras. En forma no exhaustiva, enumera los siguientes riesgos inherentes a los grupos financieros:

- *Riesgos transaccionales*, o sea, aquéllos involucrados en las transacciones intergrupo, muchos de los cuales no son transparentes y pueden originar transacciones que afecten a entidades sujetas o no a regulaciones.
- *Riesgos morales*, cuando una entidad o grupo de ellas asume excesivos riesgos bajo la convicción de que el grupo como un todo o una entidad de otro grupo le asistirá en caso de que surjan problemas.
- *Riesgo de doble cómputo*, es decir, el proveniente de que los fondos o recursos se comprometan varias veces, lo cual puede conducir que la solvencia consolidada sea inferior a la suma cuasi ficticia de los fondos propios del grupo.
- *Riesgo de contagio*. Se trata de que los problemas financieros surgidos, especialmente la insolvencia, se transmitan de una empresa del grupo o a las otras, originado un deterioro de todo el conglomerado financiero.
- *Riesgo de reputación*, no es descartable aunque exista una total y estricta separación legal de las entidades que conforman el grupo.
- *Riesgo de reducción de la competencia y de abusos de poder*. Ello puede significar la formación de carteles que se aprovechen de ventajas competitivas en detrimento de los consumidores y, finalmente
- *El riesgo de conflictos de interés* que surjan en empresas del grupo que operan a ambos lados del proceso ahorro-inversión, utilizando en ocasiones los recursos de la clientela, siendo la probabilidad de ocurrencia mayor cuanto más amplia sea la oferta de productos y servicios ofrecidos por el grupo.

Sus conclusiones son que los grupos financieros afrontan riesgos generalmente de índole financiera, pero también aquéllos provenientes de la multiplicidad y complejidad de sus estructuras, riesgos que pueden estar interrelacionados dentro de su sector o con otros de la economía. Las economías de escala y diversificación pueden estar presentes en algunas áreas de los servicios financieros al aprovechar las sinergias del agrupamiento, pero no en todas y no sin límites, lo cual no implica que el riesgo de quiebra o deterioro sea mayor en los grandes grupos financieros que en los de menor tamaño.

Rohde, Lars (2011), después de calificar la actual crisis como la de mayor magnitud durante los 15 años anteriores, afirma en su análisis que *“las decrecientes primas de riesgo contribuyeron a la burbuja financiera”*, porque *“los inversores en búsqueda de mayores rentabilidades aumentaron sus apetito por el riesgo”*, fenómeno aplicable tanto al mercado de valores como, en especial, al inmobiliario, de tal modo que cuando la burbuja comenzó a reventarse en todo el mundo, las instituciones financieras cayeron en cuenta que el valor de garantía del préstamo concedido se había erosionado fuertemente. Anota, al mismo tiempo, que una de las características sobresalientes de esta crisis estriba en la masiva involucración del sector gubernamental y, excepción hecha de Irlanda y de Estados Unidos, en ningún país se ha permitido la caída de instituciones financieras sistémicamente relevantes, aunque los métodos y medidas aplicadas han diferido de país a país. Consecuentemente con ello, el riesgo ha sido absorbido por los gobiernos, siendo *“un aspecto irónico que habiendo sido causada la crisis de 2008 por un exceso de liquidez y crédito barato, la solución – por lo menos a corto plazo – haya consistido en más liquidez y crédito más barato”*.

### 3. LOS CICLOS COYUNTURALES Y EL RIESGO SISTÉMICO

La bíblica interpretación por parte del Patriarca José de los sueños que agobiaron al Faraón egipcio sobre las *siete vacas gordas* pastando a orillas del Nilo y de las *siete flacas* que devoraron a las primeras, así como el de las *siete espigas granadas y hermosas* y las *siete espigas malas, secas y quemadas*, constituyó una premonición de épocas de abundancia proseguidas por periodos de escasez y hambre, o sea, expresado en forma más mundana y en la terminología de nuestros días, de la existencia recurrente de ciclos económicos o coyunturales con sus característicos altibajos.

Ya de vieja data, los ciclos económicos y sus repercusiones en la actividad económica han despertado la atención de la investigación económica, la cual se ha preocupado y ocupado en analizar sus causas y orígenes. Acorde con la literatura especializada, Wikipedia (2012) Teoría del ciclo, "*Las primeras sistematizaciones generales de las diversas investigaciones previas sobre el ciclo económico se le deben a Wesley Mitchell, quien expuso magistralmente el desarrollo cíclico, y a Schumpeter (1939) quien definió el "modelo tricíclico"*". La Gran Depresión mundial de los años 30 del siglo pasado y las subsiguientes, de menor escala, acaecidas en 1968, 1973 y 2001 respectivamente, despertaron nuevamente el interés de los investigadores sobre los ciclos coyunturales, conduciendo a un refinamiento de las interpretaciones y modelos macroeconómicos, pero menos en lo concerniente a las estrategias para evitarlas.

Como hemos hecho hincapié anteriormente, la gran lección aprendida de la crisis de los años 30 radica en el convencimiento, ampliamente compartido, de que las fuerzas de mercado no son suficientes *per se* para superarlas sin que se produzcan grandes desequilibrios financieros y, primordialmente, agravantes desajustes sociales. Pese a las reticencias y actitudes algo dogmáticas de algunos países de la UE respecto a la intervención estatal y la puesta a disposición de importantes recursos financieros como son los fondos de rescate y de estabilización, la política económica adoptada difiere sustancialmente de la de los años 30. Las masivas intervenciones gubernamentales, objeto de parabienes y hasta de denostadas críticas, han evitado hasta el momento, como lo hemos manifestado anteriormente, las profundas desigualdades, manifestaciones de pobreza e indigencia originadas durante y después de la Gran Depresión, al igual que el hundimiento o derrumbamiento de las economías nacionales y de la mundial.

Resulta importante no confundir los ciclos económicos con las oscilaciones o fluctuaciones temporales típicas de las economías de mercado, consecuencia la mayoría de las veces, de disfunciones entre la oferta y la demanda, la producción, el consumo, la situación meteorológica y su influencia en las cosechas, etc. Pero por otra parte, a nuestro entender, no queda duda de que el riesgo sistémico, combinado con una especulación sin límites en los mercados inmobiliarios y financieros, ha constituido el principal detonante de la recesión y depresión económica a lo largo de la actual crisis.

Nos parece que aunque el riesgo sistémico sea un elemento fundamental, desencadenante o agravante de la crisis, en muchas interpretaciones se le achaca una importancia excesiva y se pasa por alto que buena parte de la economía mundial se encuentra en plena fase recesiva de un ciclo económico, no imputable por completo a este riesgo, pero sí en sumo grado a errores importantes cometidos en las políticas económicas. Parece olvidarse que los ciclos coyunturales forman parte integrante e inevitable de la realidad económica de nuestro sistema capitalista, interrelación de la que poco o nada se habla, motivo por el cual pensamos es oportuno describir las causas y consecuencias de este fenómeno.

Siguiendo la sistemática explicación de Wikipedia (2012) “*Como coyuntura se designa a la situación global de una economía. De ella se desprenden diferentes indicadores macroeconómicos. El más importante de ellos es el PIB*”. La coyuntura se caracteriza por oscilaciones o fluctuaciones de una duración multianual en la actividad económica, conocidas como ciclos coyunturales o económicos. Apoyándonos en el material didáctico de *Sozialwissenschaften und Ihre Didaktik* (2011) y en consideraciones propias, a continuación presentamos algunos aspectos relacionados con el concepto de Coyuntura Económica. En la literatura económica suelen analizarse los fenómenos coyunturales bajo diferentes perspectivas. La primera de ellas pretende adentrarse en el amplio espectro de los ciclos económicos, tratando de calibrar su duración y las interdependencias o correlaciones existentes entre las diversas variables o parámetros económicos, tales como el empleo, las inversiones, las exportaciones, etc. con el fin de sacar conclusiones respecto a la posible y futura evolución de la situación coyuntural.

Bajo la segunda perspectiva del estudio de los fenómenos coyunturales, se trata de buscar una explicación de acuerdo con la teoría económica, incluyendo el análisis de los diversos detonantes o desencadenantes de las fases del ciclo económico, como pueden ser los ciclos en los stocks; las medidas gubernamentales y de política monetaria y financiera; las actitudes y reacciones políticas; las posibles causas psicológicas de su advenimiento, así como los eventuales factores exógenos e imponderables provenientes de los conflictos armados y guerras; de las catástrofes naturales; los descubrimientos e inventos; las nuevas fuentes de abastecimiento; las nuevas materias primas y los altibajos en la explotación de los recursos naturales.

Son infinitas las teorías económicas y los modelos econométricos desarrollados por la ciencia económica para explicar y evitar o mitigar los ciclos económicos o coyunturales, dependiendo muchos de ellos del enfoque o escuela económica de la que provengan. Sucintamente mencionaremos a continuación algunas de dichas teorías y modelos:

Mientras que la teoría clásica de la economía interpretaba que el origen de las oscilaciones o fluctuaciones coyunturales provenía de acontecimientos temporales aislados, como pueden ser la pérdida de una cosecha o factores climáticos, de tal modo que luego se restablecería el correspondiente equilibrio, gracias a los efectos de las fuerzas del mercado, las otras teorías no confían tanto en dicho mecanismo, porque el enfoque clásico del reequilibrio automático no se compadece con la realidad y recurrencia de los ciclos.

*“Todavía no existen instituciones suficientemente robustas que puedan limitar las burbujas cuando éstas comienzan a ser peligrosas”*

*Stijn Claessens,  
International Monetary  
Fund*

Con el fin de sustentar su teoría sobre el hundimiento definitivo del sistema capitalista, Marx también trató de formular una especie de ley inherente al sistema que explicase la regularidad de las crisis que afectaban al mercado mundial. Como a partir de la crisis de 1816 - 1817 y hasta la de 1882 - 1884, las crisis parecían repetirse con una periodicidad de 10 años, Marx intuyó que este ritmo podría estar ocasionado por los ciclos relacionados con la duración y renovación de los equipos y maquinaria industriales, estimados también en unos 10 años. Sin embargo, después de 1882-1884 cambió la periodicidad de las crisis; hubo caídas en 1890-1893, nuevamente en 1900-1903, en 1907 y 1913, de tal modo que dicha explicación pronto se convirtió en obsoleta.

El gran economista sueco de comienzos del siglo pasado, Knut Wicksell (1977 y 1978) describió en sus trascendentales obras *Lectures on Political Economy*, *General Theory* y *Money*, publicada la primera de ellas en 1898, los por él acuñados *procesos acumulativos hacia arriba y hacia abajo* como explicación de su teoría sobre el ciclo económico, habiendo sido ésta la teoría más aceptada hasta la aparición de la *Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero* de

Keynes. Debemos recordar que, a nuestro juicio, gran parte de las premisas de Wicksell se han cumplido durante el actual ciclo económico. Su teoría influyó decididamente en las ideas de Keynes acerca del crecimiento económico y de las recesiones, así como también en la teoría de *destrucción creativa* formulada más tarde por Schumpeter, otro insigne economista vinculado estrechamente a la investigación de los ciclos.

La teoría del ciclo económico, desarrollada por economistas de la llamada *Escuela Austriaca de Economía*, tales como Friedrich A. Hayek y Ludwig von Mises, la correlaciona con el crédito bancario y el crecimiento económico, atribuyendo a las masivas inversiones equivocadas, acumuladas durante la fase de prosperidad y boom del ciclo, la formación de burbujas que luego conducen a la recesión. Quizás esta teoría explica en forma bastante exacta la actual situación, porque hace hincapié en la expansión artificial del crédito no respaldada por el ahorro nacional, especialmente el personal y familiar, y critica las políticas monetarias de dinero fácil o barato, argumentando que con ello se origina un falso auge económico y se distorsionan los precios por la excesiva masa monetaria en circulación. Algo semejante de lo ocurrido en los Estados Unidos con la política monetaria expansiva y de dinero fácil practicada por el *Banco de la Reserva Federal*.

La teoría keynesiana define los ciclos económicos como la expresión o resultado de desequilibrios en los mercados de los factores de producción y de bienes, desequilibrios originados, verbigracia, por el sub consumo, el exceso de inversiones o las inversiones equivocadas, por cuyo motivo dentro de sus instrumentos de política económica se encuentran las medidas anti cíclicas tendientes a recuperar el equilibrio perdido mediante un estímulo de la demanda a través del *deficit spending*.

Por su parte, el monetarismo explica el advenimiento de los ciclos económicos por la intervención estatal en el proceso económico, llegando a la conclusión de que el Estado no debe, por consiguiente, proseguir política coyuntural alguna y preocuparse solamente de fijar el marco adecuado que facilite el crecimiento económico. Esta última formulación es muy parecida a la pregonada por la *Economía Social de Mercado*, aunque ella acepta las intervenciones estatales para lograr un equilibrio social y económico, pero siempre y cuando sea mediante medidas acordes y no contrarias con los principios del mercado.

El enfoque neoliberal de los ciclos centra su atención en el estudio de las fluctuaciones económicas aleatorias, o sea, de los denominados movimientos oscilatorios alrededor de una tendencia, alejándose, por lo tanto, de aquéllas causas estacionales o muy deterministas. Otra teoría de los ciclos económicos parte de las expectativas racionales, hipótesis de trabajo que establece que las predicciones sobre el valor futuro de variables económicamente relevantes hechas por los agentes no son sistemáticamente erróneas y que los errores son aleatorios. Finalmente, la llamada teoría del ciclo real, formulada por los galardonados con el Premio Nóbel de Economía de 2004 –Kydland y Prescott– y basada en investigaciones estadísticas y modelos econométricos ha tratado de correlacionar directa o inversamente las fluctuaciones cíclicas para explicar este fenómeno.

Pese a tales y otros no mencionados, pero muy numerosos intentos teóricos, la actual y tenaz crisis actual nos demuestra con creces que hasta el momento la teoría económica y, su lógico derivado, la política económica no han logrado prever su ocurrencia, ni controlar totalmente sus repercusiones negativas, aunque bien es cierto que los instrumentos aplicados han evitado la dramática situación vivida durante la Gran Depresión. Desde el punto de vista práctico y real nos parece interesante recordar someramente las entre los economistas

bien conocidas fases de los ciclos coyunturales, las cuales afectan a la economía en su totalidad y se presentan frecuentemente, siendo 4 ó 5 las fases más prominentes del ciclo - a saber expansión, prosperidad, recesión, contracción y recuperación. Naturalmente, sus fases no son suficientes para caracterizar por completo los ciclos económicos y sus repercusiones, porque también es necesario mencionar la periodicidad y duración, la amplitud y recurrencia, así como la forma del mismo, criterios que nos conducen a diversas clasificaciones.

Respecto a la *periodicidad*, como el ciclo económico está integrado por varias variables macroeconómicas es lógico que su evolución no siempre coincida entre ellas, lo cual ocasiona rezagos en la actividad económica. En lo que a su *duración* atañe, ella suele ser difícil de determinar exactamente por la variabilidad de los parámetros macroeconómicos. Durante la actual crisis se ha discutido repetidas veces que la ausencia, en la Unión Europea, de una política fiscal y de una gobernanza comunitarias han traído consigo una mayor duración de la misma, situación que con el recientemente suscrito pacto de estabilidad y disciplina fiscales probablemente cambiará en un futuro próximo.

*Grosso modo*, en función de su duración, los ciclos coyunturales o económicos se clasifican en tres categorías: *los Cortos o Ciclos de Kitchin*, con una duración de 3-4 años; *los Grandes o Ciclos de Juglar* entre 7 y 11 años y, por último, *los de Onda Larga* con periodos aproximadamente de 50 años, llamados también *Ciclos de Kondrantieff*. Sherman, H. J. (1991) al analizar en su libro la relación entre el crecimiento económico y las crisis en el sistema capitalista, constata 30 ciclos en la economía de Estados Unidos entre 1854 y 1980, de duraciones muy variadas. Algunos ciclos duraron unos 3 años y otros 10 o más años. Durante los últimos años, en Estados Unidos el ciclo tuvo una duración media de unos 10 años, pero con la actual, de 2008, vuelve a romperse la periodicidad decenal.

También el *grado de amplitud* de un ciclo económico es importante para juzgar su virulencia y repercusiones en los diferentes órdenes, porque ella indica su tamaño. La *frecuencia o recurrencia* de los ciclos coyunturales constituye otro indicador apropiado para juzgar la política económica y coyuntural de un país o área económica. Existen áreas o espacios económicos con una mayor estabilidad que otros.

A continuación se ilustran gráficamente las cuatro bien conocidas, diferenciadas y principales fases de los ciclos coyunturales, aunque la intensidad y amplitud de las mismas difieren de ciclo a ciclo, caracterizándose el actual por una profunda recesión, apenas comparable con la más intensa de la Gran Depresión o Crisis de los Años 30. Como puede verse claramente, un ciclo coyuntural o económico comienza con el periodo de *expansión o prosperidad* que suele suceder al de la *depresión*. Se caracteriza a grandes rasgos por un aumento del nivel general de precios procedente, por lo general, de un incremento de la demanda de pedidos y de la producción, acompañados por una reducción de la tasa de desempleo, ligeras tendencias inflacionistas ocasionadas por un creciente volumen del dinero en circulación y de la masa monetaria y bajas tasas de interés. Reina el optimismo en la economía y los beneficios empresariales crecen, así como las inversiones públicas y privadas. Se inicia la fase de *boom económico*.

El *boom*, como enseña el gráfico 07 – Pág. 48 –, constituye la cúspide del ciclo económico, caracterizada por la evolución de algunas de las siguientes variables y parámetros económicos. Suele presentarse una plena utilización de la capacidad productiva instalada en casi todos los sectores de la economía y una situación de pleno empleo o muy cercana a él. Se produce un aumento del nivel salarial, así como del nivel de precios y de las tasas de interés. La producción

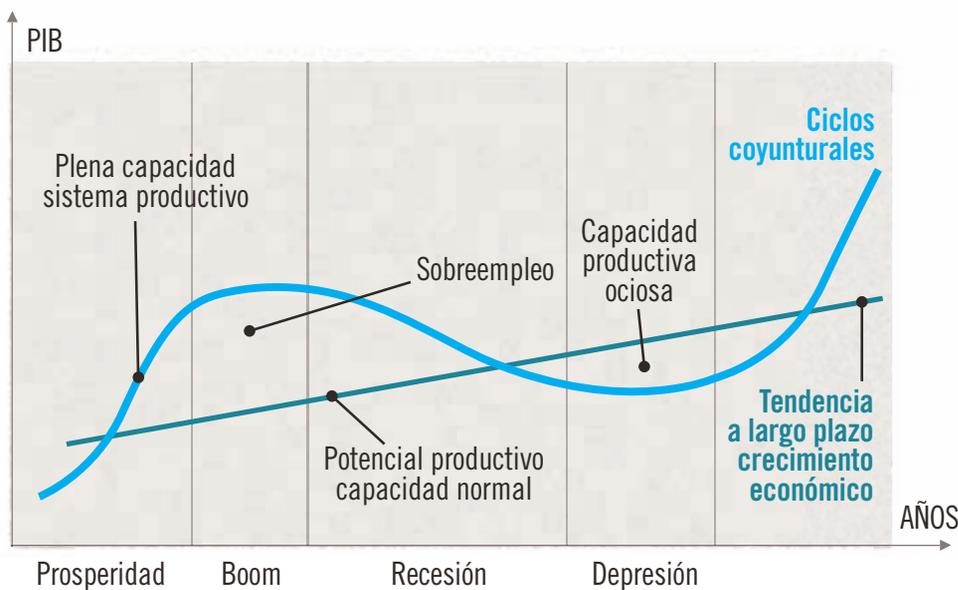


GRÁFICO 07  
**PRINCIPALES FASES  
 DE LOS CICLOS  
 ECONÓMICOS O  
 COYUNTURALES**

Fuente. Wikipedia (2012) Kojunktur

y la economía entran en una fase de recalentamiento y se presentan los llamados *cuellos de botella* y una muy acentuada demanda de crédito e inversiones equivocadas a raíz de las expectativas exageradamente optimistas, originando problemas de diversa índole en la actividad empresarial. Todo lo cual conduce a una saturación del mercado.

Más temprano que tarde, dependiendo en ocasiones de la política económica proseguida, el volumen de operaciones transadas en los mercados registra un crecimiento muy exiguo o un estancamiento y los mercados sectoriales muestran síntomas de estancamiento o de contracción, presentándose una caída o declive de los precios, siendo expulsadas del mercado muchas pequeñas y menos productivas empresas. Los procesos de adquisiciones, fusiones y toma de control acentúan la concentración y el proceso de consolidación empresarial, sustituyendo estructuras de polipolio en el mercado por aquellas de oligopolio. Aunque el PIB registra variaciones, lo hace a tasas decrecientes, iniciándose así la fase de *recesión* económica.

Esta fase del ciclo coyuntural representa un importante punto de inflexión, cuya principal característica es la contracción de las fuerzas productivas de la economía, originándose también tensiones en el sistema bancario y crediticio. Es un indicador o síntoma generalmente aceptado de que cuando durante el periodo de dos trimestres consecutivos el PIB no crece o, respectivamente, registra decrementos, la economía se encuentra en fase recesiva. Con signo contrario al boom, o sea, muchas veces negativo, las variables económicas reflejan un descenso en la actividad económica; un extendido pesimismo cunde sobre la situación y posibilidades de la economía; una disminución de la demanda; stocks a rebosar; reducción de las horas laborales extraordinarias; carencia de inversiones; cierres parciales o totales de las plantas de producción o fabricación; niveles de precios, salarios y tasas de interés a la baja y, no por último, desplome de las cotizaciones bursátiles.

Cuando la fase de recesión se acentúa y continua el deterioro económico en los principales indicadores, el sistema entra en la peor de las fases del ciclo, la sima, equivalente a la depresión con tasas negativas de crecimiento, bajas bursátiles generalizadas, fuerte aumento del desempleo, deflación ocasionada por la caída del nivel de precios de los productos y por factores psicológicos sobrevinientes en la sociedad a causa del temor de perder el puesto de trabajo por despido individual o colectivo, regulaciones de empleo, situaciones que

conducen a una fuerte reducción del consumo y de la demanda de bienes y servicios.

Con la fase de *recuperación* económica que antecede a la de una nueva *expansión o prosperidad*, el ciclo coyuntural inicia nuevamente su ascenso. Refiriéndose a la creciente literatura sobre la forma en que finaliza la recesión, es decir, si es una recesión en forma de V o en forma de L., Camacho, Máximo, *et al.* (2009), explican que el primer tipo de recesiones tiene lugar cuando la economía sale con rapidez y fuerza de la recesión, considerándose, por tanto, que sus efectos sobre la producción sólo son transitorios. El segundo tipo de recesiones es el que viene seguido de una leve recuperación, por lo que se entiende que sus efectos sobre la producción son permanentes.

*“Sin crisis no hay desafíos, sin desafíos la vida es una rutina, una lenta agonía”*

*Albert Einstein*

La duración de cada fase del ciclo no depende solamente de factores exógenos, sino fundamentalmente de endógenos, dados por la respectiva política económica en su conjunto, o sea, incluyendo la monetaria y la cambiaria; la laboral y la de comercio exterior e interior; la social y la tributaria, etc. Pero lo mismo que sucede con los fenómenos especulativos y su degeneración, las burbujas, los ciclos económicos y sus fases son inherentes al sistema capitalista y su economía de mercado, de tal modo que, sin caer en fatalismo, el margen de actuación de la política económica se constriñe, porque a lo sumo, en nuestra opinión, solamente puede lograr su diferimiento, su mitigación y su menor duración. El crecimiento económico perpetuo y una bonanza indefinida sencillamente no existen y constituyen un ilusionismo que, a su vez, da rienda suelta a la especulación.

## 4. EL RIESGO SISTÉMICO EN LA CRISIS ECONÓMICO-FINANCIERA 2008-2011

### ORÍGENES Y SÍNTOMAS DE LA CRISIS

Tal como se expresan Fernández-Villaverde, Jesús y Ohania, Lee (2009) *“Desde 1994 hasta principios de 2008, el mundo experimentó una segunda Belle Époque: un largo periodo de una extendida prosperidad, rápido crecimiento económico y estabilidad en los precios”*. La crisis financiera de 2008 se originó por el desinfe de la burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos durante el año 2006, dando lugar posteriormente, en 2007, a la llamada crisis de las hipotecas *subprime*, la cual se extendió paulatinamente a otros sectores de la economía estadounidense y, luego, al ámbito internacional, especialmente a los países industriales y más desarrollados. Concatenados con ella sobrevinieron una profunda crisis de liquidez, diferentes cracs bursátiles en enero de 2008 y la crisis bursátil mundial de octubre de 2008 y, en conjunto, una crisis económica a escala internacional, cuyas repercusiones se han extendido indirectamente a otros aspectos económicos con consecuencias sociales muy negativas, como es el caso de la crisis de alimentos global.

La *crisis de los subprime*, o sea, de préstamos hipotecarios de alto riesgo crediticio finca sus raíces en la famosa política económica anti cíclica *New Deal*, proseguida por el gobierno estadounidense después del Crac del 29 y la subsiguiente Gran Depresión de los años 30, política que le asignó un importante papel al mercado hipotecario en aras de la realización del *American Dream*. Ello trajo consigo el fomento de la financiación hipotecaria para la población de bajos ingresos sin exigencia de significativos recursos propios. En efecto, en

los años 80 se introdujeron en el mercado financiero y de capitales estadounidenses mecanismos de refinanciación y titularización hipotecaria, tales como los llamados *mortgage backed securities* MBS, al igual que se estableció un sistema de fomento crediticio a través de las empresas *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, así como de los aseguradores de empréstitos, los llamados *monoliner*. En 1998 se produjo una importante innovación financiera consistente en que los recursos para otorgar préstamos hipotecarios podían obtenerse en el mercado bursátil y de capitales – asequible también a los inversores extranjeros – mediante la emisión de los CDOs *collateralized debt obligations*, *obligaciones de deuda garantizada*, por entonces uno de los instrumentos financieros más utilizados y extendidos.

Para aumentar la capacidad de movilización de la deuda hipotecaria se desarrollaron *ad hoc* una gran variedad de productos financieros, utilizando para su emisión y puesta en circulación sociedades instrumentales, las llamadas *special purpose vehicle* (SPV) o *entidades para fines específicos* EFE, y las titularizaciones. El sistema financiero y bancario con miras a lograr el mayor apalancamiento y el mínimo riesgo crediticio posibles optó rápidamente por recurrir a esta clase de operaciones, la mayoría de ellas o no contabilizadas o fuera de balance, transfiriendo así los riesgos a inversores institucionales como fue el caso de los fondos de inversión mobiliaria y los fondos de pensiones. Todo lo cual estuvo acompañado más tarde por políticas monetarias expansivas de dinero barato o fácil, especialmente a partir del desplome de la nueva economía en el año 2002. Ello originó un exceso de liquidez en el sistema económico, inicialmente un boom y gran especulación y, luego, el desinfe de verdaderas burbujas crediticias e inmobiliarias.

De la ya citada ponencia de 2009 sobre el *Impacto de la crisis financiera en los trabajadores del sector financiero*, OIT (2009), entresacamos en forma muy resumida y casi textualmente algunas consideraciones adicionales sobre el origen y extensión de la actual crisis, refiriéndose en especial a la financiación hipotecaria.

*“Con la rápida expansión de tal industria, la calidad de las hipotecas emitidas empezó a deteriorarse, terminando por arruinarse totalmente cuando muchos compradores de viviendas empezaron a tener un ultra apalancamiento”*. Como es lógico, las tasas de insolvencia explotaron a partir de 2006 sin que se produjera, sin embargo, una ralentización en el ritmo de préstamos. Una vez que la era de las tasas de interés bajas tocó a su fin y que muchas de las hipotecas de tasas flotantes — las cuales constituían el sustento de las hipotecas de alto riesgo o *subprimes* — fueron reajustadas a un nivel más alto, un número cada vez mayor de deudores se declaró insolvente y la crisis empezó a agravarse hasta tornarse desastrosa. La crisis del crédito comenzó en serio cuando la desconfianza mutua entre las mayores instituciones financieras del mercado mundial de créditos interbancarios se expandió y cada vez se hizo más difícil obtener un crédito para cualquier banco. En septiembre 2007, la liquidez en el mercado interbancario se había evaporado en la medida en que se multiplicaron los rumores sobre varias instituciones que recibían la mayor parte de sus fondos de los mercados monetarios mayoristas.

Entretanto, los precios de la vivienda en los Estados Unidos continuaron en inexorable caída, ocasionando como resultado pérdidas masivas vinculadas con diferentes tipos de derivados financieros relacionados con hipotecas detentadas por grandes bancos globales. Desde el apogeo del mercado de la vivienda en 2006, los bonos de vivienda habían perdido aproximadamente la enorme suma de 6,1 trillones de dólares estadounidenses. Esto implica que una alta proporción de bonos emitidos con el respaldo de hipotecas se habían vuelto ‘tóxicos’ y si su valor debía ser ajustado al precio actual del mercado, el patrimonio

neto de una amplia franja de la industria financiera estadounidense quedaría aniquilado lo mismo que sus contrapartes en una amplia gama de contratos financieros en la industria global.

La palabra *desapalancamiento*, sobre cuyas políticas y procesos nos referiremos más detalladamente en el *Capítulo V*, ha hecho ya su irrupción en el idioma castellano y en la literatura económica, tanto científica como popular. En realidad, según nuestra opinión, ella es utilizada en dos acepciones que conviene distinguir. La más amplia y frecuente es la de *reducción de la deuda* contraída, ya sea privada o pública, mientras que la segunda, menos común y como la entendemos aquí, consiste en reducir o evitar el apalancamiento financiero, especialmente en el sistema bancario y sus mecanismos de intermediación.

En realidad se trata de un mecanismo financiero totalmente válido para cualquier actividad económica y, asimismo, en el caso de la financiación de la vivienda o la inversión inmobiliaria. Lo es también, especialmente en el sector empresarial, siempre y cuando se observe la llamada *regla de oro del balance*, según la cual es importante mantener una congruencia de plazos, de tal modo que los activos fijos deben ser financiados mediante capital propio y capital ajeno a largo plazo, mientras que el activo corriente o circulante bien puede serlo a corto plazo. La observancia estricta de la mencionada regla de oro evita problemas de liquidez y el riesgo de insolvencia o incapacidad de pagos, pero, naturalmente, ello implica un corsé en la actividad y una renuncia al apalancamiento, renuncia que conlleva un conflicto de intereses entre liquidez y rentabilidad. Por otro lado, no debemos pasar por alto que por más eficientes que sean los mercados de capitales no siempre cumplen adecuadamente la función de transformación de plazos y, por consiguiente, no pueden los empresarios disponer de los recursos financieros necesarios para observar dicha norma.

El apalancamiento se torna más complejo en la actividad bancaria, cuya congruencia de plazos suele ser más problemática por dos motivos. El primero de ellos, porque en la transformación de plazos radica una de sus principales funciones en un mercado financiero y de capitales eficiente y, en segundo lugar, porque al contar dicho sector con importantes líneas de liquidez del sistema de banca central puede aplicar casi a sus anchas y *ad libitum* tal mecanismo, más aun si recurre a los nuevos instrumentos financieros mencionados anteriormente y creados al socaire de la crisis, tal como lo demuestran las cifras ya comentadas y señaladas nuevamente en párrafos posteriores. Bien sabido es que los inversores muy apalancados obtienen unos beneficios muy superiores a los ordinarios, pero asumen ingentes riesgos.

Ya hace un par de años y cuando la crisis era menos virulenta, Krugman, Paul (2009) al comentar los riesgos de los *hedge funds* o los fondos de cobertura de riesgo alto afirmaba que algunos de estos fondos *“con buena reputación han podido tomar posiciones cien veces el tamaño del capital de sus dueños. Esto significa que una subida del 1% en el precio de sus activos o una caída equivalente en el precio de sus deudas, duplica el capital”*. Pero del mismo modo que ellos están en capacidad de obtener grandes beneficios, casi con la misma facilidad pueden incurrir en grandes pérdidas, efecto que se acentúa considerablemente por la existencia de *súper fondos hedge funds*, o sea, de *fondos de fondos hedge*. Aquí subyace, precisamente, una de las causas principales de la burbuja financiera, compañera y partera de la burbuja inmobiliaria, así como de la crisis actual, siendo necesario, por lo tanto, el control y eventual limitación del desorbitado *apalancamiento*, una importante problemática poco abordada.

Por más que se sea partidario de la economía de mercado y sus mecanismos, a nuestro juicio el instrumento de apalancamiento financiero sin límites por parte de las entidades bancarias y financieras encierra un principio perverso. Al posibilitar este instrumento muy altas tasas de retorno que superan con creces a las obtenidas en la economía real y productiva, beneficiando fundamentalmente y, en primer lugar, a los accionistas - a través de la política de incrementar el *shareholders value* - y, en segundo término, a los *manager* de las instituciones de crédito e intermediarios financieros - a través de los respectivos bonos y bonificaciones concedidas muchas veces en función del *embedded value* - origina importantes distorsiones en los mercados al estimular una desorbitada y malsana especulación. No parece tener mucha lógica y sentido común que mientras el sector bancario y financiero intentaba obtener, a toda costa, tasas de retorno sobre el capital - *Return on capital* (ROC) - en ocasiones después de impuestos, de un 25% anual, la economía real e industrial apenas lograba máximos de 10-12% anual.

El llamado *carry trade*, o sea, operaciones de arbitraje tendentes a lograr importantes beneficios mediante la obtención de préstamos a bajos tipos de interés y su recolocación en el mercado estuvo a la orden del día y contribuyó a acentuar la crisis. Como ya mencionamos en párrafos anteriores, la especulación con los nuevos instrumentos derivados en los mercados financieros internacionales llegó a niveles inusitados. Vale la pena recordar nuevamente por su gran trascendencia que el volumen de derivados ascendió, en su momento, a US\$ 1.600 millones y a más de US\$ 50 billones los CDS *Credit Default Swaps* en entredicho, Koslowski, Peter (2011), mientras que el volumen de derivados existentes en todo el mundo han sido estimados en US\$ 600 billones, Luttermann, Claus (2008). En muy claro contraste, en el año 2004 el Ingreso o Renta Nacional Bruta de los Estados Unidos ascendía a casi US\$ 13,0 millones y la de Alemania, en 2005, a 2,9 millones, es decir, apenas el 0,8% y 0,18% respectivamente de la exorbitante suma en su mayor parte especulativa, lo cual nos lleva a la conclusión de que a la burbuja inmobiliaria se sumó una financiera de gran calado.

No obstante, el germen de las mencionadas disparidades, o sea, el apalancamiento financiero desorbitado, a nuestro entender no ha sido atacado a fondo y en forma permanente, excepción hecha de la prohibición temporal en pocos países y en sus mercados bursátiles de las denominadas operaciones *short selling*, especialmente la modalidad *naked*, o sea, operaciones de venta a corto descubiertas o no. Es por ello que en plena crisis actual no sorprende que se hayan reiniciado los anuncios o ruedas de prensa de conglomerados financieros nacionales y europeos que fijan objetivos hasta del 25% en la rentabilidad de sus recursos propios. Muchos observadores opinan que a la burbuja inmobiliaria le seguirá en corto tiempo otra de índole financiera.

Esta gran dispersión en las rentabilidades de los recursos propios empresariales, comparados con los del sistema financiero y la banca, es uno de los gérmenes de la actual crisis que ha dado pábulo a que aumente el número de los críticos acérrimos de la economía de mercado, aunque se trate de regímenes de economía social de mercado caracterizados por un elevado componente ético y social. El movimiento mundial anticapitalista de agitación social, vertebrado a través de los *Indignados* y de *Wall Street Occupancy*, verbigracia, son un claro ejemplo de ello. Las medidas limitantes impuestas o en estudio en algunos países comunitarios a los sobre dimensionados salarios de los ejecutivos son una clara advertencia de que no todo vale en un sistema liberal capitalista, pero ello representa apenas una medida testimonial y simbólica para acallar las críticas, sin que tenga importantes efectos reales en el verdadero problema. No todos los autores, sin embargo, son tan críticos con el apalancamiento como es el caso de Achleitner, Paul (2010), para quien "*El apalancamiento - potenciado mediante la titularización - constituyó, por decirlo así, el carburante que ha*

*hecho posibles muchos logros económicos durante los últimos decenios. Ni la reunificación alemana, ni la ampliación de Europa hacia el Este se hubiesen llevado a cabo tan rápidamente sin la titularización y apalancamiento”.*

Pero al margen de las opiniones al respecto, el hecho concreto es que el proceso de *desapalancamiento* está en marcha con mayor o menor intensidad en los países europeos, aunque como anotan Roxburgh, Charles *et al.* (2012) “*el proceso de desapalancamiento que comenzó en 2008 está demostrando ser muy largo y penoso, tal como la experiencia histórica sugiere que los sería*”. Tampoco el sector privado, concretamente el configurado por los hogares, ha estado exento de la tendencia hacia la reducción de deuda, tal como lo ponen de manifiesto Tang, Garry y Upper, Christian (2010) en las conclusiones de su estudio sobre el *desapalancamiento* en el sector privado, indicando que aunque la reducción de la deuda del sector privado no se encuentre entre las inmediatas prioridades de la política económica anti cíclica, no se debe pasar por alto que el excesivo endeudamiento de las familias fue uno de los focos principales de la actual crisis. Resulta obvio que un prolongado proceso reductor del endeudamiento privado puede conducir, según su opinión y la de muchos otros, a una tasa más baja de crecimiento económico en el futuro. Sobre la reducción general del endeudamiento, tanto público como privado, volveremos en el *Capítulo V*.

Retomando el tema de los orígenes de la actual crisis y sus riesgos sistémicos en los EE.UU., en su presentación sobre las *Causas y Enseñanzas de la Crisis Financiera bajo el Enfoque Académico - Ursachen und Lehren der Finanzkrise aus akademischer Sicht*, Rudolph, Bernd (2009) presenta los siguientes acontecimientos relevantes:

- Activa participación de multitud de los llamados *Mortgage Brokers* con remuneraciones basadas únicamente en la venta.
- Disponibilidad de hipotecas mediante sistemas informáticos con la utilización del *Fico Score* y refinanciación por parte de las instituciones *Federal National Mortgage Association*, conocida familiarmente como *Fannie Mae* o *Freddie Mac*, *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, empresas organizadas por el Gobierno y las cuales controlaban la mitad de las hipotecas concedidas en el país. La primera de ellas fue fundada en 1938 en el marco de la mencionada política del *New Deal* con el propósito de ampliar el mercado secundario de hipotecas y de sus titularizaciones, mientras que la segunda, intervenida en 2008 por la *Federal Housing Finance Agency*, se constituyó en 1970. Ambas instituciones acumularon pérdidas cercanas a los € 10.000 millones y su rescate significó para el tesoro estadounidense una inyección de €140.000 millones.
- Concesión de hipotecas *subprime* con un importante desequilibrio o desproporción entre los intereses hipotecarios y los ingresos del prestatario – relación deuda ingreso superior al 55% – y un porcentaje muy alto de préstamo – más del 85% – sobre el valor de la vivienda, concedido a interés variables.
- Excesivas facilidades en la concesión de préstamos hipotecarios, tales como aceptación de prestatarios definidos como *NINJA No Income, No Job and No Assets; Sin Ingresos, Sin Trabajo, Sin Ahorros*, modalidades hipotecarias con tasas de interés iniciales más bajas y posterior ajuste a las de mercado; aplazamiento durante dos años del inicio de la amortización del préstamo; préstamos sin amortización durante los primeros años y solamente pago de intereses; concesión de los llamados préstamos *Piggy-backs*, o sea, inclusión de sumas destinadas al consumo, etc.

A partir del año 2004 la crisis *subprime* se fue extendiendo, a causa de una política monetaria contractiva por parte de la *Federal Reserve Board* y, par-

cialmente, como consecuencia de ella, de un aumento de las tasas de interés variables en el mercado hipotecario, implicando mayores cargas financieras para los deudores, cargas que sobrepasaron el 3% e indujeron un aumento de la morosidad y de los impagados. Consecuentemente, las subastas de propiedades hipotecadas acarrearán importantes pérdidas para las instituciones prestamistas. Al desinflarse la burbuja inmobiliaria se produjo una caída importante de los precios en el mercado. La crisis se ha venido saldando con mejor o peor suerte a través de numerosas quiebras financieras, nacionalizaciones bancarias, constantes intervenciones de los *Bancos Centrales* en las principales economías desarrolladas, profundos descensos en las cotizaciones bursátiles y un deterioro de la economía global real, que ha supuesto la entrada en recesión de algunas de las economías más industrializadas.

Estando orientado este trabajo fundamentalmente a la actividad aseguradora en el contexto del riesgo sistémico, cuyas repercusiones y consecuencias más importantes para dicho sector se estudiarán en el *Capítulo IV*, no es nuestra intención analizar más detalladamente las consecuencias generales de la crisis, aunque sí presentaremos posteriormente algunas conclusiones más relevantes originadas en el importante coloquio académico celebrado recientemente sobre *Global Risk: New Perspectives and Opportunities – Riesgo Global: Nuevas Perspectivas y Oportunidades* –, en la ciudad de Filadelfia de los Estados Unidos. No obstante, dada su gran trascendencia para las economías nacionales, la estabilidad del euro y las divergentes opiniones acerca de la deuda pública y su importancia en el génesis de la crisis, sí nos referiremos algo más explícitamente en los siguientes apartados al tema de la deuda soberana y al excesivo grado de endeudamiento de algunos países, aspecto íntimamente relacionado con la crisis. Para algunos autores constituye uno de sus orígenes, mientras que otros lo consideran su lógica consecuencia.

A continuación trazaremos unas pocas pinceladas sobre España, recurriendo a breves observaciones de importantes economistas españoles e internacionales, pero tampoco es nuestra intención explayarnos sobre las peculiaridades del caso español. En él han confluído también los típicos elementos, *grosso modo*, de la gran especulación que originó la burbuja inmobiliaria estadounidense. Cuando se escribe y comenta la crisis *subprime*, muchos lo hacen como si en España no se hubiese presentado una similar – *subprime made in Spain* – mucho más acentuada por la ola especulativa en la construcción de nuevas viviendas sin par.

En efecto, la extrema generosidad en la concesión de los préstamos hipotecarios con modalidades y rasgos casi idénticos a los estadounidenses representa también la chispa inicial de nuestra recesión, pese a que en su inicio la muy mentada política anti cíclica impuesta por el *Banco de España* a las entidades de crédito haya desdibujado la realidad, la cual ha aflorado en forma inesperada para muchos a raíz de la imposición de mayores provisiones y porcentajes para determinarlos. Esa desatención, disipación o ignorancia supina no solamente se registró en España, sino, aunque en menor grado, en otros países europeos, tal como se expresó muy claramente y se recoge en una de las notas al margen, Simeón Djankov, Vice Primer Ministro de Bulgaria durante el Simposio-Coloquio que comentaremos más adelante.

Respecto también a España, en su Monografía titulada *La Crisis de la Economía Española. Análisis Económico de la Gran Recesión*, FEDEA Fundación de Estudios de Economía Aplicada (2009), nos ofrece una monografía investigativa muy importante y completa de varios trabajos de investigación sobre la recesión española, a los cuales nos referiremos brevemente a continuación. Como coordinadores de esta publicación, Bentolila, Samuel *et al.* (2009) presentan dieciocho ensayos orientados a estudiar algunas de las causas fundamentales de la actual crisis económica española, insistiendo en que “*Los remedios – si*

*“En resumen: a finales de 2007, cualquier decisor económico con acceso a este tipo de información debería haber tenido claro que el ciclo de crecimiento iniciado en 1994 tocaba a su fin”*

*Bentolila, Samuel, et al. (2009), Autores pertenecientes a CEMFI, IESE Business School, Universidad Carlos III y Washington University in Saint-Louis.*

GRÁFICO 08

## EL MUNDO FRENTE A ESPAÑA

TASAS DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO

Fuente: Fernández-Villaverde Jesús, Ohania, Lee (2009)



existen, lo que no siempre ocurre—deberían derivarse de la aplicación del sentido común al diagnóstico disponible”, porque “en el verano de 2008.....la crisis económica española ya había comenzado, pese a las declaraciones oficiales. Aún no había llegado lo peor, pero la situación estaba clara para cualquiera que quisiera verla”, acotando esta aseveración con la siguiente frase: “Pero la economía española no necesitaba la crisis financiera estadounidense para adentrarse en una auténtica recesión: los datos de inversión y acumulación de capital.....demuestran sin lugar a dudas que la recesión comenzó en España mucho antes de la quiebra de Lehman y del colapso de los mercados financieros. La tasa de crecimiento de los precios de la vivienda en España había tocado techo previamente y venía desacelerándose de forma acusada”, siendo su tajante conclusión la inserta en una de las notas al margen de página.

En la misma publicación, Fernández-Villaverde, Jesús y Ohania, Lee (2009) difieren un tazo de la conclusión anterior al opinar que “España, una pequeña economía abierta avanzada, ha seguido al pie de la letra el patrón de expansión y contracción de la economía mundial. Ilustramos esta afirmación mediante el gráfico, en el que nuevamente se utilizan datos del FMI para representar las tasas”.

*“Cuando se inició la crisis reinaba mucha alegría en Europa argumentando que todo era una equivocación de Estados Unidos y que sería el fin de sus sistema capitalista. Le llevó bastante tiempo a Europa reconocer que el problema no solamente subyacía en los EE.UU.”*

*Simeon Djankov.  
Vice Primer Ministro de Bulgaria*

En efecto, tanto las curvas correspondientes a la economía mundial, como a las economías avanzadas y a España registran un gran paralelismo en su evolución desde 1994, según muestra el gráfico 08. Indudablemente, pese a su intensidad y virulencia, la actual crisis financiera y económica no deja de ser una de las típicas y fases características de los ciclos coyunturales de vieja data, agravada por la intensa globalización financiera y económica en prácticamente todo el mundo industrializado, tal como lo hemos analizado anteriormente.

En 2011 y bajo el lema *Global Risk New Perspectives and Opportunities*, The Joseph H. Lauder Institute of Management & International Studies y The Trustees of The University of Pennsylvania (2011) organizaron, como ya mencionamos, una conferencia-coloquio sobre los diferentes aspectos ligados con la actual crisis y lo riesgos que condujeron a ella. Dada la calidad de los partici-

pantes, provenientes de las más destacadas universidades, fundamentalmente estadounidenses, y la visión general de las intervenciones nos parece enriquecedor transmitir en este trabajo algunas de las ideas expresadas durante este evento.

En primer lugar, existía casi unanimidad entre los participantes de que las crisis representan una buena oportunidad para la auto reflexión y que las sistémicas inducen a la revisión de las más arraigadas hipótesis, hábitos y reacciones reflexivas, *“siendo la reciente crisis económica y financiera tan sistémica como puede ser una crisis”*. Se puso también claramente de manifiesto que la crisis financiera y económica global ha traído consigo que la población se haya tornado más consciente y sensible al riesgo sistémico y que se haya quebrado la confianza en la capacidad de los responsables de la toma de decisiones, políticos e instituciones, para gestionar tales riesgos. Su efecto más devastador es el de haber socavado tanto la creencia en la eficacia de los mercados, como la confianza en la política económica gubernamental.

Muchos de los asistentes a la conferencia opinaron también que los, en ocasiones, sagrados derechos de soberanía nacional y las políticas emanadas de ellos dificultan sobremedida la solución de la crisis. El transcurso del coloquio se caracterizó por un rico diálogo e intercambio interdisciplinarios, siendo conscientes muchos de los presentes de las importantes limitaciones inherentes a las teorías y metodologías desarrolladas para entenderla y solucionarla, aunque la llamada *Teoría o Dilema de la Agencia Principal* ocupó también un lugar destacado durante las discusiones.

En una de sus intervenciones, Emilio Ontiveros, de la Universidad Autónoma de Madrid, señaló que después de haberse propagado la crisis financiera de los Estados Unidos a Europa resultaba claro que el coste económico y político en resolverla *“serían mayores en la eurozona que en los EE.UU”*, habida cuenta de que las economías europeas acusaban *“bajas tasas de crecimiento del PIB, una alta tasa de desempleo y una muy elevada tasa de mortalidad empresarial”* y añadiendo la observación de que *“cualquier forma de restricción crediticia tiene un mayor impacto en la zona euro que en economías tales como el Reino Unido y los EE.UU., lo cual es especialmente evidente en el caso español”*, considerando la mayor prioridad, a su juicio, reducir la prima de riesgo.

Quizás una de las principales conclusiones de los expertos en el simposio se refiere a la gran complejidad, incertidumbre y ramificaciones de la actual crisis, ocasionadas por riesgos sistémicos atribuidos con frecuencia al imparable proceso de globalización, advirtiendo, no obstante, en tono sarcástico Harold James de la Universidad de Princeton *“Existe una búsqueda desesperada de la certidumbre. Pero ella casualmente nos torna a fin de cuentas más vulnerables. Quizás una conferencia como ésta nos debería mostrar que hay más incertidumbre y vulnerabilidad a nuestro alrededor”*. En el Programa de Acción propuesto durante dicha conferencia-coloquio se incluyeron cuatro puntos fundamentales como son la llamada *Gobernanza Global* y la *Regulación*, la *Humildad* y las *Señales de Alerta*.

*“Según muchos criterios, la política monetaria fue muy laxa en los 2000. Ella originó una gran expansión crediticia post 2004”*

*Harold James,  
Princeton University*

## 5. REPERCUSIONES GENERALES DE LA CRISIS EN LA ECONOMÍA Y LA DEUDA SOBERANA

En este apartado nos limitaremos a esbozar únicamente algunas de las consecuencias o repercusiones originadas en el sistema económico en general y en la deuda soberana en particular, porque como se trata de un trabajo centrado

en los aspectos relacionados con la actividad aseguradora no sería procedente extendernos más allá del tema.

Especialmente dramática y recurrente se ha manifestado la crisis en lo relacionado con la deuda soberana, más concretamente, con el alto grado de endeudamiento relativo de muchos de los países pertenecientes a la UE. Ha sido este tema el que más *ríos de tinta* ha originado durante los dos últimos años. Sin embargo, en su interesante ensayo, Hernández, Amparo, *et al* (2011) al ofrecernos un ilustrativo compendio histórico sobre las principales crisis económicas nos recuerdan que también el endeudamiento del sector público constituyó una característica o consecuencia de la crisis de 1929, porque “*La deuda pública de Francia se multiplicó por 6,5, la de Gran Bretaña por 11 y la de Alemania por 27*”, opinando en otro apartado que “*La actual crisis financiera tiene sus precedentes: el malestar del sistema monetario europeo en 1992/93, el shock mexicano de 1995/96 o el crack de hace una década en los Estados tigres del sudeste asiático*”.

En un reciente artículo de prensa titulado *Es regiert das Misstrauen; Verspannungen am Interbankenmarkt als Krisenbarometer, Reina la Desconfianza; Tensiones en el mercado interbancario como barómetro de la crisis*, Aebersold Szalay, Claudia (2011) comenta como el *Banco Central Europeo* se ha convertido en el socio de contrapartida del sistema bancario debido a la falta de confianza de los intervinientes, desconfianza proveniente, en buena parte, de la crisis de la denominada deuda soberana de los llamados países periféricos. Como señala la autora “*Parece ser que sistemas bancarios nacionales completos han entrado en una especie de ‘solidaridad de clan’ con sus gobiernos y se alimentan por goteo con la sonda del Banco Central*”, dependencia que a lo largo de la crisis se ha puesto muy claro de manifiesto con relación a las líneas de liquidez concedidas por el *Banco Central Europeo* a los respectivos bancos y entidades de crédito de los países de la Unión Europea, a lo cual se añade el *convenio swap* celebrado entre *Banco Federal de la Reserva* y el *Banco Central Europeo* y tendente a facilitar la liquidez en dólares en el mercado interbancario para los bancos europeos, en vista de la renuencia de la banca estadounidense a conceder créditos a sus colegas europeos. Igualmente y con el mismo fin aconteció con el *convenio swap* en francos suizos celebrado entre el *Banco Nacional Suizo* y el BCE.

“La clara asimetría entre la unión monetaria y la falta de coordinación de la política fiscal dentro de los países europeos es probablemente la más importante razón para explicar la gravedad de la crisis de la deuda soberana en Europa”

Emilio Ontiveros,  
Universidad Autónoma  
de Madrid

Para ahondar más en el tema y despejar los frecuentes malentendidos entre endeudamiento y crisis económica, en uno de sus siempre agudos y clarividentes comentarios, Wolf, Martin (2011), comentarista económico del *Financial Times*, nos pone claramente de manifiesto la problemática surgida por las opiniones divergentes entre los dos países más relevantes de la Unión Europea y relativas a las intervenciones del *Banco Central Europeo* en los mercados de deuda pública, haciendo alusión a las palabras del nuevo Presidente del *Banco Central Europeo*, Mario Draghi, para quien esta clase de intervenciones es “*el más importante elemento para iniciar la restauración de la credibilidad*” en los mercados financieros, añadiendo a sus palabras que “*otros elementos pueden seguir a continuación, pero lo importante es la secuencia*”, agregando que el problema radica en que “*el artículo de fe alemán es que la mala gestión es el origen de la crisis y tiene razón para creer en ello. Si acepta la verdad tendría que admitir que ha jugado un papel importante en los desafortunados resultados*”.

Analizando la evolución de los balances fiscales, la deuda pública neta y la balanza por cuenta corriente durante el período comprendido entre 1999-2007, cuyas cifras expresadas en % del PIB aparecen reflejadas gráficamente más adelante, Wolf argumenta en su artículo que los déficit fiscales no constituyen el indicador adecuado de las crisis inminentes. Porque exceptuando Grecia, cada país ha tenido un porcentaje inferior al famoso 3% del PIB en su déficit públi-

co. Además, los cuatro peores ejemplos, después de Grecia eran Italia y Francia, Alemania y Austria. Mientras que, entre tanto, Irlanda y Estonia, España y Bélgica han registrado buenos indicadores respecto a en este criterio, aunque después de la crisis, el panorama cambio radical e inesperadamente por el deterioro de la situación fiscal en Irlanda, Portugal, España e Italia. *“No obstante, en todos los casos, recalca Wolf, Martin (2011), los déficits fiscales fueron un indicador apropiado de la inminente crisis”,* como se depende claramente de los siguientes gráficos números 09, 10 y 11, respectivamente.

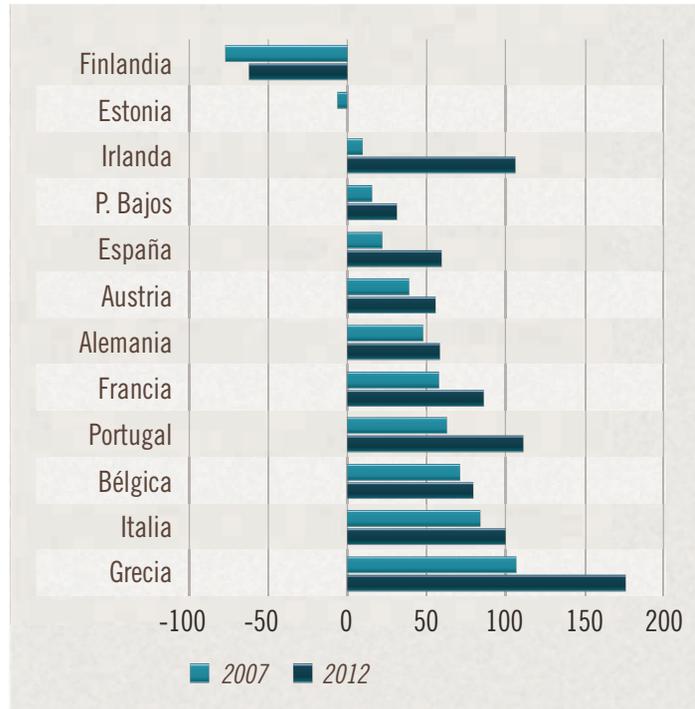
Si se consideran los guarismos de acuerdo con los criterios adoptados, argumenta el autor, en Grecia, Italia, Bélgica y Portugal aumentaron, pero Estonia, Irlanda y España en 2012 respecto a 2007, arrojan con diferencia mejores cifras de déficit que Alemania. *“De hecho, con base en el déficit y la evolución de la deuda, la Alemania pre-crisis aparecía más vulnerable”,* comenta, aunque reconoce que después de haber estallado la crisis el panorama cambio sustancialmente en el caso irlandés, por ejemplo. Sin embargo, si se consideran las cifras promedio del déficit en cuenta corriente durante el periodo 1999-2007, el autor señala que los países más vulnerables eran Estonia y Portugal, España y Grecia, Irlanda e Italia, porque la crisis era en realidad una de balanza de pagos, pero el sistema de banca central se convirtió en financiador de la economía.

Pero *“si los países más poderosos de la zona euro rechazan reconocer la naturaleza de la crisis, la eurozona no tendrá la posibilidad de remediar o prevenir una recurrencia”,* sentenciaba Wolf en el año 2011, porque aunque el papel del Banco Central Europeo sea indispensable en el corto plazo, a final de cuentas el ajuste externo es crucial y *“ello es más importante que la austeridad”.* Ante la ausencia de ajustes externos los recortes fiscales impuestos a los países más débiles lo que provocarán será una recesión profunda y prolongada. En cambio si se admite la importancia del ajuste externo, el tema cardinal ya no será la política fiscal, sino las adaptaciones necesarias en el grado de competitividad.

### GRÁFICO 09 DEUDA PÚBLICA NETA

% del PIB

Fuente: Wolf, Martin (2011)



### GRÁFICO 10 BALANCES FISCALES

% del PIB

Fuente: Wolf, Martin (2011)

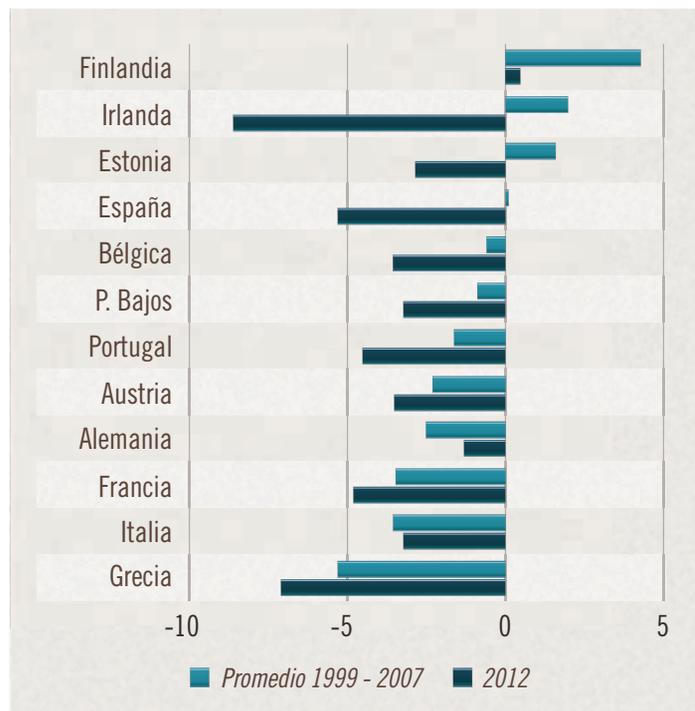
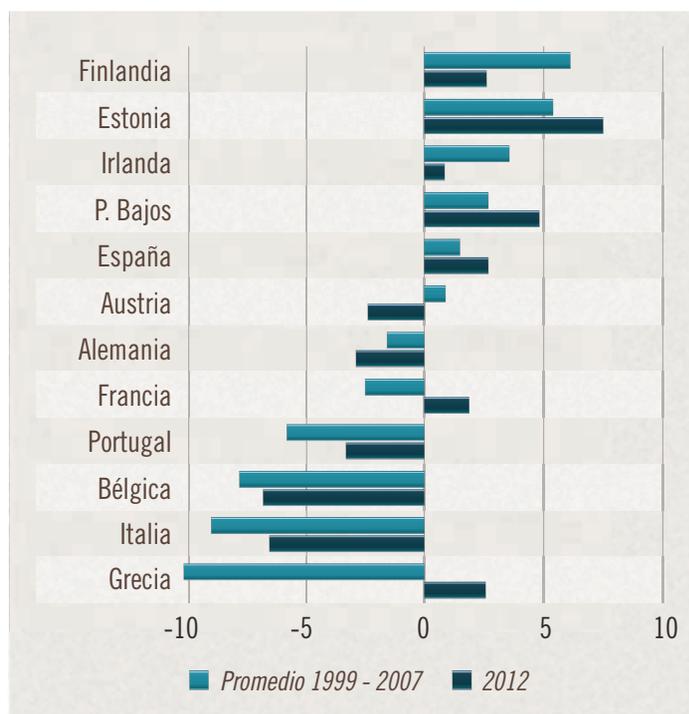


GRÁFICO 11

**BALANZA CUENTA CORRIENTE**

% del PIB

Fuente: Wolf, Martin (2011)



*“España se está enfrentando a una situación económica de extrema dificultad, repito, de extrema dificultad y quienes no lo entiendan se están engañando a sí mismos”*

Mariano Rajoy, 2012

La crisis todavía no ha pasado, asevera, y los países vulnerables permanecen con dificultades persistentes, preguntándose si la disciplina fiscal ha salvado a la eurozona en la ola de la crisis y si los países afectados saldrán ahora de ella, siendo el no su rotunda respuesta, porque según su opinión *“no tiene ningún sentido económico limitar el déficit cíclico en lugar del real....Nadie sabe qué es el déficit estructural”*. Recurriendo a estadísticas del Fondo Monetario Internacional y reproducidas en los tres gráficos siguientes y con referencia especial a España, Wolf recalca las contradicciones en las cifras señaladas, haciendo énfasis en que *“España registraba un mayor superávit estructural e Irlanda un equilibrio estructural. Ambos estaban en mejores condiciones que Alemania. Grecia no arrojaba un déficit estructural significativo, mientras que el déficit francés era menos importante que el de Portugal”*. Concluyendo más adelante a la luz de las cifras que *“las dificultades fiscales de España son una consecuencia de la crisis y no su causa”*, de tal modo que una fuerte reducción del endeudamiento público probablemente será sobre compensado por un mayor endeudamiento y gasto privados. *“El resultado más probable conducirá a una recesión más profunda, con escasos progresos en la reducción del déficit fiscal real. Una peor espiral hacia la baja puede ocurrir. En lugar de forzar a España a un saneamiento fiscal, sería mucho más sensible darle el tiempo que requiere el país para que lleve a cabo la reforma del mercado laboral”*, argumentos apoyados en la evolución de los gráficos 12 13 y 14 – Págs. 60 y 61 –.

También otros columnistas del *Financial Times*, con su característico enfoque y humor anglosajón y con implícitas ideas keynesianas, se han ocupado de la situación española después del cambio de gobierno y de su seria y estricta nueva política económica de contención del gasto y saneamiento de la economía mediante la adopción de profundas reformas. Tal es el caso de Münchau, Wolfgang (2012) con su comentario titulado *There is no Spanish siesta for the*

A raíz de la decisión de España de sobrepasar 1,45 puntos del uno por ciento, durante 2012, el tope de déficit público del 4,4% comunicado a la Comisión Europea y pese a veladas advertencias de tal institución, Wolf, Martin (2012a) vuelve a ocuparse de nuestro país en el comentario titulado *The pain in Spain will test the euro, La Aflicción española será una prueba para el Euro*, utilizando los siguientes términos: *“Una de las definiciones de demencia radica en hacer una y otra vez la misma cosa y esperar resultados diferentes”*, criticando nuevamente la *“determinación de Alemania de imponer un recorte fiscal a sus socios de la eurozona no funcionó en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento”*, agregando a renglón seguido. *“Dudo que tampoco funcione en el nuevo y recientemente acordado Pacto de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza”*, porque los tratados parten de la base de que la crisis se debía a la indisciplina fiscal y que la solución radica en una mayor disciplina, lo cual está lejos de toda verdad, de tal modo que *“la rigurosa aplicación de una idea tan engañosa es peligrosa”*.

eurozone, *No hay Siesta española para la Eurozona*, y publicado el 18 de marzo de 2012. A grandes rasgos su opinión es que el mayor problema de la economía española radica más que en el endeudamiento del sector público en aquél del sector privado, el cual es el principal tenedor de activos tóxicos que representaban según EUROSTAT el 227,3% de PIB a finales del año 2010, de tal modo que, a su juicio, el proceso de *desapalancamiento* no puede llevarse a cabo simultáneamente en los dos sectores de la economía, porque el del sector público será vicioso al estipular las nuevas normas europeas de déficit que el nuevo ajuste debe significar en 2 años un 5,5% del PIB para que se situé en un 3%.

El autor en mención duda seriamente de que bajo esta situación se pueda lograr una recuperación de la economía española en 2012 o 2013 o si lo puede hacer antes de que termine la actual década. Por esta razón considera que *“la correcta política de ajuste debería ser un programa que fuerce el desapalancamiento del sector privado durante un periodo de tres a cinco años, apoyado mediante una robusta y consistente política de déficits del sector público y, por supuesto, acompañada por reformas económicas. El momento para iniciar el desapalancamiento o reducción del endeudamiento del sector público es después del desapalancamiento del sector privado”*.

A partir de 2010 y pese a la oposición de algunos países, especialmente de Alemania, el por entonces presidente del *Banco Central Europeo* logró la autorización de su órgano de gobierno para intervenir activamente en los mercados de deuda soberana mediante compras en función de la situación coyuntural y grado de confianza – mejor dicho, de desconfianza, en los mercados, política que sin negar sus beneficios en pro de garantizar una liquidez en el mercado interbancario, a nuestro juicio, como hemos expuesto en otros apartados, ha traído consigo una verdadera *sequía de crédito o una contracción crediticia, credit crunch*, en el sistema económico, especialmente en España, país en el cual la banca y cajas de ahorro prácticamente han cerrado a calicanto el crédito al sector empresarial y personal.

GRÁFICO 12  
BALANCES FISCALES ESTIMADOS - 2007  
EN % DEL PIB POTENCIAL

Fuente: IMF; European Commission; Haver Analytics; McKinsey  
Tomado de: Wolf, Martin (2012)



GRÁFICO 13  
NIVEL DE ENDEUDAMIENTO POR SECTORES  
En % del PIB, 2010

Fuente: IMF; European Commission; Haver Analytics; McKinsey  
Tomado de: Wolf, Martin (2012)

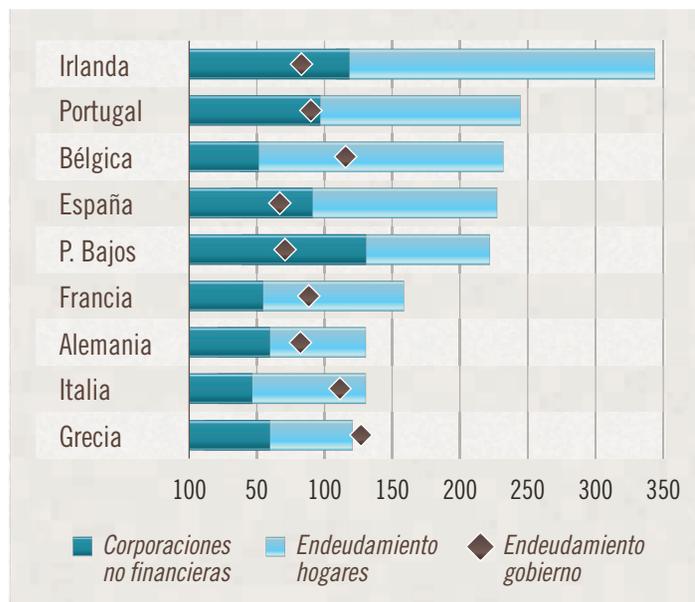
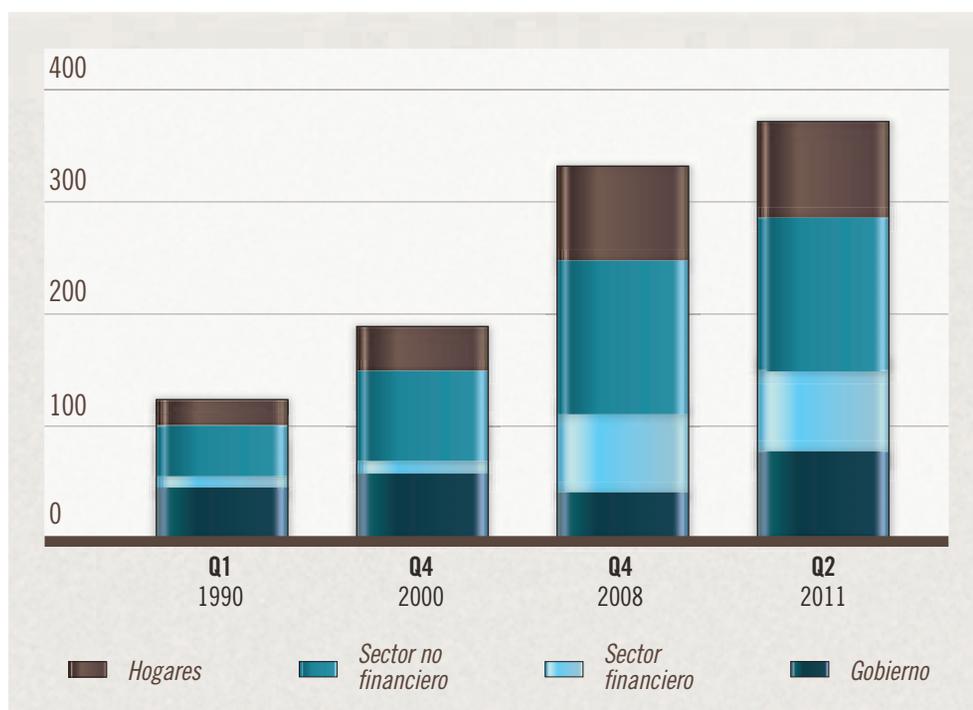


GRÁFICO 14

## ENDEUDAMIENTO DE ESPAÑA POR SECTORES

En % del PIB

Fuente: IMF; European Commission; Haver Analytics; McKinsey  
Tomado de: Wolf, Martin (2012)



Como ya comentamos con reiteración en párrafos anteriores, nos parece que la política proseguida por el *Banco Central Europeo* ha generado un verdadero círculo vicioso que ahoga la actividad económica. En efecto, la política de dinero fácil o barato proseguida con préstamos a veces no sometidos a subasta, o sea, casi ilimitados y a un tipo o tasa de interés casi testimonial del 1% incentivan, como reiteradamente lo hemos criticado, operaciones de arbitraje por parte del sistema bancario, operaciones consistentes en comprar a gran escala con los préstamos obtenidos deuda pública española con tipos de interés cercanos al 4-5%, obteniendo la banca y cajas un beneficio apreciable en detrimento del sector productivo, cuyo acceso al crédito es muy escaso. Se ha preferido el saneamiento de la banca al estímulo de la economía real. Este fenómeno se ha acentuado a raíz de las nuevas exigencias de solvencia impuestas por la *Autoridad Bancaria Europea EBA* al elevar a un 9% el ratio mínimo de capital principal, *Core, Tier1* a partir de junio de 2011, adelantando en esta forma las exigencias previstas en *Basilea III*, normativa que podrá aumentar la restricción crediticia, de acuerdo con los analistas de Barclays.

Anguren, Rebeca, *et al.* (2012) se pronuncian en su muy reciente artículo sobre la *Evolución Reciente de los Mercados Internacionales de Deuda*, y llegan a la conclusión, a juzgar por las estadísticas sobre emisión de valores y bonos, tanto públicos como privados, que “*la emisión de bonos garantizados fueron particularmente elevadas en 2011, mientras que los mercados de bonos de alta rentabilidad mostraron una relativa resistencia en el conjunto del año*” lo cual implica que se ha producido cierta recuperación durante el pasado año, pese a que la intensificación de la crisis origino una importante caída durante el segundo semestre del año.

Bajo el enfoque un tanto iluso, pero muy instructivo para valorar la situación de la deuda en los países de la UE, resulta interesante la recreación o simulacro visual realizado, bajo el título *The Great EU Debt Write Off*, por estudiantes de la *ESCP Europe Business School* y comentado por Miguez, A. (2012). Su reflexión o punto de partida es muy sencillo y, en realidad, se basa en los clásicos principios de compensación de saldos tan frecuentes en los mecanismos de

clearing. Los gráficos presentados a continuación indican respectivamente el saldo vigente en el momento de la simulación, gráfico 15 y el muy hipotético saldo neto de la deuda antes y después del proceso de compensación propuesto, gráfico 16. Resulta significativo en el caso español que, según el diagrama, la deuda neta se reduciría de € 345,91 millardos a € 171,80 millardos, o sea, prácticamente a la mitad.

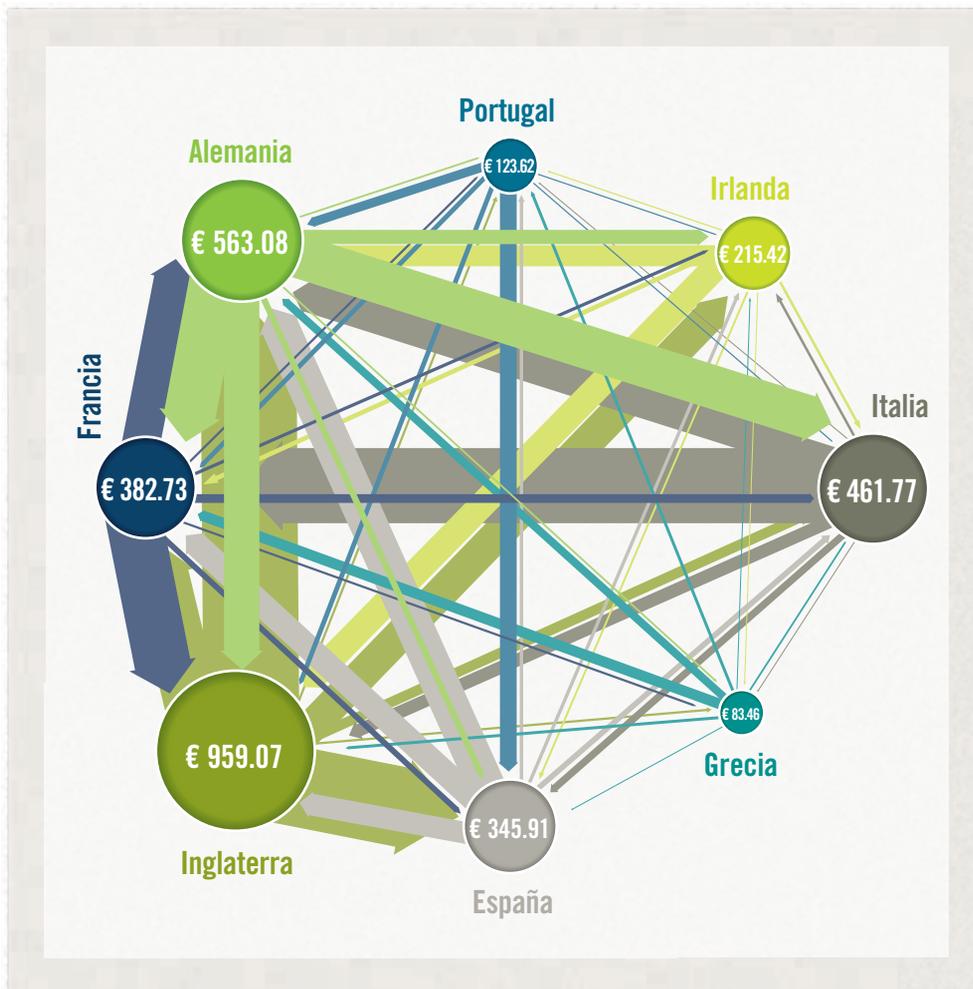


GRÁFICO 15  
SITUACIÓN DE LA  
DEUDA SOBERANA  
EN LA UNIÓN  
EUROPEA

ANTES DE LA  
CONSOLIDACIÓN

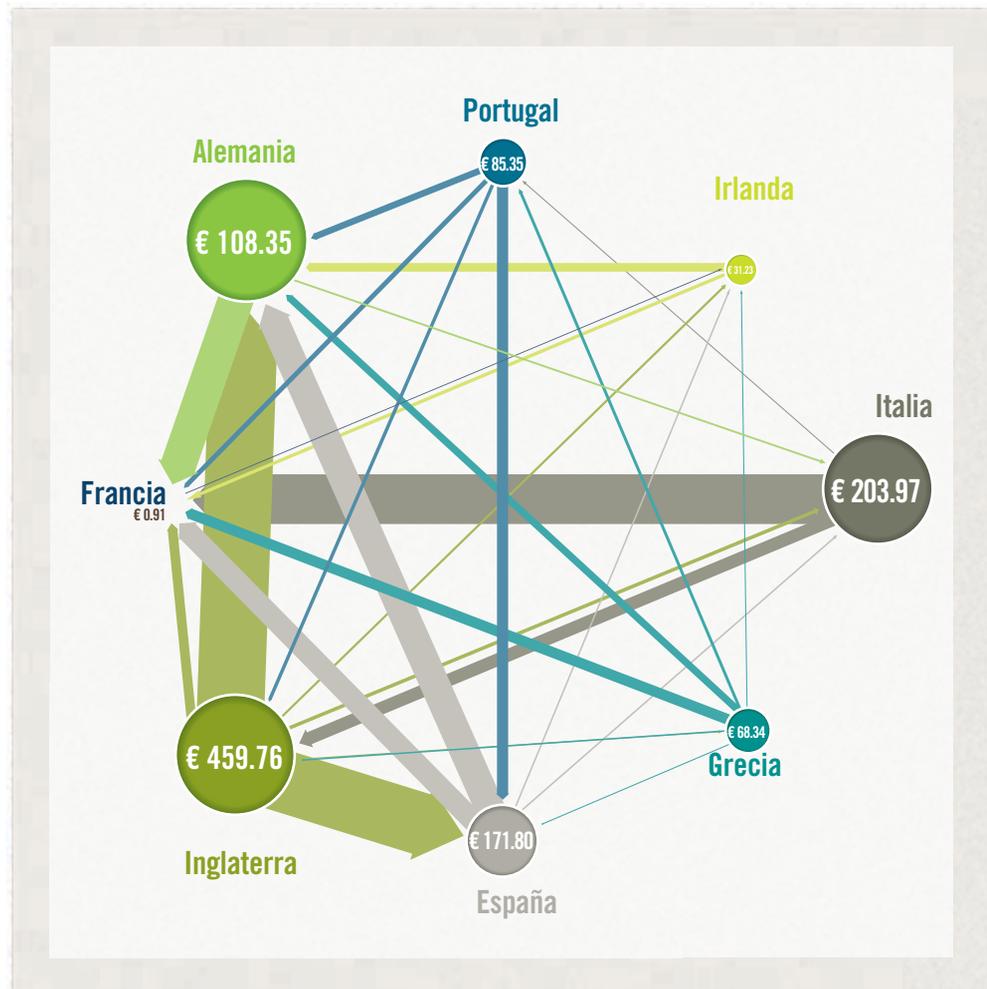
Fuente: The Great EU Debt Write  
Off, ESCP Europe Business  
School

GRÁFICO 16

## SITUACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA EN LA UNIÓN EUROPEA

DESPUÉS DE LA CONSOLIDACIÓN

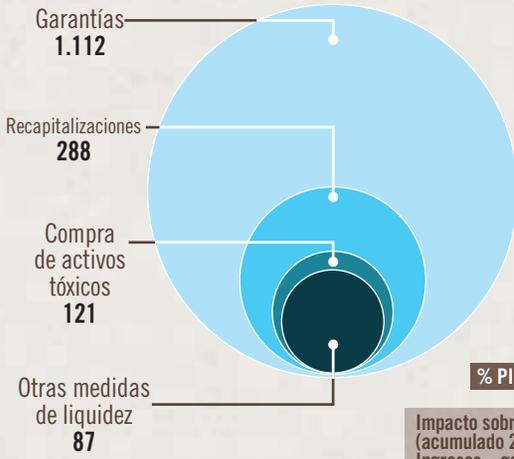
Fuente: The Great EU Debt Write Off, ESCP Europe Business School



Como reza el refrán de que una imagen vale más que mil palabras, finalizamos este capítulo con la, por su autores, denominada Radiografía del Rescate a la Banca Europea, visualizada en el gráfico 17 – Pág. 64 –, del cual se desprenden las importantes magnitudes que han significado estos rescates desglosados en sus diferentes componentes, tales como garantías, el guarismo más importante, recapitalizaciones que ocupa el segundo lugar de los fondos garantizados o suministrados, así como la compra de activos tóxicos y otras medidas tendentes a inyectar liquidez en el sistema. Igualmente, las cifras recogen en correspondiente impacto en los balances y la suma de los pasivos contingentes. Aunque se trata de cifras correspondientes a 2010, o sea, en pleno auge de la crisis, ellas dan una clara idea de las repercusiones del riesgo sistémico y de la crisis en el sistema bancario. Nada similar ha ocurrido en el sector asegurador, gracias a su estabilidad proveniente de su modelo de negocios. ■

### APOYOS CONCEDIDOS AL SISTEMA POR LOS PAÍSES EUROPEOS

Acumulado entre 2007 y 2010.  
En miles de millones de €



### IMPACTO DE LOS APOYOS EN LAS CUENTAS PÚBLICAS

En millones de €

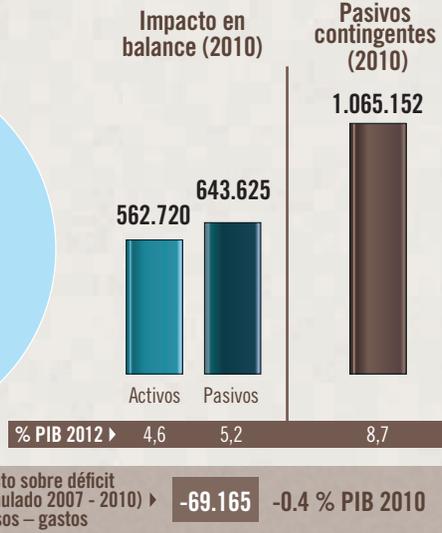


GRÁFICO 17

### RADIOGRAFÍA DEL RESCATE A LA BANCA DE EUROPA

Fuente: Comisión Europea.  
Eurostat y La Caixa

# CAPÍTULO III

## LAS OPERACIONES DE SEGURO Y EL RIESGO SISTÉMICO

*“Existe un consenso virtual entre los historiadores del seguro de que el riesgo es el problema esencial al cual el seguro da una respuesta”*

*John Smith, Boston University*

### 1. ESENCIA Y CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LAS OPERACIONES DE SEGUROS

Naturalmente, en el análisis del riesgo sistémico y la actividad aseguradora hay que distinguir, a nuestro juicio, tres factores bien diferenciados, a saber, en primer lugar, si el sector es originario de dicho riesgo, en segundo término, hasta que punto se ha visto afectado por la crisis actual y sus repercusiones y, finalmente, si los estrechos vínculos existentes, en muchos casos, accionarial o comercialmente – verbigracia *bancaseguros* - entre las instituciones bancarias y las aseguradoras han engendrado o pueden engendrar importantes riesgos sistémicos para ellas.

No cabe la menor duda de que la institución del seguro es un intermediario financiero *sui generis* y un importante inversor institucional. Aunque no existe una definición ampliamente aceptada, los intermediarios financieros pueden

dividirse o clasificarse en instituciones monetarias y para monetarias, tal como lo hizo y explicó hace varios años el autor alemán, Schirmer, Ulrich (1971) en su trabajo titulado *Der Einfluss paramonetärer Institutionen auf die Vermögensbildung, das Kreditangebot und die Geldpolitik - La Influencia de las instituciones paramonetarias sobre la formación de capital, la oferta de crédito y la política monetaria*, diferenciación que consideramos muy instructiva para los fines de este trabajo. La principal característica de las instituciones paramonetarias, como son las aseguradoras, especialmente las de vida, radica en que pese a que se trata de instituciones captadoras de recursos financieros, las acreencias de sus clientes o ahorradores no suelen ser aceptadas como medios de pago en la economía, - como si sucede en la banca, cajas de ahorro y entidades de crédito en general – no estando constituido su principal volumen de pasivos por depósitos a la vista o a plazo. Ello significa una capacidad prácticamente nula para crear dinero, distinción fundamental a la hora de definir la política monetaria y delimitar el riesgo sistémico de tales instituciones.

El desconocimiento de este factor diferenciador ha traído en muchas economías consigo que la autoridad monetaria o de supervisión establezca para las instituciones *para monetarias* encajes bancarios, reservas mínimas o coeficientes de liquidez depositados en el *Banco Central*, limitando en esta forma su capacidad operativa al tratar inútilmente de contraer el dinero en circulación, cuando ellas por la estructura de su negocio carecen de cualquier *capacidad de crear dinero*. En épocas más recientes, este hecho ha conllevado el intento, en el caso del riesgo sistémico, trazando una analogía con la banca, de endurecer los mecanismos de supervisión estatal y las respectivas medidas cautelares.

## 2. CLASIFICACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Los intermediarios financieros se clasifican, por consiguiente, en dos categorías bien definidas y claramente diferenciadas entre sí, a saber:

- *Instituciones monetarias*, tales como bancos comerciales, cajas de ahorro, entidades de crédito, todas ellas con capacidad de crear dinero y de inducir el llamado *multiplicador bancario o monetario*, definido como “*el mecanismo por el cual la creación mediante reserva fraccionaria de depósitos bancarios ex nihilo lleva a un aumento de la masa monetaria*”, Wikipedia (2011).

Bajo *reserva fraccionaria* se entiende más coloquialmente el hecho “*que un banco tiene derecho a prestar el dinero de sus clientes, al mismo tiempo que tiene la obligación de devolvérselo de forma inmediata en el momento que lo reclamen. Por tanto, sólo es viable si todos los depositantes no piden la retirada de su dinero de forma simultánea. Este sistema bancario se denomina ‘de reserva fraccionaria’ porque el banco está obligado legalmente a mantener únicamente un porcentaje de su dinero en efectivo - conocido como coeficiente de caja - para pagar a los clientes que deseen retirarlo*”. Precisamente, para evitar un *run* o *estampida bancaria*, para atender las demandas de los depositantes, en el caso de que el coeficiente de caja no fuese suficiente, en un momento dado, todos los sistemas monetarios prevén la existencia de un *Banco Central* como prestamista o suministrador de liquidez de última instancia.

No obstante, las importantes y masivas intervenciones gubernamentales directamente o, indirectamente, a través del *Banco de Emisión* nacional

o del *Banco Central Europeo* han desvirtuado un tanto esta concepción y mecanismo de *ultima ratio* o *último recurso* durante la actual crisis, al haberse convertido en instituciones de crédito normal, tanto para el sector público como privado y, lo que es aún más preocupante y ha suscitado fuertes divergencias en el seno del *Banco Central Europeo*, *BCE*, en un mecanismo de monetización de la deuda pública con sus posibles efectos perniciosos sobre la estabilidad monetaria.

- *Instituciones paramonetarias*, tales como compañías de seguros de vida y seguros generales, compañías de reaseguros, bancos hipotecarios, sociedades administradoras de inversión y de fondos de pensiones, financieras de crédito al consumo, instituciones de seguro o seguridad social, bancos de inversión. En el caso concreto del sector seguros, su gran diferencia con las instituciones monetarias estriba en que no poseen capacidad de crear dinero y, por consiguiente, no tienen a su disposición un organismo central encargado de facilitarles liquidez o líneas de crédito, precisamente porque la esencia de sus operaciones es completamente diferente a la bancaria.

### 3. TENDENCIAS INTERNACIONALES EN LOS SISTEMAS FINANCIEROS

Naturalmente, la estructura de de las instituciones financieras y la de su respectivo mercado han experimentado profundas mutaciones que en gran parte han contribuido de manera muy significativa a la actual crisis sistémica. A raíz de la crisis Mundial de 1930 y los problemas surgidos por la existencia de grupos financieros, los Estados Unidos, por ejemplo, instituyeron una separación tajante entre la banca de depósito y la de inversión, ejemplo seguido por seis países latinoamericanos, entre otros, mediante el asesoramiento de la denominada *Misión Kemmerer*. La estructura legal estadounidense estableció limitaciones o prohibiciones importantes en la participación accionarial entre sí por parte de la banca, aseguradoras y otras instituciones financieras. No obstante, la globalización financiera, el advenimiento de los conglomerados financieros y de la llamada banca universal, el desarrollo de nuevos productos, derivados, swaps, permutas, estructurados y un largo etcétera han inducido un cambio sustancial en los marcos legales de muchos países y, por consiguiente, en el entramado del mundo financiero y, simultáneamente, han abierto las puertas a transacciones con un alto grado de apalancamiento dando pábulo a la especulación. El modelo de banca universal o *Universalbankssystem* alemán se impuso paulatinamente.

Sin embargo, la actividad aseguradora ha estado menos involucrada en tales tendencias, aunque forme parte de los nuevos conglomerados financieros. Opiniones y argumentos similares los encontramos también en Schich, Sebastian (2010), quien citando un trabajo de *The Geneva Association* (2009) aclara que no existe un criterio o denominación generalmente aceptada para designar aquellas instituciones financieras que combinan varios tipos de actividades, aunque en su contribución usa el término grupo financiero y diferencia entre *grupos financieros dominados por la banca* y *grupos financieros dominados por aseguradoras*. Por su parte, el *Insurance and Private Pensions Committee* de la OECD ha sugerido utilizar la terminología de *grupo financiero con subsidiarias aseguradoras*, en lugar de la última definición mencionada.

Sus importantes diferencias con la banca han sido puestas también muy claramente de manifiesto en el estudio de la CEA (2010) titulado *Insurance: a unique sector, Why insurers differ from banks, El Seguro: un sector único, Por qué los aseguradores se diferencian de los bancos*, del cual extraeremos algunos apartes. Ya en su introducción advierte dicho Comité que “*La asunción de que lo que es válido para la banca tiene que serlo también para el seguro es falsa*”, en clara alusión a que ciertos los reguladores están considerando aplicar o ya lo han llevado a cabo al sector de seguros normas prudenciales más estrictas y mayores y más onerosos requerimientos de capital, como si fuesen las aseguradoras *instituciones sistémicamente relevantes* en la misma medida que lo es la banca. Menciona dicha institución, por ejemplo, que en el mes de abril de 2010 el *Fondo Monetario Internacional* había publicado un Informe Provisional proponiendo impuestos y gravámenes a todas las instituciones de servicios financieros con el fin de recuperar los costos incurridos en el salvamento del sistema bancario, como si todas hubiesen sido responsables de la debacle bancaria.

## 4. EL RIESGO SISTÉMICO Y LAS CARACTERÍSTICAS ESPECÍFICAS DEL SEGURO

En sus *Eight key messages on the financial turmoil, Ocho Mensajes Clave sobre la Turbulencia Financiera*, la antigua CEA (2008) – denominada ahora *Insurance Europe* y representativa del 94% de las primas emitidas por el sector asegurador europeo - compendia, expresado con nuestras propias palabras, los siguientes elementos fundamentales y distintivos del sector:

1. Cuando se inició la crisis, el sector asegurador partió de una fuerte posición y ha mostrado su resiliencia durante los continuos *shocks* en el sistema financiero, no habiendo sido afectado como algunos otros inversores institucionales por la contracción crediticia.
2. El modelo de negocio asegurador difiere sustancialmente del de otras instituciones prestadoras de servicios financieros. Su gestión del riesgo y sus características peculiares lo han protegido de las tormentas en los mercados, porque su principal objetivo de su política de inversiones consiste en cubrir los compromisos contraídos y la asignación de las inversiones obedece a los principios de congruencia de plazos y diversificación de los respectivos riesgos. El hecho de que las aseguradoras no utilicen, por lo general, técnicas de apalancamiento financiero significa que están mucho menos expuestas a las fluctuaciones prevaletientes en los mercados financieros. De ello se deriva su efecto estabilizador en los mercados.
3. Solvencia II implicará que las aseguradoras y los organismos de supervisión y control dispondrán de instrumentos más adecuados para resistir a las crisis financieras. El régimen de Solvencia II descansa en tres pilares que definen el riesgo financiero, el riesgo de gestión y los requerimientos de información con base en un enfoque del riesgo, lo cual significa que el tipo e intensidad de los requerimientos e intervenciones supervisoras están calibradas en función del verdadero perfil de riesgo.
4. Las turbulencias financieras demuestran la necesidad de una supervisión apropiada a nivel de grupo de las instituciones financieras, lo cual le per-

mitirá identificar la exposición consolidada del grupo y valorar su perfil de riesgo de acuerdo con la realidad económica. Los problemas hallados en muchos grupos han demostrado con claridad esta necesidad.

5. La gestión del riesgo debe ser desarrollada y fortalecida en todas las instituciones financieras, hecho crucial para su buen funcionamiento y solvencia.
6. La valoración de los activos consistente con el mercado refuerza y garantiza la información financiera y la supervisión prudencial. Al mismo tiempo, resulta importante para evitar una contabilidad y normas prudenciales pro-cíclicas. Ella promueve la transparencia y disciplina en el mercado, asegurando la correcta y adecuada fijación del precio del riesgo inherente en los activos y pasivos de la empresa.
7. Las actuales turbulencias del mercado no deben conducir a restringir la titularización de instrumentos relacionados con el seguro, porque aunque la titularización de servicios financieros ha contribuido a las turbulencias en los mercados, las relacionadas con los seguros difieren sustancialmente de las primeras a causa de la naturaleza de los riesgos cedidos o transferidos, así como debido a la gran transparencia en la que se llevan a cabo estas operaciones denominadas en inglés *Insurance-Linked Securitization ILS. Titularizaciones Vinculadas a Seguros*, tales como los *Longevity Index Bonds, Bonos de Índice de Longevidad*. Esta clase de titularizaciones le permiten al sector transferir al mercado de capitales riesgos de máxima envergadura como son los de catástrofes naturales o de extra longevidad, o sea, se trata de riesgos no financieros y, finalmente,
8. Resulta esencial la divulgación de información sobre productos complejos con el fin de restaurar la confianza en los abigarrados y heterogéneos títulos o certificados estructurados, en vista de que en la mayoría de los casos los activos subyacentes encierran gran dificultad de comprensión para los inversores, aunque ellos sean institucionales y con importante experiencia en los mercados financieros.

El cuadro 02 – Pág. 72 – resume las importantes y muy claras diferencias existentes entre los dos modelos de negocio.

De nuestra parte añadiríamos nuevamente que a diferencia de las aseguradoras que utilizan métodos probabilísticos y actuariales para valorar sus compromisos con los asegurados, metodología que le confiere mayor estabilidad, la banca no suele hacerlo, aunque bien es cierto y quizás sea causa de ello, por disponer el sistema bancario del *último recurso de liquidez* por parte del respectivo *Banco Central*, lo cual puede ocasionar, a nuestro juicio, la espiral actual, o sea, los procesos acumulativos hacia abajo descritos por Wicksel, Knut (1977 y 1978) en sus teorías sobre el ciclo económico.

Weiss, Mary A. (2010) analiza también en su artículo las fundamentales diferencias existentes entre el sector asegurador y bancario en lo relacionado con el riesgo sistémico, recurriendo a un parangón entre la posibilidad de una estampida o asedio de las depositantes a un banco y una aseguradora y preguntándose lo que pasaría en el sistema si se produjese una gran demanda de rescates o cancelaciones a una compañía de seguros. En este caso, afirma, “*no es probable que se produjesen efectos indirectos en otras entidades financieras, ya sea dentro o fuera del sector de los seguros*” aunque tengan “*una cantidad significativa de deuda o de dinero prestado....*”, a lo cual reiteramos de

**CUADRO 02 DIFERENCIAS EN LOS MODELOS DE NEGOCIO DEL SEGURO Y LA BANCA**

	<b>SEGUROS</b>	<b>BANCA</b>
<b>ÁMBITO DEL NEGOCIO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Comparativamente poca variedad en la paleta de productos, cartera de inversiones, servicios y modelo de negocio</li> <li>• Negocio básico agrupación y transformación de riesgos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gran variedad de operaciones, servicios y modelos de negocios</li> <li>• Desarrollo de muchas funciones diferentes, p.ej. captación de depósitos, concesión de créditos y préstamos, creador de mercados, servicios de asesoría financiera, etc.</li> </ul>
<b>FINANCIACIÓN</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Predominantemente a través de los tomadores de seguros y menos dependiente de los accionistas o emisiones propias</li> <li>• Mayor parte financiación es anticipada y a largo plazo; balance más estable</li> <li>• Matching importante entre activos y pasivos. En caso de cancelación pólizas eliminación simultánea de los rubros en el activo y el pasivo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gran variedad de estructuras financieras, p.ej. depósitos, préstamos interbancarios, pagarés, bonos, repos, acciones, etc.</li> <li>• Parte sustancial de la financiación a corto plazo</li> <li>• Activos y pasivos no cazados por lo general. Pago de un préstamo o compra/venta de activos no modifican de inmediato la estructura financiera</li> </ul>
<b>ESTRUCTURA DEL BALANCE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Simple y económicamente estable a causa de obligaciones a largo plazo con asegurados y accionistas</li> <li>• Necesidad limitada de pagos por eventos coyunturales</li> <li>• Por lo general pérdidas reducidas en las inversiones a causa de política conservadora</li> <li>• Utilización limitada de los préstamos y créditos intercompañías.</li> <li>• Transferencia baja de los riesgos a los mercados de capital</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Existencia de riesgos independientes en los dos lados del balance por no estar ligados los activos con los pasivos</li> <li>• Riesgo principal reside en el valor de la cartera de préstamos</li> <li>• Activos y pasivos expuestos significativamente a los ciclos económicos</li> <li>• Operaciones activas y pasivas en el interbancario son parte integrante del modelo básico de negocios</li> </ul>
<b>INTERCONECTIVIDAD</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Muy reducida interconectividad entre las compañías</li> <li>• Baja probabilidad de que un solo asegurador origine riesgos sistémico en la economía a causa de alto grado sustitución y más baja vulnerabilidad financiera</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alta interconectividad entre las compañías.</li> <li>• Mercado interbancario y de repos</li> <li>• Mercado de titulizaciones</li> <li>• Importantes volúmenes transaccionales y de trading</li> <li>• Alta probabilidad de que la crisis en un solo banco transmita el riesgo a toda la economía</li> </ul>
<b>VOLATILIDAD DEL NEGOCIO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Negocio a largo plazo; muchas pólizas multianuales</li> <li>• Volatilidad a corto plazo con efectos limitados en el resultado y la sostenibilidad del negocio</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alta volatilidad en los ingresos a causa de de la naturaleza a corto plazo del negocio, principalmente en los bancos con importantes volúmenes de trading</li> <li>• Alta utilización del apalancamiento</li> </ul>
<b>ALM MANAGEMENT Y GESTIÓN DE INVERSIONES</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los pasivos poseen usualmente mayor duración que los activos, produciendo una financiación más estable</li> <li>• Orientación conservadora de las inversiones considerando sus compromisos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pasivos con duración más corta que los activos, bajo el peligro de que el banco no pueda cumplir sus obligaciones y los activos no puedan realizar rápidamente</li> <li>• Orientación de la inversión hacia los activos</li> </ul>

Fuente: Elaboración y traducción libre según el texto de la CEA European insurance and reinsurance federation (2010)

nuestra parte que, por regla general, en las operaciones de seguros el ingreso o encaje anual de primas suele superar al de siniestros o rescates pagados, de tal manera que los flujos de fondos suelen ser más que suficientes para atender los compromisos adquiridos.

Aun más, en los casos de grandes siniestros, es la institución del reaseguro la que vela por proveer la liquidez necesaria, aplicándose generalmente la liquidación de los siniestros mediante un sistema de compensación periódica a través de los denominados *borderaux* y cuentas corrientes con una compensación casi automática de los ingresos con los egresos o salidas, así como, en muchas ocasiones y dependiendo de la magnitud del siniestro, aplicando la cláusula de *pago de siniestros al contado*, Gerathewohl, Klaus (1980). Gracias al reaseguro y a sus relativamente muy importantes recursos propios y provisiones técnicas, la aseguradoras están en capacidad de resarcir sin grandes contratiempos o problemas de liquidez las pérdidas ocasionadas por las catástrofes, tal como ha sido el caso, verbigracia, de los relativamente recientes huracanes Andrew y Katrina en los EE.UU, así como del atentado y destrucción total de las Torres Gemelas neoyorquinas.

*“El aumento de capital puede ser sustituido por contratos de reaseguro, mediante los cuales la excesiva magnitud del riesgo se descarga en el reasegurador”*

*Tuma, F.L. 1932,  
First Bohemian  
Reinsurance Bank*

A lo cual se añade también que la institución del reaseguro, única de la actividad aseguradora y que no tiene parangón semejante en el sistema bancario, contribuye igualmente a la dispersión internacional del riesgo y a disminuir la necesidades de capital de las cedentes, hecho ampliamente contemplado en los cálculos del margen de solvencia de las compañías de seguros. Esta es la razón, a nuestro juicio, de por qué en la historia de las crisis económicas no existe antecedente alguno de que por mandato legal o reacción popular se haya producido un *cierre de aseguradoras* semejante o parecido a los *cierres bancarios* para evitar la desbandada de los depositantes. Aquí se pone de manifiesto otra vez y en forma muy clara la nula capacidad de las aseguradoras de ser originarias de grandes choques sistémicos, como si es el caso de la banca, tal como explicamos al inicio de este capítulo, con su capacidad para *crear dinero*, o sea, una de las fuentes de liquidez y financiación de riesgos sistémicos.

A raíz de la estrepitosa caída de la aseguradora internacional estadounidense *American International Group* y la menos importante de *Fortis* y ante las crecientes dudas de si el sector de seguros de su país representaba un riesgo sistémico para el sistema económico, Cummins, J. David y Weiss, Mary A, (2010) acometieron una investigación sobre el particular utilizando varios parámetros e indicadores sectoriales y presentando un análisis financiero detallado. Para ello partieron del núcleo específico de actividad del sector, dejando a un lado, por lo tanto, los aspectos relacionados con derivados y productos similares, ajenos a la clásica actividad del seguro. Su primera conclusión es que *“la actividad primaria o esencial de los aseguradores estadounidenses no crea riesgo sistémico”*, por la simple razón, entre otras, de que no son lo suficientemente grandes y no están interconectados con otras empresas en el sistema económico. Exceptuando algunos seguros individuales de daños, la falta de *sustituibilidad o intercambiabilidad* no representa un serio problema en la actividad aseguradora. Existe gran multitud y amplitud de productos en los ramos de vida y ahorro. Al profundizar su estudio sobre la vulnerabilidad del sector a los riesgos sistémicos llegan a la conclusión de que como sujetos pasivos, no activos, los seguros de vida son más vulnerables a las crisis que los de daños o no vida.

Harrington, Scott E. (2009) calificó como la *Paradoja AIG* la crisis de esta institución, argumentando que el sector asegurador en su conjunto se encontraba en la periferia de la crisis y que la sufrida por AIG estuvo altamente influida por la cartera de CDS, vendidos por un entidad no aseguradora, *AIG Financial Products (AIGFP)*, no sometida a la regulación de seguros, recordando, además, que del volumen total de la cartera de negocios de AIG, los servicios financieros

apenas representaban en 2006 el 8,6% del total. Mientras que, por otro parte, la *National Association of Insurance Commissioners* (2009) estadounidense opinaba al respecto que *“la naturaleza del mercado de seguros y su estructura reguladora significan que la posibilidad de que en ellos se origine un riesgo sistémico es menor que en otros sectores financieros. La actividad aseguradora es más probable que sea la afectada del riesgo sistémico proveniente de otros agentes económicos que la fuerza motriz creadora del riesgo sistémico”*.

Refiriéndose al riesgo básico de propagación o contagio, proveniente de la interconexión entre las entidades sistémicamente relevantes, Kaufman, Georg G. y Scott Kenneth E. (2003), consideran que *“Los bancos están conectados directamente a través de los depósitos interbancarios, préstamos recíprocos y los sistemas de pagos y compensación e, indirectamente, por prestar sus servicios a los mismos o similares mercados de depósitos y crédito. Adicionalmente, en la medida en que los bancos operan más allá de las fronteras nacionales, ellos vinculan a los países en los cuales operan”*, de tal modo que cualquier acontecimiento adverso que genere pérdidas se propaga rápidamente a otros bancos a través de esta cadena de transmisión, cadena que, según nuestra opinión, no se da en las operaciones de seguro, aunque si puede ser el caso en las de reaseguro en forma muy limitada.

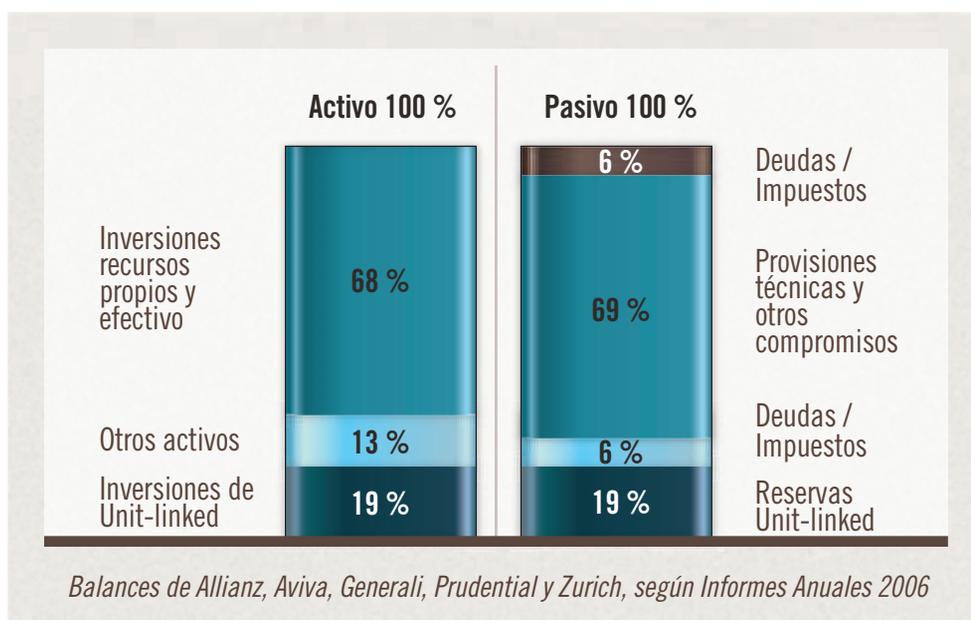
En el caso del sistema bancario, como ya lo hemos mencionado, bien conocido es el fenómeno de la estampida de sus depositantes o ahorradores ante situaciones de pánico, hecho que en la historia ha demostrado claramente el riesgo sistémico inherente a su modelo de negocios, posibilidad difícil de imaginar en la actividad aseguradora, porque la obligación de pago solamente se formaliza ante el acaecimiento y regulación de un siniestro y ni siquiera cuando han ocurrido riesgos catastróficos se han presentado situaciones similares al *run* bancario. No hay que olvidar tampoco que el modelo de negocio del sector asegurador incluye una multiplicidad de ramos de índole muy diferente y es improbable que todos ellos sean afectados al mismo tiempo por la ocurrencia masiva de siniestros que puedan originar una ola masiva de desconfianza por parte de los tomadores de seguros, los asegurados o sus beneficiarios.

*The Geneva Association* (2010), quizás el *think tank* que en sus análisis sobre el riesgo sistémico es la institución que más ha contribuido a aclarar el papel que juega el sector, pone claramente de manifiesto las importantes diferencias existentes entre la actividad bancaria y la aseguradora, habiendo sido la primera de ellas la causante principal de la actual crisis financiera y económica y recalcando que los problemas surgidos en algunas aseguradoras mundiales y nacionales se originaron en las operaciones de su área financiera o bancaria y no en la de seguros. Opina que tales diferencias deben tomarse en cuenta en la presente discusión sobre el nuevo orden del sistema financiero mundial y nacional, porque mientras el sector de seguros recibió ayudas por un valor de US\$ 10 millones, lo bancos percibieron más de US\$ 1 billón.

Ello obedece a que los modelos de negocio son substancialmente diferentes, convirtiendo al del seguro y reaseguro *“en una fuente de estabilidad del sistema financiero. El seguro se basa en el pago anticipado de la primas de seguro, otorgándole a las aseguradoras un fuerte cash-flow operativo, sin que requieran financiación a gran escala. Las pólizas de seguros se suscriben generalmente a largo plazo, con flujos financieros controlados, lo cual permite a las aseguradoras actuar como estabilizadoras del sistema financiero. Durante la crisis, las aseguradoras mantuvieron un capacidad relativamente estable en su volumen de negocios y precios”*.

Añade el análisis que aquellas pocas aseguradoras que experimentaron dificultades durante la crisis, es el caso especialmente de AIG, deben dicha situación

GRÁFICO 18

**BALANCE GENERAL  
ASEGURADORAS  
EUROPEAS***(PORCENTAJES DE LOS  
RUBROS DEL ACTIVO Y  
PASIVO)**Fuente: The Geneva Association  
(2010)*

a sus actividades cuasi bancarias, o a las garantías financieras o CDS como es el caso de las llamadas *monoliners*, *aseguradoras mono producto*, motivo por el cual, concluye *The Geneva Association (2010)*, “con muy pocas y notables excepciones, la industria del seguro superó la crisis relativamente indemne”. No obstante, ello no implica que el seguro de vida no haya visto disminuir la demanda por sus productos, porque como acota el reciente Informe del *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (2010)* “En el sector del seguro de vida, la crisis financiera deprimió la demanda en forma significativa ya en 2008. En el año 2009 se han registrado importantes crecimientos y decrementos en las primas de seguros”.

La distribución de los activos y pasivos de seis de las más importantes aseguradoras europeas – gráfico 18 – confirma la anterior aseveración de que las aseguradoras son independientes de la financiación externa y, por ende, de los mercados interbancarios, porque existe una casi perfecta equivalencia o equilibrio financiero entre las inversiones y las reservas o provisiones técnicas, lo cual demuestra que las operaciones de apalancamiento financiero, tan frecuentes en la banca y desencadenantes en gran parte de la crisis no son frecuentes en el sector asegurador. Además, la estructura del balance indica que casi el 90% del pasivo está constituido por provisiones técnicas o reservas matemáticas, provenientes fundamentalmente de operaciones de seguros de vida, o sea, de ahorro a largo plazo.

Para citar otro ejemplo, esta exposición al riesgo es también muy reducida en el caso alemán y apenas significaba el 1,7% de la cartera de inversión de las aseguradoras de vida con un valor en 2007 de € 690 millardos, tal como lo manifestaba en conferencia de prensa el presidente de la *Asociación Alemana de Compañías de seguros, GDV (2008)*, quien hacía hincapié en la muy baja inversión en *Asset Backed Securities* y *Credit Linked Notes* y en el hecho de que después de una revisión del *Órgano de Control y Supervisión Alemán BaFin*, a partir del verano de 2007, más del 70% de las aseguradoras no habían invertido en esta clase de activos y que del restante 30% apenas una mínima parte lo había hecho en operaciones *subprime*. A lo cual añade, *Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft GdV (2009)* que las aseguradoras „no tienen problemas de refinanciación y pueden acometer una planificación fiable de su necesidades de liquidez”.

La siguiente recopilación de opiniones de expertos externos sobre los elementos diferenciales del seguro, elaborada por parte de la misma *The Geneva Association* (2011), es muy dicente y contundente sobre el particular:

- Según se expresó en 2009 McRaith, de la *National Association of Insurance Commissioner*, NAIC, de Estados Unidos, "Con relación al riesgo sistémico, los aseguradores no generan riesgos, pero si los asumen".
- M. Weiss, académico residente en la *National Association of Insurance Commissioner* opinaba por su parte en 2010, "Porque las aseguradoras no pueden ser razonablemente consideradas como instigadoras del riesgo, ellas no requieren regulaciones directas de riesgo sistémico en sus operaciones de seguros".
- En Europa, concretamente en Francia, el denominado *LePetit Report*, elaborado en 2010 en el seno del *Ministerio de Finanzas* opina que "En el sector de los seguros, el tamaño permite una mayor diversificación de los riesgos y, por ende, un mejor perfil de riesgo global...La actividad aseguradora es de tal naturaleza que ella no puede describirse como sistémica".
- "De facto actualmente no existe ninguna necesidad de rescatar una compañía de seguros.....En contraposición con los bancos, las aseguradoras tienen mayores posibilidades de responder a los efectos de la crisis", sentenciaba en 2010 en Suiza la *Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen*.
- Lord Turner, Presidente de la *Financial Services Authority* FSA británica afirmaba en Octubre de 2010 "Los fallos de una compañía de seguros no tienden a producir un efecto dominó o en cadena en otros".
- Finalmente, la *Asociación Internacional de Supervisores de Seguros IAIS* – sigla en inglés - resumía en un comunicado de prensa, emitido en Noviembre de 2010, "Tanto la IAIS como el sector de seguros han concluido que en núcleo de las actividades de seguros no suponen riesgo sistémico".

Durante su intervención en un panel organizado sobre *Rethinking Systemic Financial Risk – Reflexionando sobre el Riesgo Sistémico Financiero* en el seno del *World Economic Forum Annual Meeting 2010*, el por entonces CEO de la Suiza de Reaseguros, Stefan Lippe, opinaba que desde inicios de la crisis económica mundial en 2007, el balance del poder financiero en el mundo se modificó drásticamente y las medidas adoptadas o en estudio no son "sin embargo apropiadas para los aseguradores y reaseguradores", acotando que su tamaño no constituye ningún problema, sino, por el contrario, es de crucial importancia para la economía global, porque él les permite absorber los shocks económicos, facilitando la asunción de los riesgos y su diversificación mundial. "Nosotros no necesitamos más capital, sino capital basado en función del riesgo".

Certeramente, sobre la forma como el sector asegurador, en general, suele gestionar el riesgo, en uno de sus comentarios surgidos a raíz de la crisis, *The Economist* (2008), se ocupaba del tema y bajo el sugestivo subtítulo "algunos aseguradores reconocen que pueden enseñarles una o dos cosas a los banqueros sobre la gestión de riesgos" y subrayaba el hecho de que en el seguro mundial los efectos de la crisis hipotecaria estadounidense eran incomparablemente muy bajos, pese a la existencia de aseguradoras especializadas en asegurar hipotecas o bonos. Más concretamente en el seguro de vida, el menos afectado del sector asegurador, el porcentaje de la cartera de inversión expuesto a dicho riesgo apenas llegaba a menos de un 5%, atribuyendo esta situación a las diferencias sustanciales entre la banca y las aseguradoras en la forma de percibir y gestionar el riesgo y resaltando que las últimas en lugar de aceptar o ceder la totalidad de los riesgos y como suele hacerlo la banca, prosiguen con-

secuentemente una política de compartirlo con lo cual reducen la posibilidad del denominado *moral hazard*.

Sin embargo, como ya hemos comentado en otros apartados de este trabajo, no todos los expertos comparten el punto de vista de que el sector asegurador es totalmente ajeno al riesgo sistémico. Tal es el caso de Wilson, Tom (2009), *Chief Executive* de la aseguradora estadounidense *Allstate*, quien en su comentario publicado por el *The New York Times*, argumentaba en el siguiente tenor. *“El seguro es definido como la cobertura contractual en la cual una parte se compromete a indemnizar o reembolsar a la otra en caso de pérdida. Los swaps en caso de insolvencia crediticia o impago suscritos por American International Group son claramente operaciones de seguro, porque son obligaciones contractuales asumidas por A.I.G. de pagar en caso de impago de un valor. No debería sorprender que una aseguradora del tamaño de AIG haya sido el mayor emisor de credit default swaps, o sea, de swap de riesgo de insolvencia o permutas de cobertura por incumplimiento crediticio. Lo sorprendente es la reivindicación de que el seguro no ha contribuido a los recientes fallidos en los mercados”*.

A ello debemos añadir ciertas matizaciones y opiniones aisladas sobre la posible repercusión de la actividad de empresas pertenecientes a un mismo grupo como posible fuente del riesgo sistémico. En su Informe de 2000 sobre este riesgo, el *Banco Central Europeo* opina sin mencionar expresamente a las aseguradoras que *“Sin embargo, si los bancos y otros intermediarios pertenecen a la misma entidad financiera, como frecuentemente es el caso, los problemas de los intermediarios no bancarios puede convertirse en una fuente de fragilidad para el banco”*. Tal es el caso, según nuestro parecer, del denominado fenómeno *churning*, a la orden del día en muchos países comunitarios, por medio del cual las entidades de crédito, especialmente la banca con filiales aseguradoras o con convenios de distribución suscritos con ellas, inducen a que los asegurados rescaten sus pólizas de vida con el fin de sustituirlas por algún producto de su pasivo y así aumentar su grado de liquidez, pese a que tales operaciones constituyen un claro detrimento económico de los clientes, quienes debe asumir los elevados costos y penalizaciones inherentes al rescate.

*“Las aseguradoras no son bancos”*  
Stefan Lippe,  
World Economic Forum  
2010

Con mayor claridad y con una opinión divergente sobre la posibilidad de que las aseguradoras sean fuente de riesgos sistémicos, se ha expresado el primer catedrático europeo de *Supervisión de los Seguros*, Helmut Gründl (2010) de la Goethe-Universität Frankfurt. Durante la entrevista concedida a Philipp Krohn, redactor del *Frankfurter Allgemeine Zeitung* y ante la pregunta sobre el riesgo sistémico y las aseguradoras respondía:

*“Aseguradores asumen otros riesgos que los bancos. Todavía no se ha aclarado definitivamente, hasta qué punto se originan desde ellos riesgos sistémicos y qué relación guardan con el futuro Modelo Europeo de Supervisión Solvencia II. En el futuro todas las aseguradoras serán controladas mediante modelos semejantes. Con ello una actuación en la misma dirección puede originar una crisis que sería el componente de un riesgo sistémico. Nuestra función es investigar estas causalidades”*.

Y ante la pregunta relacionada con su intención de crear en el seno de la Universidad un *Rat für Systemrisiken - Consejo de Riesgos Sistémicos*, en cuyo seno se encontraba apenas una aseguradora contestó: *„Los aseguradores no se deben sorprender de estar poco representados en este gremio si siempre insisten que de ellos no puede emanar un riesgo sistémico. Algo parecido a una estampida bancaria con colas en las ventanillas del banco en realidad no lo veremos. Pero son imaginables olas de rescates en el seguro de vida. Por lo tanto encuentro algo apresurado aseverar que el sector asegurado no encierra riesgo sistémico alguno”*. Finalmente, ante otra pregunta relacionada con los

problemas financieros que en su momento experimentaron la *Swiss Re*, *AIG* y *Fortis*, entre otras, comentaba que para él existe riesgo sistémico cuando *“todo el sector sufre una pérdida de confianza y, por ejemplo, la previsión para la vejez se ve afectada”*, aunque según su opinión *“la insolvencia o dificultades financieras de una reaseguradora podrían poner en aprietos o desequilibrar a muchas cedentes, con lo cual podrían disminuirse sensiblemente las prestaciones de los seguros de vida y renta vitalicia”*.

Recurriendo al artículo de Sebastián Castro, Francisco (2010), nos parece que en ciertas operaciones colaterales de la actividad aseguradora, como es el caso, las de contraer préstamos, emitir empréstitos o recurrir a la titularización con el fin de apalancar sus margen operativo o financiar su expansión, si pueden constituir eventualmente un riesgo sistémico, situación que por el escaso volumen que ellas representan ha sido prácticamente marginado en las discusiones. Pero como en el caso del rescate de AIG, ha sido utilizado por ella misma este instrumento como fuente de financiación para restituir parte de la deuda contraída con la Administración estadounidense en su operación de salvamento.

Las operaciones de titulización del beneficio implícito en una cartera tienen características relativamente similares a las titulizaciones típicas de otras áreas del sector financiero, señala dicho autor, salvo por el activo a titular. Esencialmente, se trata de operaciones de financiación que se pueden llegar a configurar con un cierto componente de transferencia de riesgos. Siendo esto así, es posible lograr un tratamiento regulatorio favorable que hace que la operación sea doblemente oportuna, resultando así más atractiva. Algunas operaciones de titulización realizadas en el sector, incluyendo aquellas de beneficio implícito, se muestran en el cuadro 03.

Puesto que se trata de operaciones de financiación, continua explicando el autor, ellas se pueden emplear con fines muy diversos, desde la captación de liquidez por necesidades operativas hasta la obtención de recursos para la expansión, pasando incluso por operaciones en las que el activo titulado es adquirido utilizando los propios fondos procedentes de la titulización. Las titulizaciones de beneficio implícito son, por tanto, titulizaciones de activos, pero de uno muy particular, como es el beneficio que aflorará de una cartera de pólizas de vida/ahorro en el futuro.

Los dos problemas fundamentales en la titulización de este activo derivan tanto de la definición como de la cuantificación del beneficio. Además, el problema se complica porque normalmente no sólo se requiere determinar el beneficio emergente en cada periodo, sino también el beneficio futuro implícito en la cartera. En las transacciones llevadas a cabo desde los orígenes a finales de los noventa hasta la actualidad, se observa una gran heterogeneidad en cuanto a las tasas de avance que el originador logra sobre el activo titulado. Estas tasas oscilan entre el 45% y el 90% aproximadamente, en función de las características de la estructura. Algunos factores relevantes son, por ejemplo, la existencia de mecanismos de mejora crediticia como la subordinación, las garantías de terceros o la retención de una parte del riesgo por el originador.

Como señalaba hace algunos años el estudio elaborado por el *Centro de Economía Aplicada y Políticas Públicas* (2005) al referirse a las varias funciones que distinguen a las aseguradoras de los bancos se consideraba que las primeras están sujetas a ciertos riesgos financieros atípicos *“provocados por el lapso de tiempo entre el pago de la prima y la ocurrencia de la pérdida”*, lo cual no es el caso de las instituciones bancarias. Pero, por otro lado, a diferencia de la banca *“Las compañías de seguros, al agrupar los riesgos, proporcionan una forma de disminuir el impacto de los mismos a través del tiempo”*, reflexión a la cual

CUADRO 03 PRINCIPALES OPERACIONES DE TITULARIZACIÓN

AÑO	VEHICULO / ORIGINADOR	TIPO DE OPERACIÓN	AÑO	VEHICULO / ORIGINADOR	TIPO DE OPERACIÓN
2001	AMERICAN SKANDIA	VARIOS	2005	QUEENSGATE	EMBEDDED VALUE
2001	PRUDENTIAL	EMBEDDED VALUE	2006	SHENANDOAH	XXX
2002	CBS INS REV	VARIOS	2006	TIMBERLAKE FINANCIAL	XXX
2002	AMP	VARIOS	2006	BALLANTYNE RE	XXX
2002	MONY	EMBEDDED VALUE	2006	INC TERM SECURITIES	XXX
2003	INC MONEY MARKETS	XXX	2006	ICN MONEY MARKETS	XXX
2003	PATRONS	VARIOS	2006	TAILWIND HOLDINGS	VARIOS
2003	VITA - SWISS RE	MORTALIDAD	2006	VITA CAPITAL III - SWISS RE	MORTALIDAD
2003	POTOMAC TRUST	EMBEDDED VALUE	2006	OSIRIS CAPITAL - AXA	MORTALIDAD
2003	PATRONS	MORTALIDAD	2006	TARTAN CAPITAL	MORTALIDAD
2003	GRACECHURCH	EMBEDDED VALUE	2006	RIVERMONT	AXXX
2004	INC MONEY MARKETS	XXX	2007	INC TERM SECURITIES	XXX
2004	POTOMAC TRUST	XXX	2007	LIICA HOLDINGS	XXX
2004	PATRONS	VARIOS	2007	RIVER LAKE INS CO	XXX
2004	BOX HILL	EMBEDDED VALUE	2007	NORTHWIND HOLDINGS	VARIOS
2004	NORWICH UNION	EMBEDDED VALUE	2007	VITA CAPITAL III - SWISS RE	MORTALIDAD
2004	FLAC	EMBEDDED VALUE	2007	AVONDALE - BANK OF IRELAND	EMBEDDED VALUE
2005	ORKNEY HOLDINGS	XXX	2007	PORTOFINOS - AEGON	EMBEDDED VALUE
2005	INC TERM SECURITIES	XXX	2007	METLIFE	EMBEDDED VALUE
2005	ORKNEY CAPITAL	XXX	2007	DOUBLE OAK CAPITAL	AXXX
2005	STINGRAY TRUST	XXX	2008	SBLI	XXX
2005	POTOMAC TRUST	XXX	2008	NATHAN	MORTALIDAD
2005	VITA II - SWISS RE	MORTALIDAD	2008	ZEST - AEGON	EMBEDDED VALUE
2005	ALPS CAPITAL II	EMBEDDED VALUE	2008	PINE FALLS	AXXX

Fuente: Sebastián Castro, Francisco (2010)

añadiríamos que la banca no cuenta para la distribución y atomización de los sus riesgos con el instrumento del reaseguro. Menciona también dicho estudio *“como evidencia, se puede comparar cómo afectó la crisis de 1995 a los bancos y a las compañías de seguros en México. El costo del rescate bancario fue muy elevado, mientras que las compañías de seguros casi no se vieron afectadas”*.

Amplio, minucioso y muy detallado es el estudio realizado en 2010 por la *Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen, Comisión de Expertos para la Limitación de los riesgos económicos de las Grandes Empresas*, constituida en Suiza, *Staatssekretariat für Internationale Finanzfragen SIF (2010)* y cuyo *Informe Final* se ocupa también en analizar las diferencias sustanciales existentes entre las aseguradoras y la banca. De dicho informe entresacamos algunas consideraciones importantes en traducción no literal. En el apartado dedicado al seguro, el Informe menciona que con base a los criterios *too big to fail* expuestos en el mismo documento, no existía en el momento ninguna necesidad de rescate para las aseguradoras establecidas en Suiza y supervisadas por la FINMA, comentando que *“a diferencia de los bancos, las agencias de rating no parten, en su calificación de la solvencia de las grandes aseguradoras, de una garantía estatal implíci-*

ta, lo cual mejoraría su rating”. Ello no excluye en definitiva que „los riesgos sistémicos no se puedan manifestar en el sector de seguros, especialmente a través de actividades ajenas al seguro y similares a las bancarias – las llamadas actividades en el mercado de capitales-“. Otras de las conclusiones a que llega el estudio son las siguientes:

- El *tamaño y cuota de mercado* de las aseguradoras, a diferencia de la banca, no conducen a una situación de *Too big to fail*.
- El *factor tiempo o de plazos* juega un papel primordial en la materialización de los riesgos sistémicos, así como en la capacidad de resistencia del sector asegurador, porque éste, a diferencia del bancario, dispone de mayores posibilidades para superar las crisis, en vista de que sus compromisos son a largo plazo.
- El *entrelazamiento* del sector seguros se manifiesta con relación al sector financiero y la economía real y dentro del mismo sector a través de la figura del reaseguro, pero a diferencia del mercado interbancario, la redistribución o transferencia de riesgos es de índole jerárquica al ser transferidos estos de la cedente al reasegurador y de este último a otros reasegurados o al mercado de capitales.
- Con relación al *grado de sustitución*, las posibilidades de sustitución de las funciones aseguradoras y de dichas instituciones son múltiples comparadas con la banca, porque a raíz del alto grado de competencia ésta se encuentra garantizada por lo general. Como reflexión propia añadiríamos que aquí juegan un papel primordial los diferentes sistemas de distribución. Bien es archiconocido que en el sector bancario es el cliente quien se dirige a la institución en búsqueda de sus productos y servicios – actitud reactiva de la banca - mientras que en el sector asegurador a través de sus agentes y brókeres son ellas las que buscan al cliente – actitud proactiva. Ello conlleva mayores costos, pero mayores posibilidades de sustitución.
- El *Entrelazamiento* del sector asegurador con el resto del sector financiero a través de sus inversiones de capital con un volumen considerable, es obvio que suponga peligros de contagio, situación análoga a las provenientes de las operaciones ajenas al seguro y similares a las bancarias realizadas por algunas aseguradoras.

Igualmente bajo la perspectiva Suiza, como es bien sabido un importante país asegurador y reasegurador, Radice, Marc Philippe (2010) presenta en sus reflexiones matizaciones a las opiniones vertidas sobre el riesgo sistémico en el sector de seguros por parte de la *Expertenkommission*, trayéndonos a la memoria el hecho de que ya a raíz del ataque en 2001 a las torres gemelas neoyorquinas se realizaron análisis internacionales sobre la relevancia sistémica del sector de seguros, aunque en ellos predominaban las reflexiones sobre el riesgo de cúmulo. Refiriéndose a su país anota que hasta la fecha Suiza, desde el establecimiento de la Supervisión estatal en 1874, no se ha visto obligada a rescatar o salvar a aseguradora alguna, tampoco durante la crisis financiera 2007/09.

Opina, sin embargo, que respecto al futuro no hay que olvidar que tanto el entorno económico como el radio de actividades de las empresas de seguros estarán sometidos a cambios permanentes, de tal modo que también se podrán modificar rápidamente los diferentes riesgos, el tamaño de las aseguradoras y su grado de encadenamiento con la economía. En forma similar no es descartable que el grado de *sustitubilidad o intercanbiabilidad* en el sector de seguros, tanto en lo relacionado con las aseguradoras en sí, como respecto a sus productos, se empeore en el caso de que aumente el grado de concentración o el capital del sector se haya agotado.

El ya citado informe de la CEA (2010) , *European Insurance and Reinsurance Federation*, se ocupa ampliamente en resaltar también las diferencias fundamentales entre las operaciones de seguros y las bancarias en lo que al riesgo sistémico atañe, haciendo hincapié en el hecho de que *“El núcleo de la actividad de los aseguradores estriba en mancomunar y transformar los riesgos, mientras que el de los bancos radica en captar depósitos y conceder préstamos, al mismo tiempo que proveer una variedad de servicios a base de comisiones”*, prosiguiendo con la constatación de que el modelo de negocios del seguro *“es la diversificación de los riesgos de la cartera de seguros a lo largo del tiempo. Ello determina el largo plazo en el perfil de riesgo de la aseguradora, en contraste con el perfil más a corto plazo de los bancos”*.

Añade a sus consideraciones el hecho de que las aseguradoras están expuestas al riesgo de suscripción o selección y al de mercado y a uno relativamente muy benigno de liquidez y de crédito o impago, mientras que los bancos están más expuestos a los riesgos de liquidez, de mercado y de impago, pero no así al de suscripción. A ello se debe, indudablemente, que tanto la denominada *Financial Stability Board (FSB)* como la *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*, hayan llegado a la conclusión inequívoca de que *“el núcleo del modelo de negocio del seguro no genera riesgo sistémico que sea directamente propagado a la economía”*. Similar conclusión a la proveniente de la *Swiss Re* (2003), la cual refiriéndose a las coberturas necesarias de reaseguro, o sea, del llamado negocio indirecto de seguros, afirmaba rotundamente *“No existen las condiciones para el riesgo sistémico.....en términos de falta de cobertura, insolvencia o relaciones con la banca o el mercado de capitales”*.

Obviamente, en plena y persistente crisis económica y financiera no se acallan por completo voces, como las anotadas en otros apartados de este trabajo, que consideran que las aseguradoras si pueden constituir un foco de cierta relevancia en el sobrevenir de los riesgos sistémicos, de tal modo que el sector sigue con algún grado de preocupación que los posibles augurios o dudas puedan repercutir negativamente en controles más estrictos y onerosos, o sea, a ser tratados en forma similar, por una falsa analogía, con las entidades bancarias y de crédito.

Después de llamar la atención de que se trata de la peor crisis financiera acaecida desde la Gran Depresión, siendo al mismo tiempo muy compleja y con una larga lista de factores desencadenantes, en su presentación durante el *Baye-rischer Finanzgipfel 2010*, Liedtke, Patrick M (2010), resume en los siguientes puntos otros matices diferenciadores, en los cuales hemos utilizado nuestra propia redacción:

- Se extendió rápidamente, pero afectó en forma diferente a los bancos, aseguradoras y reaseguradoras.
- Se originó en el sector bancario de los EE.UU. y los bancos se vieron afectados antes de que lo fuesen las aseguradoras y reaseguradoras.
- En contraposición con el mundo bancario, la capacidad de suscripción de nuevos riesgos en relación con su sólida base de capital se vio afectado en una escala muy limitada por la crisis, mientras que los reaseguradores continuaron proveyendo su capacidad de asunción de riesgos.
- Mientras que los márgenes crediticios del sistema bancario se incrementaron durante la crisis, las primas de seguros se mantuvieron estables.
- Tanto los aseguradores como los reaseguradores han actuado como elementos estabilizadores durante la crisis, debido a su flujo de fondos positivo y a su posibilidad y voluntad de continuar operando e invirtiendo.

GRÁFICO 19

## LOS ANTECEDENTES

### ANÁLISIS DEL RIESGO SISTÉMICO EN EL SEGURO

Fuente: Liedtke, Patrick M (2010)



The Geneva Association (2009) en sus respuestas sobre *The Credit Crisis and the Insurance Industry: 10 Frequently Asked Questions*, *La Crisis Crediticia y el Seguro: 10 Preguntas Frecuentes*, recalca, como argumento contundente, que no hay indicaciones de que las aseguradoras hayan contribuido al riesgo sistémico como ha sido el caso de los bancos, haciendo hincapié en que “los aseguradores no han concedido ni re-empacado hipotecas subprime. No hemos sido grandes inversores en instrumentos financieros respaldados por hipotecas”, a lo cual nos gustaría añadir como ya hemos anotado que las aseguradoras no han utilizado - a excepción de AIG y alguna más activa en operaciones no aseguradoras - instrumentos de apalancamiento financiero. En forma muy ilustrativa y didáctica, Liedtke, Patrick M. (2010) presenta en el gráfico 19, en forma de embudo, los criterios de la *Financial Stability Board* sobre el riesgo sistémico y las actividades de riesgo, en función de los mecanismos de transmisión, del tamaño, impacto, velocidad de transmisión, que deben cumplirse a la vez para que una institución sea declarada como sistémicamente relevante.

Pero además de las diferencias existentes entre el modelo de negocios asegurador y el bancario, también es oportuno mencionar aquéllas que distinguen a los dos grandes ramos de seguros, a saber, los seguros generales, denominados en muchos países de daños, patrimoniales, comerciales o no vida, por una parte, y los seguros de vida, por la otra.

## 4.1 PECULIARIDADES DE LOS SEGUROS GENERALES O NO VIDA

Los seguros generales o de no vida suelen caracterizarse por formalizarse mediante contratos de corta duración, generalmente con un año de vigencia, ex-

cepción hecha de unos pocos decenales, de tal modo que es requerimiento esencial y usual su renovación periódica, aunque en ocasiones se pacte una renovación tácita de la póliza de seguro. Ello los asemeja a un bien de consumo, porque la aseguradora no adquiere el compromiso irrestricto de proceder a su renovación una vez transcurrido el periodo de cobertura. Sin embargo, como ya quedó claramente expuesto en párrafos anteriores, pese a su relativamente corta duración o vigencia, la prima de los seguros generales es sufragada también a la suscripción de la póliza o durante el periodo de gracia para su pago concedido por la aseguradora, de tal modo que siempre precede, en caso de presentarse un siniestro, al pago de la respectiva indemnización. Pero su corta duración no es óbice para que también en los seguros generales se produzca un flujo continuo de ingresos para la aseguradora, generalmente superiores a los pagos por ella efectuados para atender los siniestros o indemnizaciones.

Esta circunstancia representa un importante factor estabilizador en los ciclos económicos al producirse un flujo permanente de liquidez hacia el resto de la economía, porque no hay que olvidar que los llamados coeficiente de siniestralidad y *combined ratio*, dependiendo del ramo de seguros, suelen representar casi siempre más del 90-95% de la primas recaudadas, lo cual libera en buena parte a las aseguradoras de seguros generales de tener que realizar o vender sus inversiones para atender sus compromisos adquiridos y constituye, simultáneamente, un importante elemento de estabilidad para los mercados de capitales.

Bajo esta perspectiva, las aseguradoras de seguros generales no detraen permanentemente sumas importantes de la circulación monetaria, sino su función consiste sencillamente en compensar a los afectados por el riesgo mediante las primas sufragadas por los no afectados, repitiéndose anualmente el mismo fenómeno. Se trata de una especie de redistribución, por decirlo así, vía siniestros pagados, de las primas percibidas anualmente de los asegurados a favor de los afectados por la ocurrencia del riesgo asegurado. Este principio redistributivo es único y *sui generis* de la actividad aseguradora y, según nuestra opinión, se trata de una especie de donación en vida concedida por los asegurados o tomadores del seguro a favor de los siniestrados, consideración que justifica plenamente aplicar el tratamiento fiscal de las donaciones, especialmente en el caso de los seguros de vida, a las primas satisfechas. Naturalmente no se trata de un sentimiento altruista de los asegurados o tomadores, porque ellos no son conscientes de ello y actúan por egoísmo, pero a través del seguro se realiza en este caso lo que podríamos denominar la *socialización del egoísmo*.

## 4.2 PECULIARIDADES DE LOS SEGUROS DE VIDA

Como recalca Pieschacón, Camilo (2007) *“Bajo el punto de vista técnico, actuarial, financiero y económico existe una diferencia sustancial entre los seguros de vida y no vida. A diferencia de los seguros generales, cuyas bases actuariales descansan en la asunción de probabilidades constantes – la prima del seguro es igual durante toda la duración de la póliza – en los seguros de vida la probabilidad es creciente, generalmente en función de la edad, derivándose así la importante función de acumulación de capital, vía reservas técnicas o matemáticas”*. Es precisamente esta función canalizadora del ahorro por parte de las aseguradoras de vida, y más que todo la proveniente de la emisión de seguros de ahorro-pensión, la que le otorga gran estabilidad financiera al seguro y su ya comentada independencia de fuentes financieras ajenas al núcleo de su negocio.

Esta peculiaridad en las bases actuariales y probabilísticas engendra, igualmente, una diferenciación importante cuando del riesgo sistémico se trata, al constituir los seguros de vida - prescindiendo de los llamados seguros temporales

de corta duración – entre 5 y 10 años – un instrumento de ahorro y no de consumo como hemos calificado a los seguros generales. En efecto, los seguros de vida suelen ser de larga duración, algunos de ellos de carácter vitalicio, hecho que les confiere gran estabilidad a la cartera de seguros y, simultáneamente, a la de inversiones. Lo mismo que acontece con los seguros generales, esta situación general de inversores netos estabiliza los mercados financieros y bursátiles, evitando en gran medida ventas masivas.

### 4.3 EL RIESGO SISTÉMICO Y EL SEGURO INDIRECTO

El tema concreto del riesgo sistémico y el reaseguro fue analizado hace algunos años por *Swiss Re* (2003), formulando la pregunta de si dicha institución encierra un mayor riesgo para sus clientes, el sistema financiero y la economía. Luego de haber examinado las dos principales fuentes mediante las cuales el reaseguro pudiese originar un riesgo sistémico, ya sea por “falta de oferta, insolvencia o vínculos con bancos o con el mercado de capitales” el estudio llega a la conclusión de no se “ha hallado ninguna evidencia de riesgo sistémico en el reaseguro”, ni aún si se toman en cuenta las pocas quiebras o insolvencias producidas en este sector, las cuales no ponen en tela de juicio las importantes funciones del reaseguro, resumidas así:

- Estabilización de las entidades de seguro
- Ofrecimiento de varias coberturas
- Reducción de los costes de capital del asegurador
- Aumento de la capacidad de suscripción de los mismos

Trainar, Philippe (2010?) en su contribución *¿Son las Operaciones de Seguros y Reaseguros Fuente de Riesgo Sistémico?* se ocupa de analizar también el seguro indirecto con relación al riesgo sistémico, aclarando en primer lugar que “Hablando con rigor, el riesgo sistémico se refiere a la falla sistémica, es decir la falla común que afecta a todo el sistema, ya sea al sistema financiero o al mercado o a todo el sistema económico, incluso el gobierno”, de tal manera que considera al riesgo sistémico como una doble falla del mercado, a saber, en primer lugar su incapacidad para aclarar con eficiencia y detener el contagio y, en segundo término, la incapacidad del mercado para abordar los grandes riesgos acumulados. Añade que los factores como tamaño, interconexión, sustituibilidad, apalancamiento, liquidez, grandes descalces y complejidad juegan un rol importante, pero no son condiciones suficientes para definir un riesgo sistémico, porque necesitan una condición adicional cual es la amenaza de colapso de todo el sistema.

Las operaciones de seguro y reaseguro no han sido causa del riesgo sistémico por los siguientes argumentos desgranados por el propio autor:

- Sucesos extremos cubiertos por el seguro y reaseguro, tales como pandemias o ataques terroristas, pueden ser sistémicos, pero su dimensión sistémica se debe a la naturaleza del suceso y no a la naturaleza de la operación, es decir, al seguro/reaseguro, ni al eventual colapso de una aseguradora o reaseguradora.
- Comparadas con las operaciones bancarias, las de seguro/reaseguro sólo sufren una débil exposición al riesgo de liquidez, situado históricamente en el corazón del riesgo sistémico; debido a su ciclo de producción invertido; la restricción de liquidez en las operaciones de seguro/reaseguro es tenue.
- Las operaciones de seguro/reaseguro no necesitan del endeudamiento, presente en el riesgo sistémico y en las operaciones bancarias. Algunas

compañías aseguradoras o reaseguradoras pueden registrar un excesivo financiamiento con deuda, pero ello no es consecuencia de sus operaciones de seguros, sino más bien de sus transacciones cuasi-bancarias.

- Las operaciones de seguro/reaseguro están registradas en los balances de las aseguradoras; los riesgos titulizados de seguro/reaseguro permanecen en el balance de su iniciador y las transferencias de cartera deben ser aprobadas por la autoridad de supervisión.
- Las operaciones de seguro/reaseguro presentan una limitada exposición al riesgo de contagio; el reaseguro puede interconectar a muchos actores de la industria reaseguradora, pero representa apenas el 13% de las primas de seguro y no es un negocio de corto plazo, a diferencia de la actividad crediticia interbancaria.
- El concepto de quiebra “*bankruptcy*”, que juega un rol clave en la propagación de los shocks sistémicos, no se aplica al seguro o reaseguro, pues en esta actividad se recurre a la liquidación final o *run off* de los contratos, cuya vigencia no se interrumpe, porque se liquidan durante muchos años conforme a su duración.
- El seguro de vida, que cubre compromisos a largo plazo con activos acordados, está menos expuesto que la banca a estos potenciales perjuicios.
- El seguro de no-vida, que opera esencialmente sobre riesgos reales está menos expuesto a ellos que el seguro de vida.

## 5. POSIBILIDADES DE ASEGURAMIENTO DEL RIESGO SISTÉMICO

La segunda parte del presente capítulo la hemos destinado a determinar brevemente si el riesgo sistémico constituye o no un riesgo asegurable, para lo cual veremos en primer lugar los requisitos técnico-actuariales que debe revestir un riesgo para que sea asegurable. Naturalmente, el sistema de aseguramiento, por lógico y eficiente que sea, no representa la única forma de transferir a un tercero el riesgo.

### 5.1 REQUISITOS TÉCNICO-ACTUARIALES PARA EL ASEGURAMIENTO DE RIESGOS

El riesgo debe reunir por lo general las siguientes características propias para ser asegurable, a saber, ser incierto y aleatorio, ser posible y concreto, ser lícito, fortuito y de contenido económico, o sea, existir un *interés asegurable*, según la terminología del sector. Bajo este concepto se entiende cuando la relación lícita de valor económico sobre un bien se halla amenazada por un riesgo, de tal modo que se pueden asegurar tanto los bienes materiales o tangibles, como igualmente los inmateriales o intangibles, diferenciando el sector en muchos países entre los ramos de daños o patrimoniales y el seguro de vida.

Para que un bien sea susceptible de ser asegurado, deben cumplirse, según la literatura del seguro, los siguientes requisitos:

- Ser un bien material o inmaterial, corporal o incorporeal.
- El bien debe existir en el momento de la celebración del contrato de seguro, o por lo menos cuando este inicie su vigencia.

- El riesgo debe ser monetariamente tasable, medible, requisito indispensable para fijar su precio, o sea, la prima de seguro.
- El aseguramiento debe ser lícito, lo cual significa que se excluyen casos delictivos.
- El bien asegurado tiene que estar expuesto a la ocurrencia del riesgo, a la posibilidad de su pérdida, sea material o inmaterial.

A *contrario sensu*, no son, por lo tanto, asegurables:

- Los riesgos especulativos, porque no reúnen otro de los principios básicos de que el seguro, más concretamente su indemnización, constituya una ganancia o beneficio para el tomador del seguro, respectivamente el asegurado.
- Los objetos o acciones provenientes del comercio o actos ilícitos.
- Los bienes en los cuales no exista interés asegurable.
- Los riesgos ciertos, no fortuitos, porque si van a ocurrir necesariamente es obvio que nadie estaría dispuesto a asumirlos. Un caso especial es el seguro de vida en caso de muerte, porque en algún momento de la vida debe ocurrir, pero el cuándo es incierto.

Los riesgos asegurables son de múltiple naturaleza, pero lo esencial es que obedezcan a una regularidad o frecuencia que sea estadísticamente tangible y tasable. Por tal razón aquellos riesgos basados en el comportamiento humano, como puede ser el éxito económico de una empresa, los inherentes a los mercados, etc. no son por su naturaleza asegurables.

Para Knight, Frank H. (1921), la diferencia fundamental entre inseguridad o incertidumbre y riesgo estriba precisamente en el hecho de que mientras el segundo es asegurable, la primera no lo es. Según su formulación *“El problema de la incertidumbre pertenece inevitablemente al problema general de la gestión y control del riesgo. Las incertidumbres fundamentales de la vida económica son los errores en la predicción del futuro y en los ajustes llevados a cabo para prevenirlo. En la medida en que la ignorancia sobre el futuro se debe a las incertidumbres de la misma naturaleza, solamente podremos apelar a la ley de los grandes números para distribuir las pérdidas, haciéndolas más calculables y tasables”*.

*“Un riesgo es asegurable, pero la inseguridad no”*

*Knight, Frank H, (1921)  
University of Chicago*

Aunque los intentos de la humanidad para tratar de hacer asegurables los principales riesgos se remontan casi a sus orígenes, tuvieron que transcurrir varios siglos para que se lograra pasar del azar a la previsión, o sea, para que los intentos de aseguramiento se despojara del elemento especulativo. De la época romana proviene también uno de los primeros intentos para cuantificar la vida probable de una persona en función de su edad con el fin de garantizar su subsistencia. Se trata de la famosa *Lex Falcida* en tiempos de Ulpiano.

Pero aún tuvieron que transcurrir algunos siglos hasta que hicieron su irrupción los primeros elementos constitutivos del seguro propiamente dicho, habiéndose desarrollado previamente operaciones precursoras del seguro. Para que tales operaciones se convirtieran en verdaderas operaciones de seguro y se despojara de los elementos especulativos, o sea, según la expresión alemana, dejara de ser *seguro de apuesta - Wett-Assekuranz* - fue necesario el desarrollo y aplicación del cálculo de probabilidades, así como la elaboración, mediante la observación, de tablas de mortalidad en el seguro de vida o de frecuencias en los seguros generales. Nombres de famosos e ilustres matemáticos y astrónomos, como es el caso, verbigracia, de Moivre, Gompertz, Gauss, etc. están íntimamente ligados con el desarrollo de la matemática actuarial y la valoración de los compromisos de cajas de pensiones de viudedad y aseguradoras de vida.

No obstante, para la superación de la anteriormente anotada carencia de sólidas bases técnico-actuariales, especialmente en los seguros de vida, todavía era necesario el desarrollo posterior de la matemática financiera, porque antes del siglo XV no se había generalizado en Europa la numeración arábiga ni el cálculo del interés compuesto, así como tampoco el cálculo de probabilidades iniciado a mediados del siglo XVIII por Fermat, Pascal, Huyghens y Bernoulli. Igualmente, se hacía imprescindible el estudio de las partidas de nacimiento y de defunción en las parroquias, entre cuyos investigadores sobresalen Graunt, Petty, Leibnitz y especialmente Kaspar Neumann, pastor de la Iglesia de Santa Isabel en Breslau, quien suministró sus observaciones de nacimientos y defunciones al Primer Ministro holandés Johan de Wit, habiendo aplicado éste en 1671 el cálculo de probabilidades para determinar exactamente el valor de una renta vitalicia. Con la elaboración en 1693 de la primera tabla de mortalidad por parte del astrónomo Halley se consolidó un importante elemento para cuantificar los riesgos biométricos.

En el año de 1762, los actuarios dieron un paso decisivo para fundamentar el verdadero seguro de vida científico al introducir el sistema de primas niveladas – capitalización – y cubrir el riesgo creciente de muerte a un coste constante para el asegurado o tomador de la póliza. La primera compañía de seguros de vida inglesa se fundó en 1698 para operar en seguros de renta vitalicia, debiendo transcurrir casi 70 años hasta que se fundó otra compañía para explotar el seguro de vida en caso de muerte. Esta evolución indujo a que ya en 1921, Knight afirmaba que el ramo de seguros más desarrollado por estar basada la determinación de las primas y de las reservas matemáticas en un cálculo muy sofisticado de probabilidades era el seguro de vida. Pero, por definición, el seguro no representa una panacea que haga innecesaria la adopción de las otras medidas encaminadas a combatir el riesgo.

## 5.2 INASEGURABILIDAD DEL RIESGO SISTÉMICO

Transcurría el año 2003, mucho antes del estallido de la crisis y el reiterativo tema del riesgo sistémico, cuando la OECD (2011) dedicó su quinto volumen de la serie titulada *Policy Issues in Insurance*, al análisis profundo del “*impacto de los cada vez más extendidos riesgos sistémicos en las empresas, las compañías de seguros y los gobiernos*”, aunque los autores de tal publicación no pudiendo prever la futura evolución se referían más que todo a aquellos riesgos provenientes de las catástrofes naturales, a la polución ambiental, a los riesgos relacionados con la tecnología, la salud y el terrorismo. Sin embargo, su estudio reviste gran utilidad para este apartado, en especial su Capítulo 3 que versa sobre la asegurabilidad de los Riesgos Sistémicos, pese a que el enfoque se centra más en los riesgos de Responsabilidad Civil contractual y extracontractual, aunque incluye otras formas de garantías o sistemas de compensación de riesgos como son el auto seguro, las garantías o avales bancarios y la participación en fondos comunes, recalcando, no obstante, que los principios de asegurabilidad son relevantes también para estos mecanismos de compensación.

Antes de analizar las condiciones teóricas que deben cumplirse para garantizar la asegurabilidad de tales riesgos, aún teniendo en mente los riesgos de responsabilidad civil, los autores ofrecen algunas disquisiciones sobre un aspecto íntimamente relacionado con el proceso de aseguramiento, cual es la llamada aversión al riesgo de los sujetos económicos, la cual, como vimos en el *Capítulo I* se ha acrecentado en forma intensa simultáneamente con el proceso de desarrollo económico y social y señalando que “*los economistas han usado el concepto de aversión al riesgo para explicar que muchas personas son reacias a los riesgos con un probabilidad de ocurrencia muy baja, pero de gran magni-*

*tud cuando acaecen”, añadiendo en sus consideraciones aspectos psicológicos sobre la aversión al riesgo, tales como las observaciones de que “El principio básico del seguro es, por consiguiente, relativamente simple: Debido a que los individuos tienen aversión al riesgo, ellos buscan coberturas de seguro”, estando la institución del seguro en capacidad de agrupar multitud de riesgos de personas reacias al riesgo, o sea, con el mismo perfil de riesgo, aplicando para ello la llamada Teoría de los Grandes Números, lo cual presupone “que el asegurador está en capacidad de calcular el nivel de prima adecuado con base en la probabilidad de ocurrencia del riesgo y su magnitud potencial”.*

Para estos dos autores, la predictibilidad de los riesgos sistémicos constituye una *conditio sine qua non* es posible su aseguramiento, elemento que no solamente se circunscribe a la probabilidad de ocurrencia, sino también a la magnitud del posible siniestro, porque de lo contrario la aseguradora no está en capacidad de calcular la prima neta y bruta actuarialmente suficiente y justa para asumir el riesgo, razón por la cual el aseguramiento de los riesgos sistémicos y sus principios técnicos fundamentales no difieren de aquellos aplicados a otros riesgos. Pero para ello es indispensable la existencia y disponibilidad de estadísticas fiables no siempre fáciles de obtener.

Ante su ausencia no es fácil que la aseguradora logre la compensación de los riesgos mediante la denominada Ley de los Grandes Números, carencia que se ha puesto muy claramente de manifiesto durante la actual crisis en lo que a sus riesgos sistémicos se refiere. La predictibilidad de un riesgo y el sistémico no la tiene, representa un elemento fundamental para que sea asegurable. En resumen, la garantía de aquellos riesgos que no reúnen los requisitos de aseguramiento puede convertirse fácilmente en meras operaciones especulativas, como son muchas de aquéllas que han desatado crisis económicas y financieras como vimos en el capítulo precedente.

En conclusión, dadas sus características y connotaciones el riesgo sistémico no cumple con los requisitos aducidos para ser asegurable por lo menos en su totalidad. ■

*“En una economía, en la cual nada cambia, no existe ninguna transformación estructural. En una economía estacionaria, las expectativas son seguras”*

*Bernhard Gahlen,  
Universität Augsburg*

# CAPÍTULO IV

## CONSECUENCIAS PARA EL SECTOR ASEGURADOR

*“El informe constata que el sector de seguros ha demostrado, en todas partes, su resiliencia a la crisis”*

*OECD (2011)*

Dos aspectos fundamentales serán objeto de este capítulo, a saber, las consecuencias derivadas del riesgo sistémico y la crisis para el sector asegurador como sujeto económico y aquéllas derivadas como objeto de regulación estatal. Este último tema será tratado con mayor detenimiento en el siguiente capítulo. Después de haber transcurrido tres años de iniciada la crisis financiera se sigue hablando de la crisis bancaria, a causa de las pérdidas registradas en las cotizaciones de las acciones bancarias, la cuales desde principios del año perdieron un 34% de su valor, pero las de las aseguradoras solamente un 15%, o sea, menos de la mitad.

Por su parte, los índices sectoriales del Euro-Stoxx indican en promedio una caída del 34% en los títulos bancarios; las acciones de la aseguradoras disminuyeron en casi la mitad, o sea, en un 15%, mientras que el mercado total lo hizo en un 15%, lo que significa simplemente una mayor confianza de los inversores en el sector seguros, motivada por su menor vulnerabilidad y buena capacidad de obtener beneficios adecuados.

## 1. REPERCUSIONES DIRECTAS EN EL SECTOR

Las repercusiones de la crisis en el sector asegurador son de variado carácter y han afectado, como veremos a continuación, tanto a las entidades aseguradoras en sí, como a su oferta en el mercado de seguros y a la demanda de los consumidores. Con razón, ya en 2008 Liedtke, Patrick M. (2008) llamaba la atención sobre el hecho de que *“los efectos de una economía mundial en recesión son muy distintos en su impacto a los que la crisis original de crédito ha tenido en el seguro”*, argumentando que mientras la crisis crediticia global creó importantes problemas para algunos sectores de los servicios financieros, el sector asegurador, salvo contadas excepciones, se mantuvo prácticamente inmune a las tendencias desfavorables de falta de liquidez y pérdidas en las operaciones hipotecarias con tipos de interés *subprime*. Expresado en forma resumida, *“la principal razón de esta notable resistencia de las aseguradoras a las dos primeras amenazas han consistido en la combinación de la resiliencia del modelo de negocio asegurador cuando sobrevienen tensiones de liquidez y la prudencia de los mismos prosiguiendo experiencias pasadas”*.

La OECD (2011) constata en su estudio, en el cual nos basaremos en algunas de las siguientes explicaciones, que después de obtener importantes rendimientos de capital y tasas de crecimiento en su balance, a partir de 2008 las aseguradoras experimentaron importantes retos en sus cuentas, a causa de cierto desplome en las inversiones motivado por el aumento de pérdidas no realizadas provenientes de la contabilización de las inversiones a precios de mercado, hecho que erosionó su cartera de inversiones, de tal modo que muchas entidades se vieron afectadas por la reducción de los márgenes en su rentabilidad.

Es por ello que una serie de parámetros clave determinan el impacto de las turbulencias financieras en el sector asegurador, a saber, el crédito y las tasas de interés, el desempeño de los mercados de valores y la fortaleza de la economía real. Sin embargo, recalca el informe, *“en general los sectores del seguro tradicional de vida y generales han sido en gran medida espectadores de la crisis y han sido afectados por sus efectos en cadena, tales como el desplome de los mercados de acciones, la bajada de las tasas de interés, el desaceleramiento económico, el declive de la calidad crediticia y, en algunos casos su exposición de contraparte en fallidas instituciones financieras”*. Pero pese a tales circunstancias adversas, el informe hace hincapié de que aparte de las garantías financieras concedidas por algunas pocas aseguradoras y sus repercusiones negativas *“el sector de seguros ha ayudado significativamente a proveer una influencia estabilizadora gracias a su horizonte de inversión a largo plazo y política conservadora de inversiones”*.

## 2. EN LAS PROPIAS ENTIDADES ASEGURADORAS

Veamos a continuación otros puntos tratados en el informe de la OECD (2011), así como en los informes periódicos de seguimiento elaborados por parte del *Financial Stability Committee* (FSC) del *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* EIOPS (2007, 2008, 2010, 2010<sup>a</sup>, 2011), informes que reflejan a las claras el comportamiento de las principales variables relevantes para la actividad aseguradora durante este periodo crítico de las economías nacionales. El más reciente de ellos, EIOPS, (2011), con información hasta el 7 de diciembre de 2011, cubre también los principales desarrollos y evoluciones de los mercados financieros, el entorno macroeconómico y como es obvio, las instituciones del seguro, el reaseguro, los fondos de pensiones, ofreciendo en esta forma un amplio panorama actualizado.

## 2.1. EVOLUCIÓN CUANTITATIVA DEL SECTOR DURANTE LA CRISIS

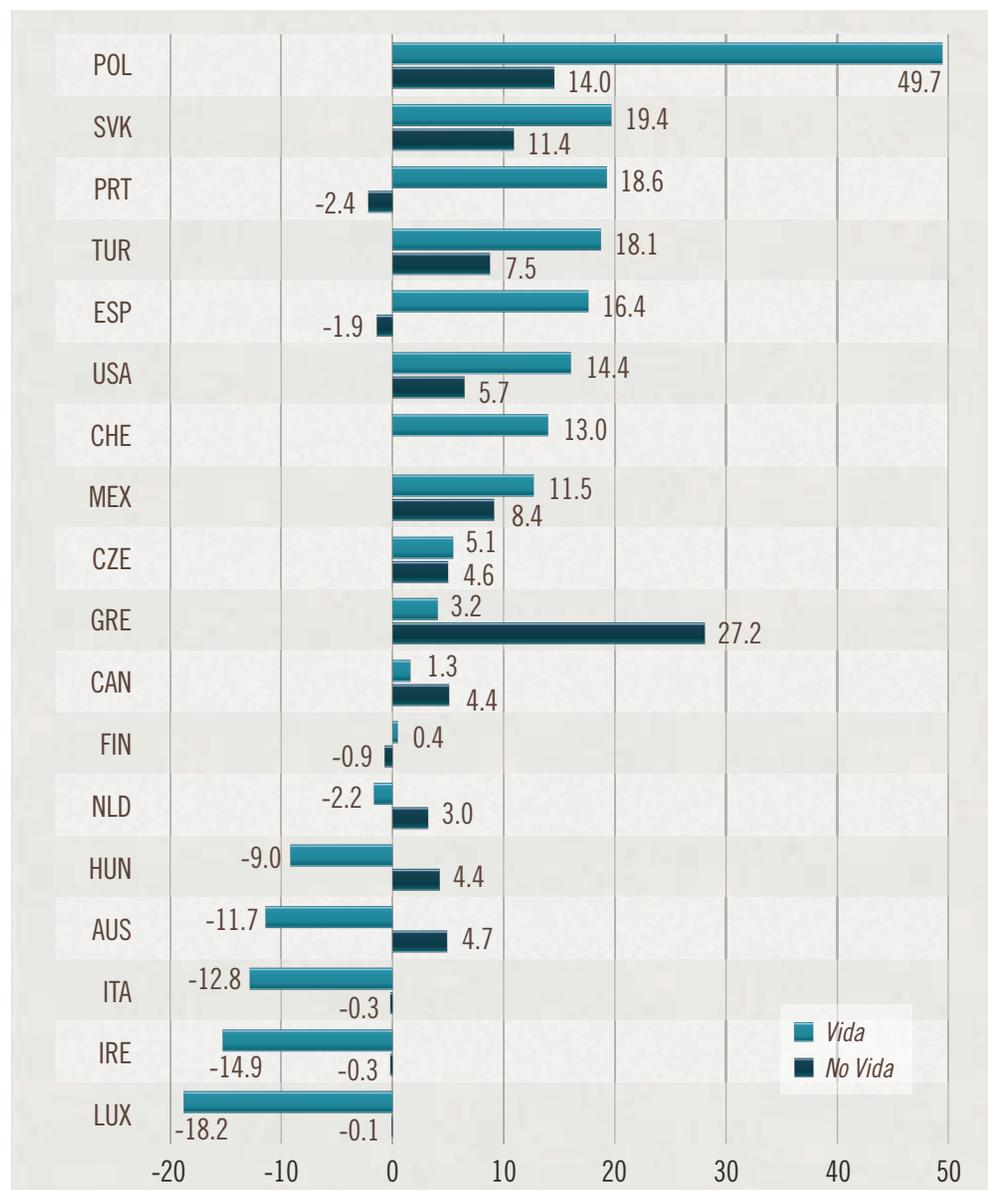
### 2.1.1 EMISIÓN DE PRIMAS DIRECTAS E INDIRECTAS

En 2008, afirmaba CEIOPS (2010), “las turbulencias en los mercados financieros redujeron en forma significativa la demanda por seguros de vida, esperándose que la presión recesiva sobre los ingresos de los hogares continuará disminuyendo la demanda durante 2010 en muchos de los países miembros” En su informe algo más reciente, la OECD (2011) no coincide exactamente con tal apreciación – quizás por no corresponder sus estadísticas a los mismos países - porque afirmaba que “pese a la ralentización económica, muchos de los países de la OECD muestran un robusto crecimiento de las primas en el segmento de seguros de vida y no vida en 2008”, indicando que el total de primas emitidas o suscritas en el seguro de no vida crecieron, en promedio, un 5,1%, durante 2008 en comparación con el año anterior. En el sector de seguros de vida, la emisión de primas con una tasa de crecimiento durante el mismo periodo del 6,2% fue bastante superior, aunque en cinco países Australia y Hungría, Irlanda, Italia y Luxemburgo experimentaron fuertes decrementos del -11,7%, -9,0%, -14,9%, -12,8% y -18,2% respectivamente, según las cifras recogidas en el gráfico 20.

**GRÁFICO 20**  
**CRECIMIENTO PORCENTUAL DE LAS PRIMAS SUSCRITAS DE SEGUROS DE VIDA Y NO VIDA EN PAÍSES SELECCIONADOS DE LA OECD**

2007 - 2008

Fuente: OECD. Insurance Statistics.



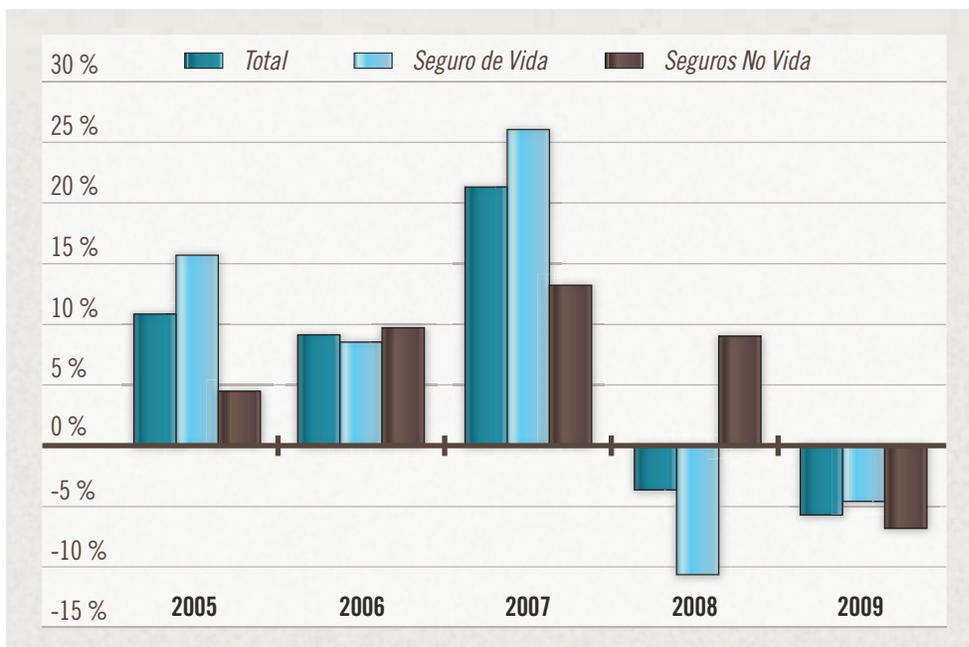


GRÁFICO 21  
**EVOLUCIÓN PRIMAS BRUTAS SUSCRITAS 2005 - 2009**

TASAS DE CRECIMIENTO EN US\$

Fuente: Swiss Re Sigma, tomado de IOIPS (2011)

En el cuadro 04 ofrecemos una de las últimas cifras actualizadas sobre la evolución de la emisión de primas de seguros de vida y no vida en los países miembros de la OECD, durante el periodo comprendido entre el año 2002 y 2009, cuadro en el cual se puede observar cuáles han sido los mercados de seguros más afectados por la crisis; entre ellos, sorprendentemente, Grecia no había registrado merma en este guarismo, pese a su crítica situación económica, contrario a lo sucedido en España, país que ha visto disminuir la emisión de primas en el año 2009. Pero en su conjunto, los países EU-15 sí tuvieron una reducción importante en las primas emitidas, vida y no vida, desde el año 2008, para situarse, en 2009, a los niveles de emisión del año 2003.

Con relación a otros bloques económicos, NAFTA no se vio afectada y, por el contrario, después de una ligera ralentización en 2008, al año siguiente registró un importante crecimiento. Sin embargo, en el marco de los países pertenecientes a la OECD, las estadísticas de primas totales suscritas muestran disminuciones en 2008 y 2009. Otro hecho que llama la atención es el caso de los EE.UU., país que pese a haber sido el epicentro inicial de la crisis financiera y económica sufrió ligeras disminuciones en la suscripción de primas de seguros en los años 2005 y 2006, para remontar posteriormente con fuerza en esta actividad.

Contemplando un espectro geográfico más amplio, IOIPS (2011) presenta en su informe el gráfico 21 de la Swiss Re, cuya evolución durante el periodo 2005-2009 de las primas brutas emitidas, expresadas en US\$, acusa un claro declive porcentual en los dos últimos años, tanto en lo concerniente a los ramos de vida, como a los generales, así como en la cifra total. Resulta significativo que el ramo más afectado, en 2008, fue el de los seguros de vida, mientras que los generales mantuvieron una alta tasa relativa de crecimiento cercana al 10%. Sin embargo, al arrear la crisis en 2009, las tasas de decremento se hicieron ostensibles en todo el sector.

No obstante, el más reciente informe de seguimiento del sector de seguros, IOIPS (2011) nos confirma la recuperación posterior del sector durante 2010, al mencionar que casi "dos terceras partes de los Estados miembros reportaron aumentos en la emisión de primas, habiendo crecido el total de ellas en un 8,3%

**CUADRO 04 TOTAL DE PRIMAS BRUTAS SUSCRITAS DE SEGUROS DE VIDA Y NO VIDA**

EN US\$ MILLONES

Última actualización: 22 abril de 2011

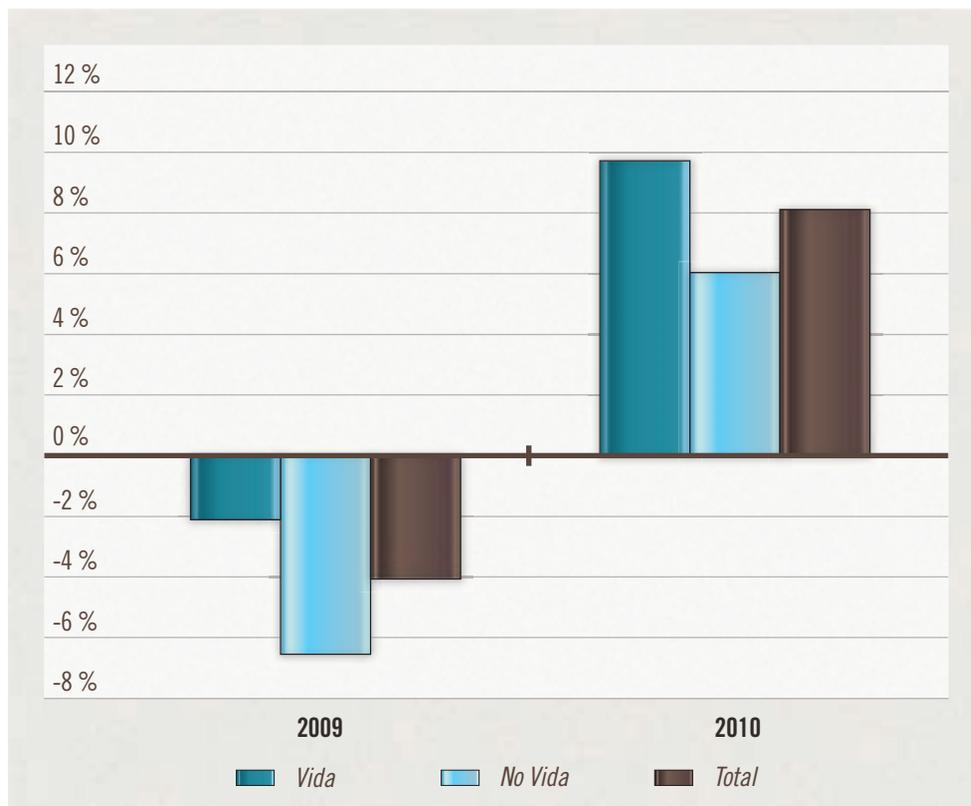
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AUSTRALIA	36.263	40.813	47.543	49.610	51.294	66.961	65.373	57.430
AUSTRIA	13.607	16.797	19.402	19.974	21.265	23.761	26.281	-
BÉLGICA	19.553	29.039	35.536	41.821	37.136	43.037	42.725	39.577
CANADA	60.872	74.425	87.125	98.647	109.536	136.070	113.654	112.693
CHILE	-	-	-	-	-	-	-	6.248
REPÚBLICA CHECA	2.770	3.766	4.381	4.887	5.407	6.550	8.188	7.567
DINAMARCA	14.526	15.303	17.575	21.113	23.684	28.462	32.499	-
FINLANDIA	5.759	6.428	7.286	7.823	7.807	8.290	9.069	9.470
FRANCIA	131.569	172.331	212.538	235.518	292.548	312.972	277.785	300.987
ALEMANIA	192.033	234.549	292.931	297.655	264.314	280.408	301.483	246.798
GRECIA	2.746	3.693	4.563	4.874	6.002	7.146	7.764	7.215
HUNGRÍA	1.936	2.500	2.966	3.453	3.889	5.070	5.135	4.087
ISLANDIA	270	362	391	44	466	584	474	277
IRLANDA	-	24.573	33.350	38.826	45.833	63.234	86.807	46.661
ITALIA	88.863	116.690	135.152	147.063	147.448	147.241	143.310	166.845
JAPÓN	287.139	314.088	335.167	343.385	321.769	351.408	428.049	473.006
COREA	57.945	62.388	69.499	87.928	105.168	119.769	105.897	99.143
LUXEMBURGO	5.768	7.608	10.084	12.715	14.692	15.333	15.857	23.064
MÉXICO	13.325	11.134	12.464	12.921	15.235	17.702	18.815	17.540
PAÍSES BAJOS	41.620	51.861	60.888	60.668	57.341	65.278	71.461	65.922
NUEVA ZELANDA	-	1.824	2.679	3.109	2.904	3.314	3.143	2.949
NORUEGA	10.263	12.674	15.115	17.158	16.236	19.796	24.152	9.287
POLONIA	5.582	6.411	7.573	9.579	12.094	15.812	24.633	16.480
PORTUGAL	8.050	10.666	12.921	16.800	16.199	18.724	22.470	19.728
REP. DE ESLOVAQUIA	808	1.154	1.495	706	1.808	2.324	2.991	2.887
ESPAÑA	46.730	49.071	59.385	64.029	72.266	78.418	91.257	85.168
SUECIA	-	25.496	30.429	31.402	30.885	31.055	31.406	25.469
SUIZA	44.164	42.654	45.089	43.155	41.919	45.505	57.018	57.299
TURQUÍA	2.459	3.381	4.759	5.268	5.909	8.409	9.070	8.472
REINO UNIDO	252.944	297.754	336.587	358.463	378.973	557.203	399.629	-
ESTADOS UNIDOS	1.031.530	1.366.732	1.426.541	1.412.081	1.391.378	1.592.797	1.620.065	2.024.685
EU15	823.770	1.061.859	1.268.627	1.358.743	1.416.393	1.680.561	1.559.803	1.036.904
NAFTA	1.105.727	1.452.291	1.526.130	1.523.649	1.516.149	1.746.569	1.752.534	2.154.917
OECD - TOTAL	2.379.096	3.006.164	3.331.413	3.450.674	3.501.406	4.072.632	4.046.460	3.930.706

Fuente: Insurance activity indicators, OECD Insurance Statistics (database)

y las de vida en un 9,6%”, siendo Italia y Alemania los países con un mayor incremento. Es así como en el gráfico 22 puede verse muy bien esta importante recuperación, de tal modo que si lo comparamos con el anterior, aunque su comprensión geográfica no es exactamente la misma, se observa que el declive del sector, hasta 2010, solamente duró dos años, demostrando así su resiliencia en comparación con otros sectores del sistema financiero.

Pese a dichas tendencias temporales negativas anotadas anteriormente, el indicador estandar a nivel internacional, representado por el índice de penetración, o sea, las primas emitidas de seguros de vida y no vida, tanto del seguro directo como del indirecto y expresadas en porcentajes del PIB, no han sufrido cambios relevantes, como lo atestigua el gráfico 23, correspondiente al año 2010, guarismos significativos y demostrativos, *grosso modo*, de que la confianza en la institución del seguro no se ha visto afectada sustancialmente por la crisis, gracias a sus peculiaridades que lo tornan menos vulnerable que otras instituciones del mercado financiero.

A una conclusión muy similar a la anterior es fácil llegar en algunos países si se analizan las cifras relativas al consumo de seguros *per cápita*, expresado en dólares estadounidenses, tal como aparece en el cuadro 05 – Pág. 98 –, aunque la falta de cifras suficientes respecto a los años más críticos, como han sido 2009, 2010 y 2011, no permiten llegar a afirmaciones más contundentes con relación a los más importantes bloques económicos occidentales.



**GRÁFICO 22**  
**TASA PORCENTUALES DE CRECIMIENTO DE LAS PRIMAS BRUTAS EN 2009 Y 2010**

Fuente: EIOPS/EIOPA (2011)

Pero la crisis ha tenido y tendrá también sus repercusiones en los ingresos por pensiones en algunos de los países afectados, actividad que en muchas economías se encuentra íntimamente ligada a la actividad aseguradora, no solamente cuando de planes de pensiones asegurados se trata. Un estudio llevado a cabo el año pasado en los EE.UU, por Butrica, Barbara *et al.*(2011), autores que califican la actual crisis como la Gran Recesión y utilizan para sus cálculos,

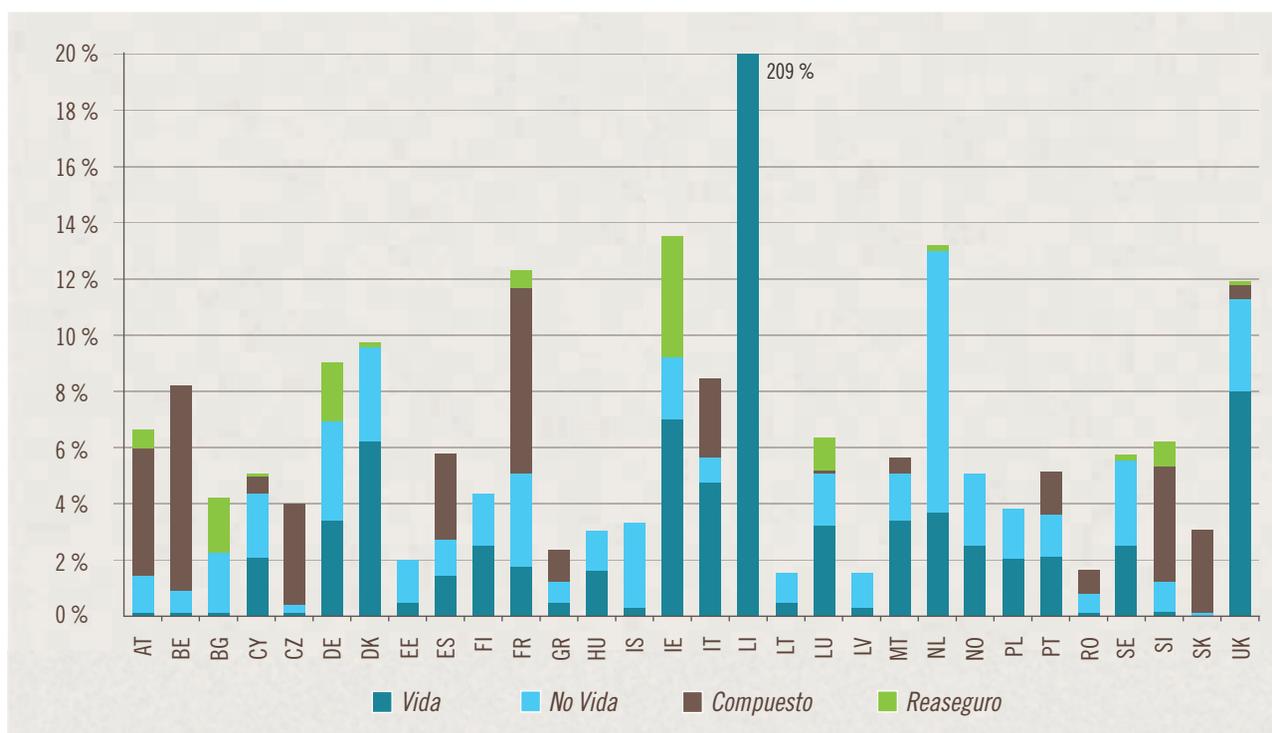


GRÁFICO 23  
**PENETRACIÓN DEL SEGURO**  
 PRIMAS BRUTAS EN % DEL PIB  
 Fuente: EIOPS / EIOPA (2011)

proyecciones y estimaciones el modelo *Urban Institute's Dynamic Simulation of Income Model*, conocido como DYNASIM3, con una muestra de algo más de 103 mil individuos del panel comprendido entre 1990 y 1993 de la *Census Bureau's Survey of Income and Program Participation (SIPP)* de los EE.UU., Resaltan en su estudio que "Los efectos a largo plazo de la Gran Recesión en los ingresos de la futura la jubilación de los adultos en edad laboral...se reducirá en cuatro por ciento para una edad media de 70 años" Esta reducción será más acentuada para aquellos trabajadores que eran más jóvenes cuando se inicio la recesión, porque ellos están más expuestos a perder su trabajo y el impacto de una nivel salarial más bajo se acumulará durante toda su carrera profesional. Aquellos trabajadores de mayores ingresos perderán también poder adquisitivo a la jubilación, pero proporcional y relativamente la merma será inferior. En conclusión, las proyecciones realizadas en el marco de este estudio indican que la Gran Recesión, la más severa desde la Gran Depresión, reducirá modestamente los ingresos de jubilación de los trabajadores actuales, porque acumularan menos derechos adquiridos o porque tienen menos capacidad de ahorrar mediante otros instrumentos de ahorro-jubilación, lo cual afectará obviamente a los productos de seguros.

Otra investigación efectuada sobre el comportamiento de los ahorradores privados estadounidenses cercanos a su edad de jubilación, es la realizada por Coronado, Julia y Dynan, Karen (2011), quienes corroboran la tendencia registrada en otras economías de que este segmento de la población compensa las pérdidas financieras aumentando su ahorro, difiriendo su edad de retiro laboral y rehuendo instrumentos de apalancamiento financiero, o sea, reorientando su cartera de inversiones hacia formas más conservadoras, entre las cuales se encuentran seguramente pólizas de seguros de vida y jubilación, lo cual implica que el sector asegurador mantiene un alto grado de confianza frente a los ahorradores finalistas.

**CUADRO 05 GASTO PROMEDIO PER CÁPITA EN PRIMAS DE SEGUROS DE VIDA Y NO VIDA**  
 EN US\$. Última actualización: 22 abril de 2011

	2002	2005	2006	2007	2008	2009
AUSTRALIA	1.571	2.181	2.237	2.876	2.742	2.372
AUSTRIA	1.456	2.107	2.162	2.372	2.826	-
BÉLGICA	2.001	4.011	3.451	4.003	-	-
CANADA	1.703	2.687	3.002	3.399	3.063	2.902
CHILE	-	-	-	-	-	-
REPÚBLICA CHECA	270	475	525	631	780	714
DINAMARCA	2.514	3.840	4.279	5.183	5.898	-
FINLANDIA	1.072	1.471	1.451	1.532	1.670	1.739
FRANCIA	2.065	3.586	4.586	4.765	4.266	4.408
ALEMANIA	1.675	2.468	2.453	2.707	2.912	-
GRECIA	248	433	530	627	678	-
HUNGRÍA	190	341	385	502	509	406
ISLANDIA	931	-	1.541	1.849	1.435	860
IRLANDA	-	9.284	10.700	14.345	11.738	10.345
ITALIA	1.460	2.430	2.396	2.411	2.351	2.733
JAPÓN	2.181	2.579	2.414	2.587	3.171	-
COREA	1.170	1.747	2.089	2.370	2.076	1.890
LUXEMBURGO	12.904	27.855	31.900	32.196	32.751	46.688
MÉXICO	127	119	143	165	173	160
PAÍSES BAJOS	2.540	3.696	3.502	3.944	4.285	-
NUEVA ZELANDA	-	736	691	769	720	669
NORUEGA	2.252	3.706	3.472	4.197	5.059	4.396
POLONIA	144	247	313	410	640	427
PORTUGAL	753	1.565	1.509	1.724	2.061	1.802
REP. DE ESLOVAQUIA	150	-	335	431	551	-
ESPAÑA	1.097	1.407	1.514	1.663	1.901	1.818
SUECIA	-	3.289	3.198	3.182	3.168	2.514
SUIZA	5.127	5.586	5.261	5.559	6.986	6.376
TURQUÍA	35	73	77	119	-	-
REINO UNIDO	3.955	5.578	5.913	8.808	6.398	-
ESTADOS UNIDOS	3.381	4.409	4.706	4.912	4.936	-
EU15	1.932	3.131	3.353	4.009	-	-
NAFTA	2.472	3.227	3.484	3.658	3.651	-
OECD - TOTAL	1.922	2.697	2.865	3.210	-	-

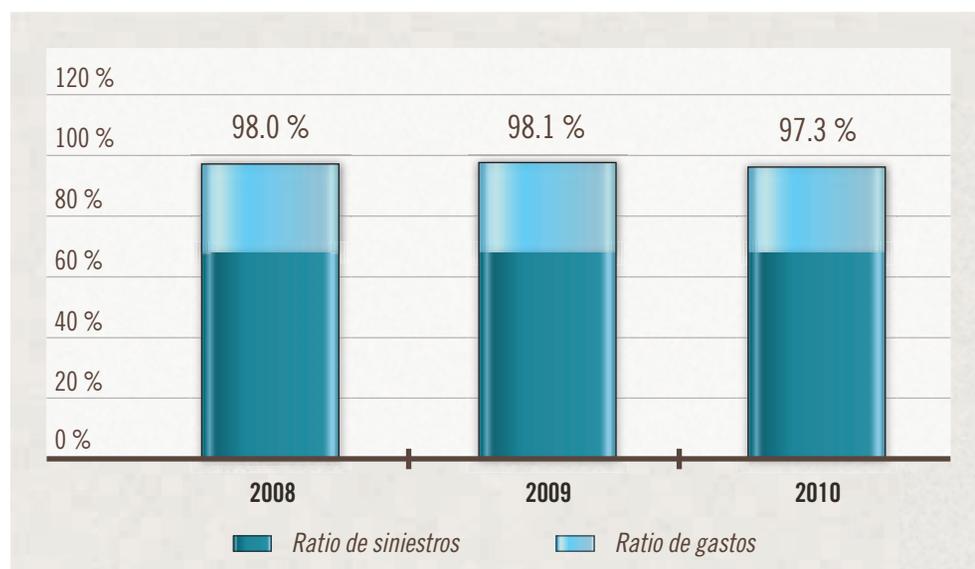
Fuente: Insurance activity indicators, OECD Insurance Statistics (database)

## 2.1.2 EVOLUCIÓN DE LA SINIESTRALIDAD Y DE LOS GASTOS INCURRIDOS

Bien sabido es en el mundo asegurador, en especial en los ramos de seguros generales, que el mejor y más sencillo indicador para medir el equilibrio y rentabilidad de la cartera de seguros estriba en el llamado *combined ratio*, una medida que incluye tanto la siniestralidad – *ratio de siniestros* – como los gastos – *ratio de gastos* – constituyendo la suma de los dos, expresada como un porcentaje de las primas suscritas, el ‘*ratio combinado*’, aunque suele utilizarse más frecuentemente la expresión en inglés. Para ser más explícitos, el *combined ratio* se calcula expresando la suma de los siniestros y gastos incurridos en el ejercicio, o sea, periodificados, como porcentajes de las primas ganadas, generalmente netas de reaseguro. Un ratio por debajo del 100% indica que la compañía obtiene un beneficio o ganancia en sus operaciones de suscripción de riesgos, mientras que las superiores a este porcentaje indican claramente que está pagando sumas superiores a la de las primas recaudadas o encajadas. En el gráfico 24 se presentan estos coeficientes para los años 2008-2010.

GRÁFICO 24  
**COMBINED RATIO  
NETO EN SEGUROS  
NO VIDA**

Fuente: EIOPA (2011)



Pese a la tendencia hacia la baja, registrada en 2010 en comparación con 2009, en el rubro del Estado de Pérdidas y Ganancias correspondiente a las primas suscritas, el *combined ratio* neto se redujo también ligeramente, mejorándose con ello el margen de solvencia del sector de seguros en alrededor un 2%. En efecto, tal como puede apreciarse en el gráfico de EIOPS, (2011), esta vital relación para la actividad aseguradora en los seguros generales pasó de un 98,0% en 2008, a un 98,1% en 2009 y a un 97,3% en 2010, habiendo sido más significativo el descenso del coeficiente de gastos que se redujo en 0,6% puntos hasta un 22,9%, mientras que el coeficiente de siniestros se redujo en 0,2% puntos hasta un 74,4%, EIOPS (2011). Sin embargo, el comportamiento de los distintos ramos de los seguros generales fue disímil, porque en algunos, como es el caso del seguro de crédito, dada las circunstancias económicas reinantes, los resultados fueron más volátiles, al aumentar sustancialmente la siniestralidad en 2009, pero en vista de su poca importancia relativa – 3% - en la cifras del *combined ratio* no afectó significativamente el resultado consolidado.

Tanto la deslocalización geográfica como las medidas adoptadas para el saneamiento de la economía, tales como la reducción del endeudamiento público y privado, han tenido un impacto importante en líneas específicas de los seguros

generales, especialmente, como resulta obvio mencionar, en los seguros de crédito, coberturas que se han visto afectadas por insolvencias y quiebras en el sector comercial de la economía. Como acota la OECD (2011) *“El seguro de crédito ha sido designado como ‘el seguro de vida de las empresas’”*, porque protege uno de los principales rubros del balance y, lo que es más importante, porque del crédito bancario depende la existencia de muchas empresas y esta clase de seguro facilita su consecución, por lo general en términos más favorables.

El estudio mencionado indica, por ejemplo, que *“en España, el 60% del PIB involucra el crédito comercial para los compradores, cubriendo estimativamente el seguro de crédito el 30% del total de crédito a, grosso modo, €200 millardos”* En Francia, aproximadamente, una cuarta parte de los créditos se encuentra cubierto por esta clase de seguros, importancia que se observa también en la mayoría de la economías de mercado; por tal razón la crisis financiera repercutió desfavorablemente en este ramo y en sus coeficientes o ratios de siniestralidad y endureció, al mismo tiempo, las condiciones de los créditos. Pero como ya comentamos anteriormente dada su poca importancia relativa en la actividad aseguradora europea, la evolución negativa del ramo no afectó sustancialmente los resultados globales del sector.

Según la publicación de UNESPA (2009), *Memoria Social del Seguro '09*, en el año 2009 las aseguradoras operantes en España pagaron la suma de € 1.280 millones por concepto de siniestros o indemnizaciones originadas por el impago de facturas o incumplimiento de contratos, hecho de especial relevancia en épocas de crisis, porque este seguro contribuye a que las empresas no se vean tan afectadas por la morosidad y obtengan un flujo positivo de liquidez, razón por la cual durante la presentación de dicha Memoria ante la Asamblea General de esta organización gremial, su Presidenta, Pilar González de Frutos, denominó a esta clase de coberturas *‘seguros anticrisis’* y destacó que a través de las pólizas de crédito y caución se desembolsó el equivalente al 0,1% del Producto Interior Bruto (PIB).

Estadísticas más actuales y contenidas en la *Memoria Social del Seguro 2010*, UNESPA (2010) cifran en €3.547.775 el valor de la indemnizaciones diarias pagadas por el seguro de crédito y caución, anotando, respecto al número de contratos de seguros que *“el mayor incremento relativo se ha dado en el caso de crédito y caución, cuyo número de contratos se ha multiplicado por 22, reflejando con ello la generalización del uso de estos seguros por parte del tejido productivo...”*. Entre esta clase de coberturas de seguro se encuentra también la llamada de protección de pagos, modalidad habitualmente *‘desconocida y escondida’*, según sus propias palabras, modalidad que forma parte del ramo general de *Pérdidas Pecuniarias*, y permite cobrar una renta de la aseguradora en caso de desempleo o incapacidad temporal. En España están cubiertas 2,46 millones de personas, entre las cuales un total de 30.500 desempleados se beneficiaron de tal protección en 2009. La suma del siniestro promedio en los casos de cobertura por desempleo ascendió en 2009 a €1.600 euros, mientras que en los casos de incapacidad la cifra media fue de €1.200.

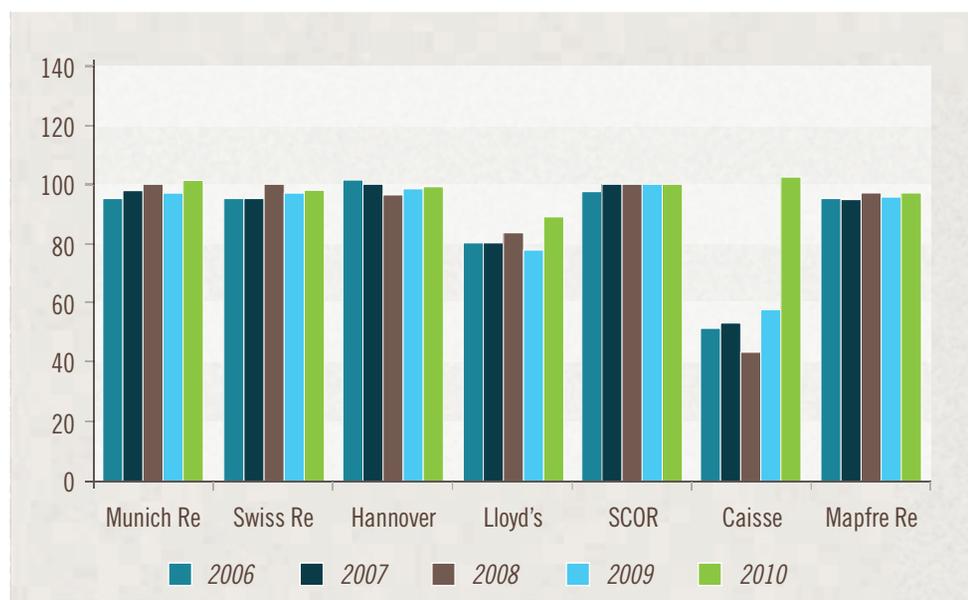
Pero no solamente en el seguro directo los llamados *combined ratio* han evolucionado relativamente bien durante los últimos años, sino igualmente en el indirecto, especialmente en los llamados reaseguradores profesionales europeos, o sea, aquéllos cuyo objeto social casi exclusivo es el de las operaciones de reaseguro, hecho reflejado en el gráfico 25 correspondiente a las principales reaseguradoras profesionales europeas y que comprende el periodo 2006-2010. Pese a la ocurrencia de grandes siniestros, algunos de ellos provenientes de catástrofes naturales, en general estas entidades han logrado compensar los siniestros con un buen resultado final, gracias a su política de inversiones.

GRÁFICO 25

## COMBINED RATIO NETO DE LAS PRINCIPALES REASEGURADORAS EUROPEAS

EN % DE LA PRIMAS

Fuente: EIOPS, (2011)



En resumen, la positiva evolución de los *combined ratios* en los seguros directos y en las operaciones de reaseguro, así como la evolución favorable de los márgenes de solvencia, demuestran que, en su conjunto, el sector asegurador ha estado en capacidad, durante la crisis, de atender satisfactoriamente y, salvo contadas excepciones, sin menoscabo de su existencia financiera y estabilidad, la creciente siniestralidad y las pérdidas incurridas en sus inversiones, todo ello sin necesidad de acudir a salvamento público alguno, ni a la nacionalización parcial de su capital, o a cualquier medida similar.

### 2.1.3 EXPOSICIÓN DE LAS ASEGURADORAS AL RIESGO DE INVERSIÓN

En la ya citada publicación sobre el sector de seguros ante la crisis económica y financiera, la OECD (2011) presenta una interesante y exhaustiva recopilación sobre sus efectos en los principales rubros de su balance, fruto de una circular-cuestionario realizada en la primavera de 2009 en el seno de su *Insurance and Private Pensions Committee*. Los respectivos rubros tomados en cuenta para valorar la incidencia de la crisis fueron las primas y los siniestros, el ratio combinado y la rentabilidad, así como la solvencia. Recopilación de datos tendente a facilitar suficiente información sobre las respuestas normativas y políticas a la crisis.

Entre sus conclusiones dicho estudio resalta que el “principal canal a través del cual se vieron afectadas las empresas de seguros por las turbulencias de los mercados fue por la vía de sus inversiones en activos e instrumentos de deuda, así como por los productos financieros estructurados”. Este extenso informe puntualiza, sin embargo, que “en términos del impacto directo de la crisis, la exposición de la entidades de seguros a la hipotecas subprime y activos tóxicos relacionados, tales como las obligaciones de deuda colateral, *collateralised debt obligations (CDOs)* y vehículos de inversión estructurados, *structured investment vehicles (SIVs)*, los cuales iniciaron la actual crisis financiera, aparentemente no han sido significativos en la mayoría de los países de la OECD, de acuerdo con la información limitada disponible”. Dicha situación se asocia en gran parte a la tradicional y conservadora estrategia de inversiones de las aseguradoras y, al mismo tiempo, a las restricciones en los regímenes de inversiones estipulados legalmente. El Gráfico 26 – Pág 102 – del informe revela cuál ha sido el impacto cuantitativo de las amortizaciones y provisiones por minusvalías, tanto en el sector asegurador como en el bancario, desglosando

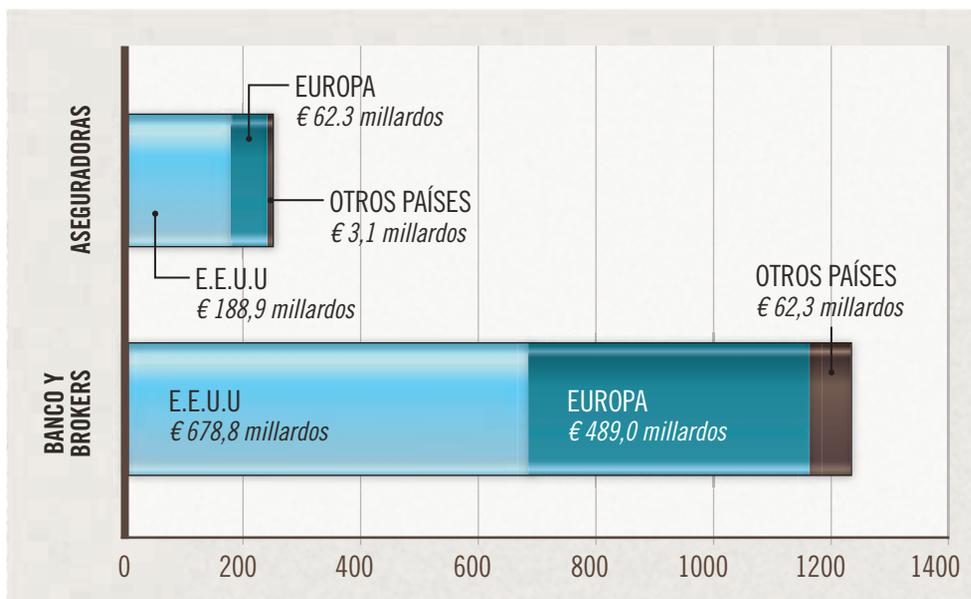


GRÁFICO 26  
**AMORTIZACIONES Y PÉRDIDAS CREDITICIAS EN LOS SECTORES BANCARIO Y ASEGURADOR A NIVEL MUNDIAL**

EN € MILLARDOS

Enero de 2010

Fuente: IMF; OECD (2011) con cifras de Bloomberg.

entre los EE.UU. y Europa. Provieniendo la mayor parte de tales amortizaciones y pérdidas de operaciones atípicas de la actividad aseguradora, como es el caso de la AIG y de Fortis.

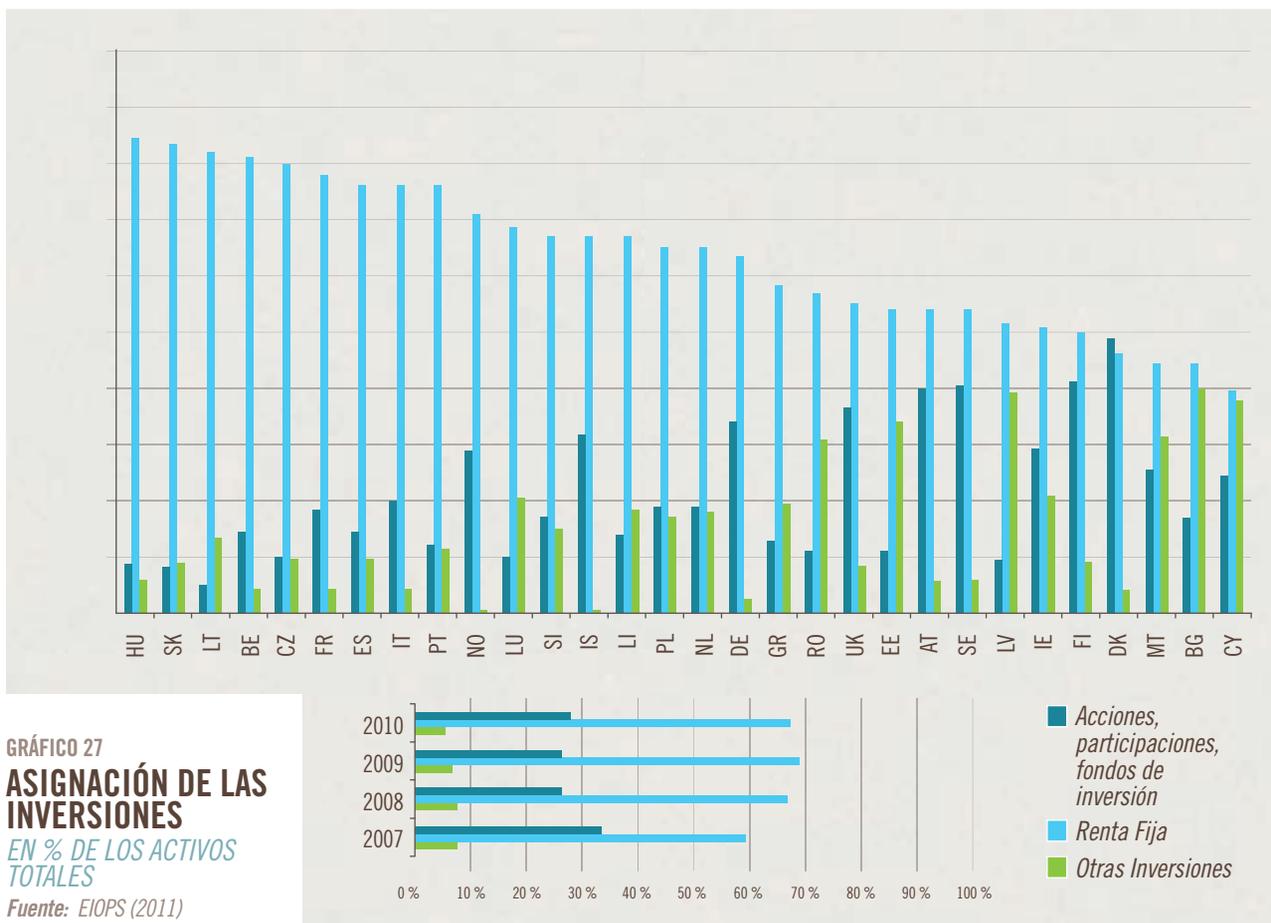
Entre los factores aducidos por la OECD como fuente de posibles problemas y desequilibrios ocasionados en las carteras de inversión por la actual crisis financiera se encuentran:

- Los valores de renta fija, especialmente cuando las normas de valoración exigen que sea a precios de mercado o cuando se trata de su realización por motivos de liquidez durante periodos de depresión bursátil.
- Bajas rentabilidades en las carteras de inversión de las aseguradoras.
- Dificultades en la gestión de las inversiones durante los retos originados por la crisis.

Pero pese a estos riesgos latentes, dicho organismo hace notar en su trabajo que en el periodo comprendido entre octubre de 2008 y marzo de 2009, por ejemplo, estos efectos indirectos *“han tenido un impacto moderado en el sector de seguros, aunque fueron más pronunciados en 2008 desde la irrupción de la crisis en 2007”*, hecho al cual ha contribuido en forma sustancial la limitación legal de inversiones en renta variable, aunque aquéllas en renta fija, materializadas en bonos u obligaciones empresariales, han demostrado en ocasiones una mayor vulnerabilidad a los altibajos del mercado.

Agrega el informe que *“La exposición crediticia de las aseguradoras de vida y no vida proveniente del sector bancario, a causa de sus inversiones de renta fija materializadas a través de títulos del mercado monetario y de deuda emitidos por la banca, ha constituido un riesgo permanente para el sector asegurador, pero esta exposición al riesgo se ha mitigado considerablemente gracias a las medidas gubernamentales destinadas salvaguardar el sistema financiero y bancario...”*, observación que ratifica nuevamente que el riesgo sistémico no proviene del mismo sector.

Por tal razón, las técnicas de *asset-liability management* han jugado un papel primordial en el sector asegurador durante la crisis actual, especialmente ante los retos a que ha sido sometida su política de inversiones. Efectivamente, las bajas tasas de interés de la deuda pública y privada repercuten negativamen-



te en las valoraciones de las provisiones técnicas y reservas matemáticas y, dependiendo del adecuado *matching* entre activos y pasivos o de la clase de productos, ellas pueden reflejarse negativamente en el estado de pérdidas y ganancias de las aseguradoras.

La importante concentración en pocos activos financieros, como se visualiza en el gráfico 27, bien podría calificarse tanto como una ventaja, pero también como una desventaja para el sector, dependiendo de cómo se analice. Efectivamente, la poca diversificación de la cartera de inversión suele ser considerada, bajo el punto de la gestión del riesgo, como un elemento negativo que no permite su compensación adecuada. Pero, bajo la perspectiva de la actual crisis económica y financiera, cabe preguntarse si esta escasa diversificación no ha sido un factor positivo para minimizar pérdidas y la exposición a ciertos riesgos surgidos a lo largo de ella, como es el caso de los productos estructurados y otra clase de derivados, tal como lo demostró ampliamente la experiencia de AIG en sus operaciones no tradicionales de seguro.

Del gráfico 27 resulta evidente, asimismo, como lo visualizan sus barras, que en la cartera de inversiones de las aseguradoras europeas predominan las inversiones en renta fija, debido por lo general a los mencionados regímenes de inversión legales, porque esta categoría de inversión siempre ha sido considerada como más segura y menos volátil que la de renta variable. A esta consideración debemos añadir, en el seguro de vida, que cuando la rentabilidad por dividendos de las acciones no es suficiente para cubrir el interés mínimo garantizado en las pólizas, como suele suceder en épocas de boom bursátil, resulta demasiado arriesgado especular sobre la eventual plusvalía de las acciones para cubrir la diferencia de rentabilidad garantizada.

También en el cuadro 06 se ven más claramente los porcentajes de inversión del seguro en los diferentes países europeos, expresados en función de la categoría de las mismas y en porcentajes del PIB. Aunque este indicador es menos ilustrativo que la composición porcentual de las carteras de inversión, sí constituye, a nuestro juicio, un adecuado punto de orientación sobre la estructura de las inversiones y, lo que es más importante, sobre la exposición al riesgo de las entidades de seguros, incluyendo el riesgo sistémico en su doble vertiente, o sea, a las aseguradoras como causantes del mismo o como perjudicadas por su ocurrencia. En efecto, como constata el *Bank for International Settlements* (2011), las importantes carteras de inversión mantenidas por el sector asegurador y los fondos de pensiones se encuentran sujetos a las fluctuaciones del mercado. La crisis financiera actual ocasiona importantes pérdidas en dichas carteras, como lo hizo la burbuja inmobiliaria de hace una década.

Es notoria la baja participación de las inversiones inmobiliarias, con cifras máximas del 2,24% en Francia y 2,08% en Suecia frente a un promedio de tan solo 1,05% en toda Europa. Si se toma en cuenta que muchas de las inversiones en este rubro están representadas por las propias sedes o edificios de oficinas de sucursales o agencias, no resulta difícil llegar a la conclusión que, salvo contadas excepciones, el sector no ha intervenido en especulaciones inmobiliarias. La baja participación de la renta variable, con una media europea de 7,24%, aunque con máximos en Suecia con un 23,42%, Dinamarca con un 19,77% y un 19,77% en Alemania, representa también una menor exposición a los riesgos inherentes a esta clase de inversiones, pese a que muchos analistas estiman que la volatilidad puede llegar a ser superior en las inversiones de renta fija que, en promedio europeo, representaban un 23,87%, en comparación con un 54,90% en Dinamarca y un 39,7% en Suecia.

Sebastián Castro, Francisco (2010) analizó en su libro la incidencia que en el ramo de seguros de vida y en el mercado español de titularizaciones ha revestido la actual crisis económico-financiera, mencionando que *“El desarrollo de las operaciones de titularización ha experimentado un crecimiento exponencial en las últimas décadas....Esto ha facilitado, como no podía ser de otra manera, el desarrollo de las titularizaciones de riesgos en general y las de vida en particular”*. Este creciente tendencia se registra a partir de los años noventa del siglo pasado, aunque por ser un mercado apenas naciente e incipiente, como ya vimos en el capítulo anterior, tales operaciones que pudieran ser consideradas sistémico-relevantes carecen de relevancia alguna en la actual situación, porque *“El volumen emitido resulta completamente despreciable si se compara con los segmentos más grandes del mundo de la titularización, como son las transacciones hipotecarias o las de tarjetas de crédito”*.

Aboga, sin embargo, por este instrumento financiero, porque *“En ambos casos se pone de manifiesto cómo incluso en condiciones de inestabilidad, el sector asegurador puede utilizar la titularización como mecanismo de financiación utilizando un activo que de otro modo resultaría ilíquido”*. Se refiere, por lo tanto, a las posibilidades de gestión de riesgos mediante la titularización. No obstante, los acontecimientos de los dos últimos años también han puesto de manifiesto algunas debilidades en la actividad de titularización en los seguros de vida. Una de ellas radica en lo que el autor denomina *emisiones de mortalidad catastrófica*, o sea, los *Bonos Índice de Longevidad, Longevity Index Bonds*, emitidos por reaseguradoras, pero desafortunadamente, agrega, *“la desconfianza generalizada actual en este tipo de garantías, junto a la baja calificación crediticia de los garantes, impide la utilización de este mecanismo”*.

CUADRO 06 **INVERSIONES DEL SECTOR ASEGURADOR POR TIPOS**  
EXPRESADAS EN TÉRMINOS DE PIB

	Inmobiliario	Participadas	Renta variable	Renta fija	Pool de inversión	Hipotecas	Otros Prest.	Depósitos en ent. de créd.	Otros depósitos	Unit linked	Total
Austria	1,11%	3,77%	6,82%	12,04%	0,06%	0,21%	1,09%	0,47%	0,03%	4,62%	30,21%
Bélgica	1,23%	5,35%	3,47%	45,34%	0,02%	1,62%	0,44%	1,49%	0,29%	5,66%	64,90%
Bulgaria	0,22%	0,26%	0,14%	0,99%	0,00%	0,00%	0,07%	1,07%	0,00%	0,09%	2,84%
Chipre	1,05%	0,97%	1,10%	3,38%	0,00%	0,08%	0,24%	2,40%	0,00%	9,28%	18,48%
R. Checa	0,13%	0,37%	0,47%	6,86%	0,01%	0,00%	0,12%	0,79%	0,00%	1,17%	9,93%
Alemania	0,84%	3,23%	10,92%	14,92%	0,00%	2,70%	10,65%	0,66%	0,16%	1,84%	45,93%
Dinamarca	1,56%	10,45%	19,77%	54,90%	0,47%	0,01%	0,10%	3,66%	0,03%	11,35%	102,30%
Estonia	0,00%	0,13%	0,37%	2,86%	0,00%	0,03%	0,00%	1,92%	0,00%	0,00%	5,33%
España	0,45%	0,99%	0,97%	13,29%	0,00%	0,02%	0,00%	0,93%	0,01%	1,46%	18,13%
Finlandia	1,70%	0,46%	8,26%	11,26%	0,00%	0,10%	0,15%	0,11%	0,00%	5,70%	27,74%
Francia	2,24%	2,76%	9,38%	51,45%	0,00%	0,03%	0,37%	0,20%	0,85%	10,95%	78,22%
Grecia	0,30%	0,09%	0,51%	2,34%	0,00%	0,02%	0,03%	0,68%	0,00%	0,97%	4,94%
Hungría	0,07%	0,31%	0,24%	4,35%	0,02%	0,00%	0,04%	0,16%	0,01%	3,34%	8,54%
Islandia	0,02%	0,83%	1,05%	3,01%	0,00%	0,40%	0,03%	0,04%	0,00%	0,29%	5,66%
Irlanda	0,45%	0,88%	4,81%	13,43%	0,00%	0,03%	0,43%	4,65%	0,00%	75,40%	100,07%
Italia	0,43%	3,34%	1,98%	17,78%	0,00%	0,00%	0,17%	0,13%	0,64%	7,71%	32,18%
Lituania	0,10%	0,01%	0,05%	1,91%	0,00%	0,01%	0,00%	0,20%	0,00%	0,86%	3,15%
Luxemburgo	0,28%	0,69%	4,29%	29,56%	0,00%	0,00%	0,09%	9,20%	0,00%	142,65%	186,76%
Letonia	0,12%	0,04%	0,09%	0,97%	0,00%	0,05%	0,02%	0,74%	0,00%	0,08%	2,11%
Malta	1,76%	4,29%	5,36%	19,73%	0,00%	0,00%	0,36%	7,44%	5,26%	3,50%	47,70%
P. Bajos	0,49%	3,82%	3,27%	22,83%	0,59%	3,71%	0,15%	5,89%	0,12%	17,70%	58,57%
Noruega	0,33%	5,60%	3,46%	25,24%	0,00%	1,02%	0,31%	0,24%	0,00%	2,74%	38,94%
Polonia	0,11%	0,83%	0,46%	4,74%	0,00%	0,00%	0,06%	1,12%	0,00%	2,57%	9,90%
Portugal	0,62%	0,18%	3,13%	20,91%	0,00%	0,01%	0,06%	2,65%	0,05%	0,00%	27,60%
Rumania	0,19%	0,15%	0,02%	0,71%	0,11%	0,00%	0,00%	0,31%	0,16%	0,68%	2,33%
Suecia	2,08%	3,65%	23,42%	39,70%	0,00%	0,01%	0,45%	2,10%	0,19%	17,23%	88,82%
Eslovenia	0,44%	1,02%	0,87%	6,25%	0,03%	0,01%	0,18%	0,91%	0,00%	1,92%	11,62%
Eslovaquia	0,24%	0,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,67%	0,10%	0,00%	1,08%	8,44%
R. Unido	1,60%	3,55%	12,06%	24,23%	0,14%	1,21%	0,35%	2,38%	0,19%	54,73%	100,44%
Total Europa	1,05%	2,93%	7,24%	23,87%	0,06%	0,95%	2,32%	1,23%	0,30%	13,93%	53,91%

Fuente: European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) Financial Stability Reports. Tomado de: UNESPA (2010)

## 2.2 EVOLUCIÓN CUALITATIVA DEL SECTOR - SOLVENCIA A LO LARGO DE LA CRISIS

Las diferencias fundamentales entre las operaciones bancarias y las de seguros, anotadas algo reiterativamente en capítulos anteriores, se reflejan, asimismo, en los ratings concedidos por las principales agencias de calificación, pero con la característica de que las aseguradoras han visto desmejorar sus calificaciones, no por haber sido las causantes de los riesgos financieros procedentes de la especulación inmobiliaria alentada por el sistema bancario mediante la concesión de préstamos hipotecarios sin suficientes coberturas o insuficiente capacidad de pago de los deudores, sino sus víctimas como inversores institucionales de gran calado en los mercados.

Señala la OECD (2011) que al inicio de la crisis, en 2008, su impacto en la situación de solvencia de las compañías de seguros fue importante, aunque según las cifras disponibles para “la mayoría de los países mostraban todavía en el mes de diciembre de 2008 márgenes por encima de los mínimos exigidos legalmente”. Sin embargo, entre los países incluidos existen diferencias relevantes, porque unos se han visto más afectados que otros por la crisis. El *Financial Stability Report 2011 Second half year report* de la EIOPS, (2011) presenta los ratios de los márgenes de solvencia en los países europeos, tanto los concernientes al seguro de vida como al de los ramos generales, definidos como el cociente expresado en porcentajes entre el margen de solvencia realmente existente y el exigido legalmente. Como es fácil visualizar en el gráfico 28, en todos los 30 países europeos esta razón supera con creces el 100%, excediendo en la mayoría de ellos el 200%, tanto en los seguros de daños como de vida, pero como aclara este último informe de seguimiento “Dadas las diferencias entre los distintos países – particularmente fuera de la UE – en el cálculo de las exigencias de solvencia, resulta difícil establecer una comparación internacional sobre los niveles de solvencia del sector”.

Esta situación positiva denota con nitidez la fortaleza de las entidades aseguradoras europeas y su alta solvencia, así como su capacidad para superar con rapidez los problemas financieros originados por otras instituciones a ellas

GRÁFICO 28  
**MÁRGENES DE SOLVENCIA**  
EN %

Definido como el cociente entre el margen real y el exigido legalmente.

Fuente: EIOPS/EIOPA (2011)

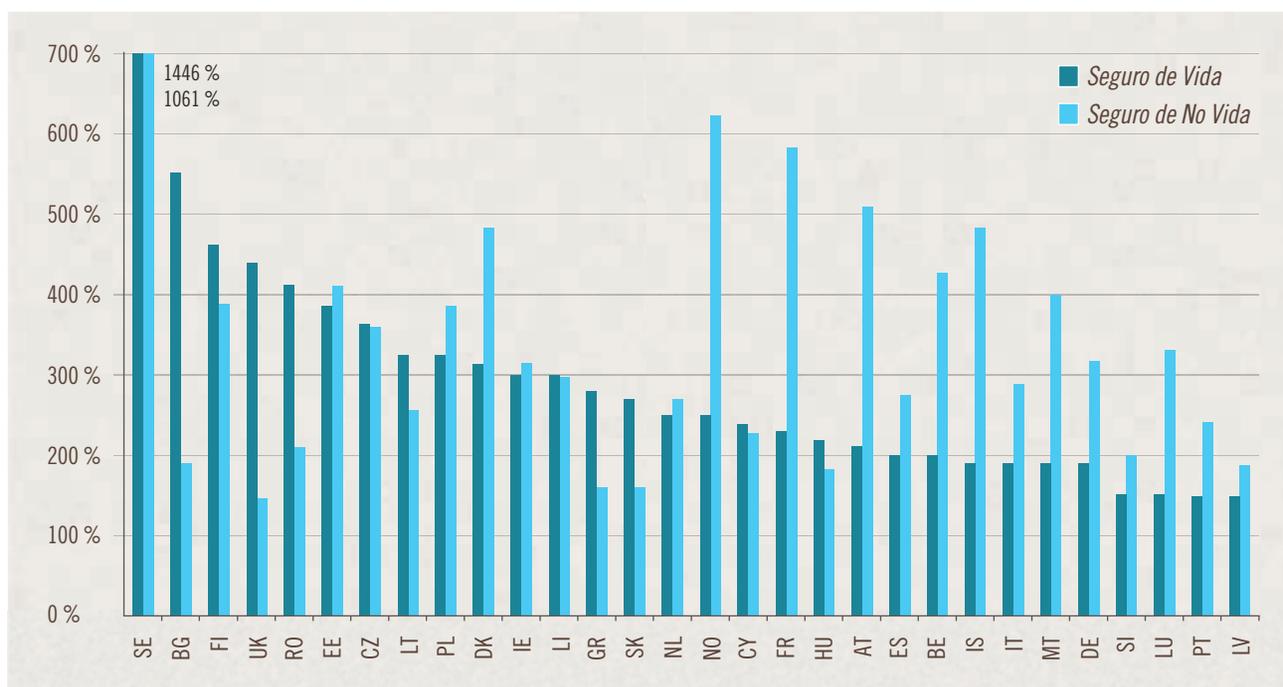
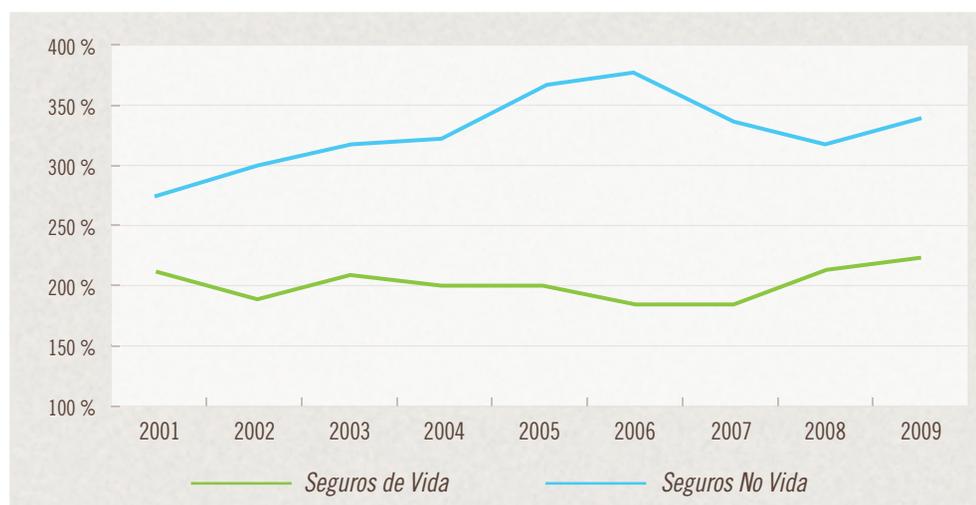


GRÁFICO 29

## EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LOS NIVELES DE COBERTURA DEL MARGEN DE SOLVENCIA DEL SEGURO ESPAÑOL

Fuente: UNESPA (2010)



ajenas, cumpliendo con los compromisos emanados de las pólizas de seguros expedidas y en vigor. No obstante, un año antes, el *Financial Stability Report 2010 - Second half-yearly report* EIOPS (2010) llegaba a la conclusión, después de analizar los ratings de los principales grupos aseguradores europeos a finales de los años 2007, 2008, 2009 y 2010, que “los ratings de fortaleza financiera de las aseguradoras europeas han he estado sujetos más a reducciones que a mejoras en sus calificaciones en 2008 y 2009. Desde 2009 la perspectiva de las calificaciones para las mayores aseguradoras parece haber mejorado.....La distribución de la perspectivas permanecen ligeramente negativas, sugerentes, sin embargo, de que los analistas del sector financiero prevén un estimulante entorno operacional en los periodos siguientes.

Con relación al grado de solvencia de las aseguradoras españolas, en su *Memoria Social del Seguro Español 2010*, UNESPA (2010) constata que “el sector asegurador español muestra unos niveles muy elevados de solvencia que se concretan en unas cantidades de dicho margen que exceden con mucho los niveles mínimos exigidos por la legislación”. Tal como lo refleja claramente el gráfico 29, la evolución de tal margen durante el periodo 2001-2009, tanto la curva representativa del seguro de vida como la de los ramos generales superan ampliamente en su evolución los mínimos exigidos legalmente, pese al acentuado descenso registrado entre los años 2006-2008 en el seguro no vida y al más ligero en el seguro de vida durante 2005-2007. Como se trata de periodos anteriores a la crisis, es de suponer que dichos declives obedecen a otras causas diferentes.

Pero cifras más actuales procedentes de ICEA (2011), gráfico 30 – Pág.108 –, sobre la evolución comparativa del margen de solvencia durante el 1er, 2º, 3er y 4to trimestre de 2009, 2010 y 2011 respectivamente, sí parecen indicar que, en su conjunto, el margen de solvencia en los seguros de vida y no vida se ha visto afectado por las repercusiones de la actual crisis, aunque como es fácil apreciar dicho margen sobrepasa con creces la cuantía mínima que exigen las normas legales. Efectivamente, en uno de sus habituales *Boletines de Noticias* electrónicos, 21/03/2012, ICEA daba cuenta de que al 31 de diciembre de 2011, el margen de solvencia de las aseguradoras españolas se situó en 2,6 veces la cuantía mínima legal. Este margen es el patrimonio propio no comprometido del que disponen las aseguradoras para hacer frente a las posibles consecuencias económicas no previstas en sus actividades. Para los seguros de vida, el margen se situó en el 189% sobre el mínimo, mientras que para los ramos de no vida fue del 353%.

*“Aun no hallándose en el origen de la crisis, el sector de los seguros no ha sido en absoluto inmune a la misma”*

*Comisión Europea, (2010)*

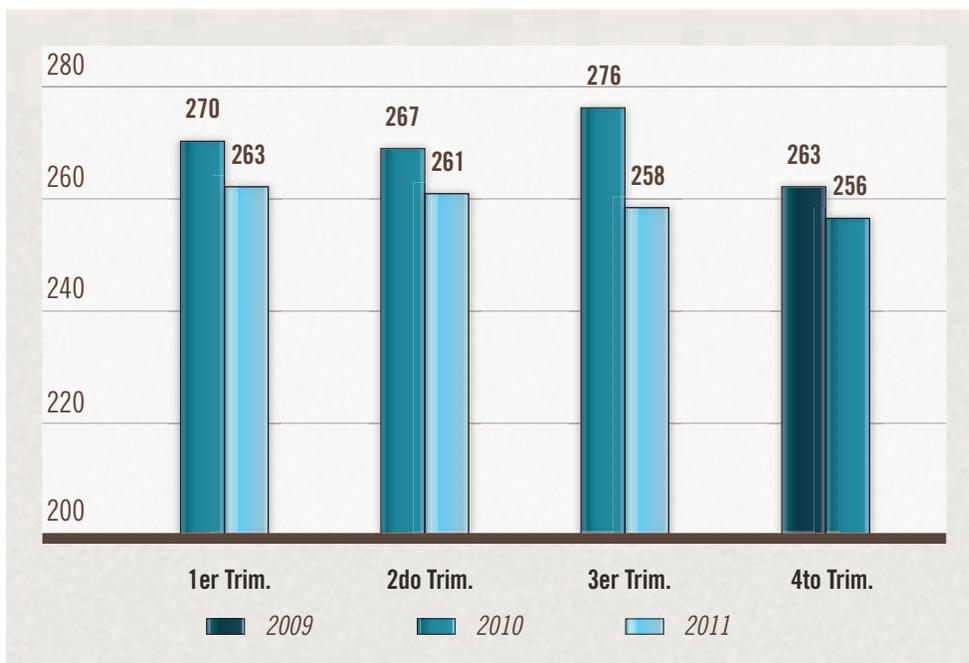


GRÁFICO 30  
**MARGEN DE SOLVENCIA SEGUROS DE VIDA Y NO VIDA**

% SOBRE CUANTÍA MÍNIMA

Fuente: ICEA (2011)

En los dos siguientes gráficos, que apoyan parcialmente y con ciertas restricciones tales valoraciones positivas, se transcriben la evolución de la fortaleza financiera del sector asegurador europeo y las perspectivas futuras correspondientes a los grandes grupos aseguradores europeos. Bien sabido es que bajo fortaleza financiera entiende la calificadora *Standard & Poor's* "la capacidad para cumplir los compromisos contraídos con los asegurados y tomadores de seguro", mientras que bajo el concepto de rating de contrapartida crediticia indica la credibilidad del deudor, su capacidad acreedora, en definitiva su grado de solvencia y que reflejan la capacidad y voluntad de cumplir con sus compromisos financieros.

Respecto al primer ítem, después del más crítico año 2008, como muestra el Gráfico 31, ha aumentado la frecuencia de aseguradoras con la Calificación A, en detrimento de la Calificación A+, aunque la categoría de Calificación AA-

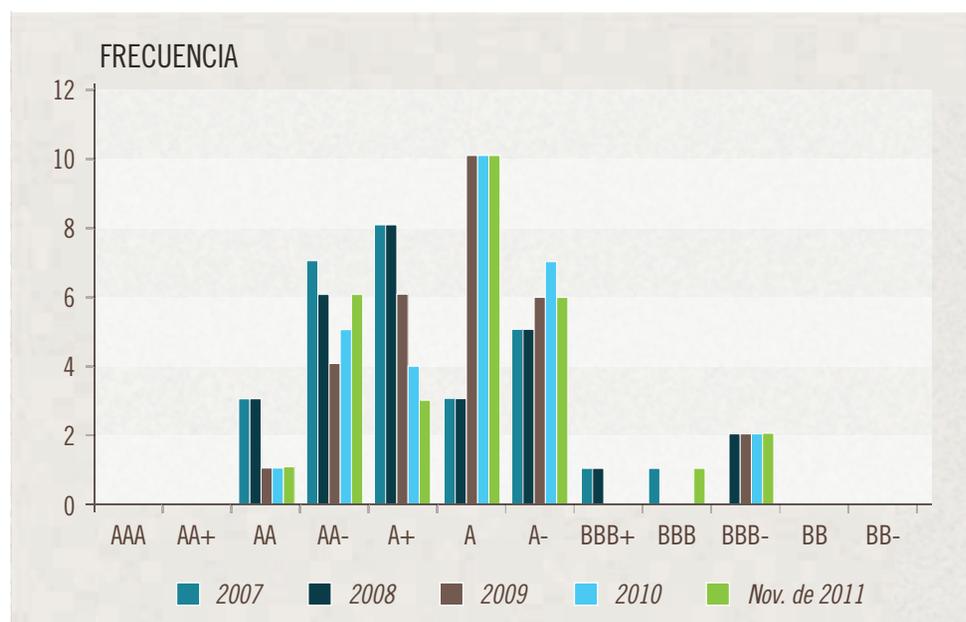


GRÁFICO 31  
**GRUPOS ASEGURADORES LÍDERES EN EUROPA**

DISTRIBUCIÓN DE LOS RATINGS DE CONTRAPARTIDA CREDITICIA

Evolución de la fortaleza financiera de los grupos aseguradores

Fuente: EIOPS (2010 y 2011) con base en Standard & Poor's

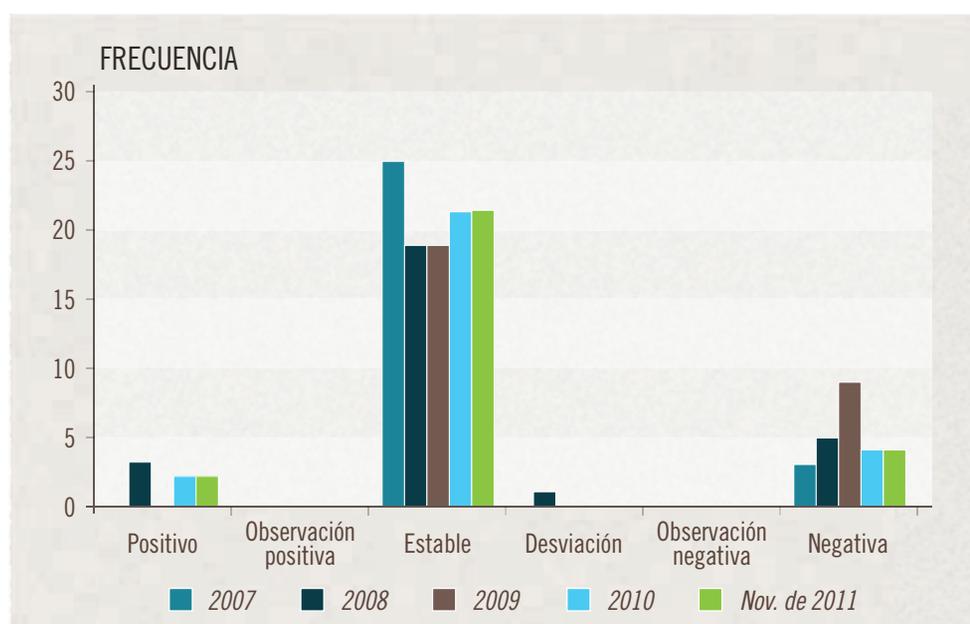
GRÁFICO 32

## GRUPOS ASEGURADORES LÍDERES EN EUROPA

### PERSPECTIVAS Y RATINGS DE CRÉDITO

Evolución de las perspectivas de rating de los grupos aseguradores europeos

Fuente: EIOPS (2010 y 2011) con base en Standard & Poor's



tuvo un importante mejoría durante los dos últimos años reseñados, después de sus caídas registradas en 2008 y 2009. Respecto a la frecuencia de la calificación BBB+, a juzgar por las cifras de años anteriores se mantuvo inalterada, así como las calificaciones más bajas configuradas por las BBB-, BB y B-, pero en la calificación BBB+ disminuyó la frecuencia en abril de 2011 en comparación con el gráfico de situación en diciembre de 2010. Llamativo resulta el hecho de que ninguno de los grandes grupos aseguradores europeos ostenta las Calificaciones AAA y AA+.

*Standard&Poor* ofrece con relación a sus gráficos algunas explicaciones sobre las causas de esta evolución en los ratings de las compañías de seguros, mencionando, por ejemplo, que la fuerte ampliación de los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito - *Credit Default Swaps* – del seguro europeo hacia finales de febrero de 2009 reflejaban la preocupación sobre la sostenibilidad del sistema financiero global, pero a partir de marzo del mismo año “*los diferenciales disminuyeron sustancialmente a la luz de la evolución más favorable de los grandes grupos aseguradores europeos*”, pero las recurrentes crisis de la deuda soberana en algunos países han repercutido también negativamente en el sector asegurador, habida cuenta de que la economía del seguro europea y también la de la gran mayoría de países suele tener una importante cartera de inversiones en deuda pública, en ocasiones por mandato legal.

Respecto a la distribución de las perspectivas futuras, el gráfico 32 refleja la evolución comparativa entre los diferentes años, 2008, 2009, 2010 y 2011, registrándose en noviembre de 2011 y a finales de 2010 una importante reducción de la frecuencia en relación con la *perspectiva negativa* respecto a la cifras de los dos años, aumentando significativamente la denominada *estable*. Por su parte, las *perspectivas positivas* se han mantenido prácticamente iguales durante los cuatro años anteriores.

En resumen, pese a las grandes turbulencias financieras, pérdidas realizadas o simplemente provisionadas en su cartera de inversiones y al aumento de la siniestralidad en algunos ramos de seguro, se puede afirmar con cierto beneplácito que la actividad aseguradora ha sobrevivido hasta el momento relativamente airosa a la actual crisis financiera y se ha librado, por sus características peculiares, de las mayores calamidades que han afectado notoriamente a otros intermediarios financieros como son los bancos.

## 2.3 REPERCUSIONES EN EL NIVEL DE EMPLEO DEL SECTOR ASEGURADOR

Como contribución al *Foro de Diálogo Mundial* sobre el impacto de la crisis financiera en el empleo del sector financiero, la *International Labour Office*, ILO, OIT presentó, en el encuentro mundial celebrado en Ginebra en febrero de 2009, su documento de trabajo titulado *Impacto de la crisis financiera en los trabajadores del sector financiero; Ponencia para debate*, OIT (2009), del cual extraemos algunos de sus apartados y conclusiones. Este informe incluye las siguientes instituciones: industria bancaria - bancos minoristas y mayoristas que actúan en el mercado financiero nacional, regional o global -; industria de los seguros - seguro de vida, seguro de no-vida- seguro automotor e inmobiliario, etc. y reaseguro – e intermediarios financieros y de seguros - por ejemplo, fondos de inversión, fondos comunes de inversión, compañías de gestión de patrimonio, agentes de seguro y asesores financieros.

Según dicha ponencia, el sector de servicios financieros de la UE27 empleaba a 5,6 millones de personas en 2006, de los cuales la banca y los seguros representaban el 75 y 20 por ciento respectivamente. El sector seguros representaba el 2,7% del total del empleo en la UE27, un porcentaje mucho más pequeño que el de los Estados Unidos, donde la participación del sector es del 4,7% en el total de empleo, habiendo sido la creación de empleo en la UE27 de sólo 0,5% entre 1996 y 2006, frente a un incremento del 3% en los otros sectores de la economía de servicios.

A pesar de la baja tasa promedio de crecimiento en toda Europa, el empleo en los servicios financieros aumentó substancialmente en varios países, incluida Dinamarca, Francia, Grecia, Irlanda, Luxemburgo, Eslovenia, España, Suecia y el Reino Unido. Por el contrario, el empleo disminuyó en Finlandia, Alemania y Portugal y permaneció estable en Austria, Bélgica e Italia. Con anterioridad a la crisis, se preveía que el empleo en la rama de seguros aumentaría en 7,4 % entre 2006 y 2016 y que dicho crecimiento sólo estaría limitado por el redimensionamiento de las empresas, la nueva tecnología y un aumento en las ventas por correo directo, teléfono e internet. La oferta de trabajo estaría esencialmente dirigida a reemplazar a los trabajadores que se retirasen de la actividad laboral o jubilasen.

España ofrece otro ejemplo de los peligros de la jubilación anticipada obligatoria, destaca el Informe, porque *“los empleos en el sector bancario disminuyeron de 180.000 a 129.000 entre 1980 y diciembre de 1999, principalmente debido a jubilaciones anticipadas vinculadas con fusiones, a veces ligeramente disimuladas como voluntarias.*

Actualmente, se afirma en el informe con razón, el sector financiero está experimentando una profunda y exhaustiva reestructuración y la crisis ha afectado al sector de manera desigual, lo cual podría dar como resultado movimientos de mano de obra entre los subsectores financieros. Esto fortalecerá el impulso hacia cambios estructurales similares a los experimentados hasta hoy. Dicha reestructuración del sector financiero no puede llevarse a cabo sin consecuencias substanciales tanto para el empleo como para el ingreso de los actuales empleados en esta industria.

En el informe en cuestión se asevera que *“Puesto que el sector ha constituido el epicentro de la crisis económica y financiera, no es sorprendente que el empleo en los servicios financieros a nivel mundial se haya visto fuertemente afectado, con despidos anunciados que suman 325.000 puestos, entre agosto de 2007 y el 12 de febrero de 2009”*, pero pese a que no lo especifica, a juzgar por el pormenorizado cuadro 07, todo indica que tal situación no atañerá al sector

CUADRO 07

**EMPLEO DE TRABAJADORES ASALARIADOS EN EL SECTOR DE LOS SEGUROS**

*POR OCUPACIÓN, 2006  
Y CAMBIO ESTIMADO, 2006 - 2016 (EN MILES)*

*Fuente: OIT (2009)*

OCUPACIÓN	EMPLEO, 2006		PORCENTAJE DE CAMBIO, 2006-2016
	Número	Porcentaje	
Todas las ocupaciones	2,316	100,0	7,4
Ocupaciones de dirección, gestión, comerciales y financieras	661	28,6	8,3
Directores generales y gerentes operativos	41	1,8	-1,9
Directores de ventas y comercialización	20	0,9	7,2
Directores de computación y de sistemas de información	14	0,6	5,9
Gerentes de servicios financieros	24	1,0	6,6
Peritos o ajustadores de seguros, inspectores e investigadores	218	9,4	10,8
Valuadores de seguros, autosabotaje	12	0,5	12,0
Especialistas en recursos humanos, formación y relaciones laborales	28	1,2	10,9
Analistas de gestión	29	1,2	5,4
Contables y auditores	40	1,7	7,8
Analistas financieros	16	0,7	16,9
Aseguradores	91	3,9	5,6
Ocupaciones profesionales y conexas	258	11,2	8,6
Programador de ordenadores	21	0,9	-15,1
Ingenieros informáticos de software	28	1,2	24,7
Especialistas en apoyo informático	19	0,8	6,8
Analistas de sistemas	33	1,4	15,5
Actuarios	11	0,5	5,4
Analistas de estudios de mercado	12	0,5	6,5
Abogados	12	0,5	5,6
Examinadores y buscadores de títulos o escrituras	23	1,0	-5,5
Ocupaciones de venta y conexas	367	15,8	14,4
Supervisores de primera línea /directores de vendedores al por mayor	18	0,8	3,8
Agentes de ventas de seguros	313	13,5	15,7
Ocupaciones de secretaría y apoyo administrativo	1.009	43,6	4,0
Supervisores de primera línea / directores de secretaría y trabajadores de apoyo administrativo	62	2,7	-6,0
Encargados de facturación y envíos y operadores de máquinas de ofic.	18	0,8	-2,5
Tenedores de libros y auxiliares contables y de auditoría	47	2,0	8,9
Representantes de servicios para los consumidores	266	11,5	19,2
Encargados de archivos	15	0,7	-45,3
Recepcionistas y auxiliares de información	24	1,0	10,0
Secretarios ejecutivos y asistentes administrativos	57	2,4	8,2
Secretarios, excepto legales, médicos y ejecutivos	62	2,7	-1,5
Operadores de entrada de datos	22	0,9	-13,5
Auxiliares de reclamaciones de seguro y procesamiento de pólizas	222	9,6	-2,6
Auxiliares de correspondencia y operadores de máquinas de correo, excepto servicio postal	14	0,6	-21,0
Oficinistas generales	106	4,6	7,8

asegurador, porque su incremento global en el nivel de empleo será para el periodo estimado por la OIT del 7,4% durante 2006-2016, según se desprende rotundamente de la mencionada relación, en la cual, prescindiendo de unas pocas profesiones u ocupaciones, algunas de las cuales serán sustituidas por otras en vista del desarrollo tecnológico y técnicas más modernas de gestión.

El documento de la OIT (2009) propone un paquete de políticas fundadas en los siguientes principios generales:

- Estabilización del sector financiero y restauración de la confianza en los mercados de capitales.
- Con el fin de aliviar los efectos adversos de la crisis sobre los ingresos disponibles y las desigualdades en el ingreso, es menester fortalecer los sistemas de seguridad social y proteger los derechos de los trabajadores.
- Mitigar el impacto masivo de la crisis en el sector financiero a través de políticas sociales que amortigüen los efectos adversos sobre el empleo y el ingreso disponible y ayuden a quienes han perdido sus puestos en el sector a reintegrarse rápidamente al empleo.

La tendencia del reducido impacto de la crisis en el nivel de empleo del sector es confirmada en el ámbito geográfico español por UNESPA (2012), institución que constata en su informe social *“Como más adelante se explica en este informe sobre ‘El seguro y sus trabajadores’, los últimos datos disponibles, del 2010, indican que el sector asegurador se sitúa en el estrecho club de sectores de actividad económica que, en medio de una crisis tan profunda como la actual, mantiene o incluso incrementa su nivel de empleo”*. La Memoria citada prosigue mencionando que en el curso del año 2010, según los datos disponibles, el sector asegurador creó empleo directo. Más concretamente, la información procedente de los datos de la *Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones* indica que el empleo en el año 2010 creció en 2.096 personas, casi seis diarias, hasta llegar a 50.212 personas a 31 de diciembre del año. De esta forma, el empleo asegurador en el año 2010 se expandió en un 4,3%.

*“El sector asegurador es un creador de empleo”*

*Flavia Rodríguez Ponga, 2012*

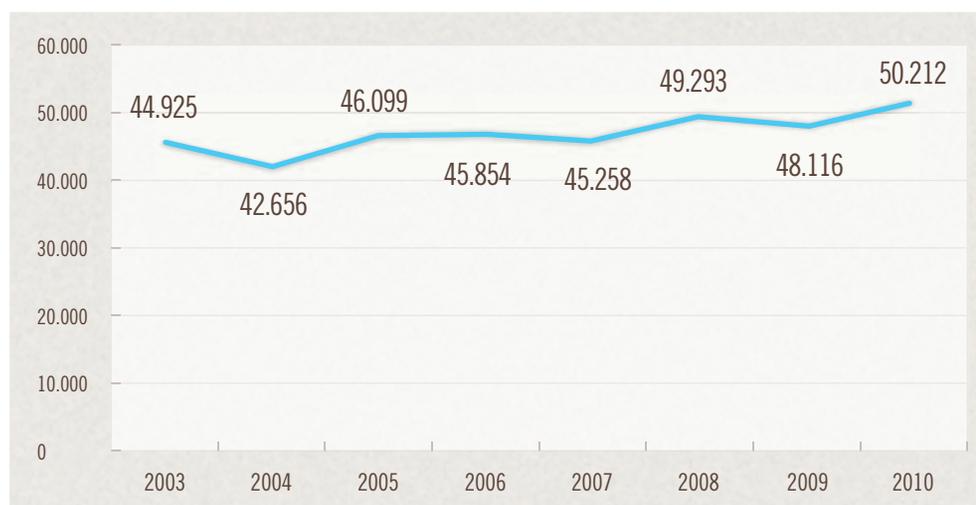
Estos cálculos, en todo caso, no incluyen el empleo indirecto a través, sobre todo, de las redes de distribución. Sin embargo, el hecho de que la cifra del empleo asegurador directo se haya mantenido e incluso incrementado durante el año 2010 es un importante síntoma de mantenimiento de la actividad y afloramiento de nuevas necesidades. Las cifras de la EPA, concluye UNESPA en su informe, realizadas con otra metodología, adjudican al sector asegurador una cifra de empleados de unos 130.000, pero, en cualquier caso, la senda histórica, gráfico 33, confirma la impresión general de un periodo de crisis 2008-2009 en el empleo, cuya menor repercusión se explica, fundamentalmente, por la robustez de la curva del empleo femenino. Por otra parte, la antigüedad media en el puesto de trabajo del seguro en relación con la de otros sectores económicos arroja una ratio promedio significativamente superior, de lo cual se colige que la profesión de asegurador prácticamente sólo es superada en estabilidad en el empleo por la función pública.

En su reciente presentación, Rodríguez-Ponga, Flavia (2012) señala que en el sector del seguro se celebran más del doble de contratos fijos que la economía en su conjunto, añadiendo que el trabajador en este sector tiene una edad media de 40 años y lleva 11 años en supuesto. Estima que por lo menos 200.000 españoles trabajan en el sector de seguros como agentes, corredores y operadores de *bancaseguros*.

GRÁFICO 33

## EVOLUCIÓN ESTIMADA DEL EMPLEO DIRECTO EN EL SECTOR ASEGURADOR

Fuente: Elaborado por UNESPA (2010), con datos de la DGS y FP



### 3. REPERCUSIONES EN EL MARCO REGULATORIO

Desafortunadamente, la falsa analogía, propagada en un principio, sobre cierta similitud como fuente del riesgo sistémico entre las operaciones bancarias y las de la actividad aseguradora ha repercutido negativamente al haber sido objeto de algunas normas más propias o propicias para el modelo de negocios de la banca que para el de seguros. La consecuencia se ha puesto de manifiesto, especialmente, en algunos aspectos de Solvencia II, concebidos casi a imagen y semejanza de Basilea II y III. Con otras normas adoptadas previamente y las mencionadas de Solvencia II, los gobiernos respectivos y en el seno de la Unión Europea han querido afrontar las repercusiones de la crisis y, al mismo tiempo, tomar medidas preventivas para el futuro, de las cuales no ha quedado exento el reaseguro, como tampoco los planes y fondos de pensiones.

Simultáneamente, cuando la crisis financiera se acentuó, las autoridades de supervisión y control establecieron sistemas de vigilancia – *monitoreo* – mucho más estrictos con el fin de controlar y supervisar la exposición del sector de seguros a los llamados *activos tóxicos*, como es caso de muchos productos estructurados, obligaciones de deuda garantizada o colateral, valores respaldados por activos, etc. Gran atención han prestado también los organismos de control a la gestión adecuada de los riesgos en las aseguradoras, especialmente en aquellas integradas a conglomerados o consorcios financieros, en cuyo proceso han intervenido los Departamentos del Tesoro o Ministerios respectivos, habiéndose creado en algunos países equipos especiales - *special task forces* – para tal fin, así como para coordinar la intervención de las diferentes instancias gubernamentales. En el siguiente capítulo profundizaremos más en este tema.

## 4. PERSPECTIVAS FUTURAS DEL SECTOR EN EUROPA Y ESPAÑA

### 4.1 RIESGOS INMINENTES PARA LA ACTIVIDAD ASEGURADORA

En el cuadro 08, ofrecemos el resumen de los riesgos, según EIOPS (2011), a que estará expuesta la actividad aseguradora durante la actual y previsible futura coyuntura económica, cuadro que indica, al mismo tiempo, la probabilidad de ocurrencia de los riesgos enumerados, así como su presunto impacto. Sus autores señalan que los factores de riesgo más predominantes radican en las crisis de la deuda soberana en Europa, en los riesgos de las inversiones en renta variable y en aquéllos inherentes a un detrimento de la situación económica, así como en los relacionados con las futuras normas reguladoras del sector, haciendo hincapié en que los tres primeros riesgos mencionados los consideran cruciales en conjunción con un deterioro de la situación económica que deprimiría las cotizaciones bursátiles. Ellos han sido calificados con una nota de 3 en la escala de 1 – la menor probabilidad de ocurrencia – a 4, la probabilidad más alta, mientras que en lo referente al impacto en el sector asegurador los mayores riesgos estriban en el de la deuda soberana y en el de una recesión.

Sin embargo, lo cierto es que pese a ciertos nubarrones relacionados con estos riesgos inminentes, EIOPA (2011) se pronuncia positivamente sobre la situación financiera, argumentando que, en términos medios, el sector de seguros mantuvo su resiliencia durante 2010, logrando, verbigracia, un 309% de ratio de solvencia, cifra promedio que no refleja, obviamente, la solvencia individual de cada una de las aseguradoras. Respecto al riesgo de liquidez reconoce que en los seguros de vida los riesgos catastróficos podrían conducir a que las empresas se vean obligadas a liquidar sus inversiones en el corto plazo, siendo posible que este riesgo afecte a las entidades de seguros de vida en más de una forma, como puede ser la pérdida de confianza del público ante la ocurrencia de tales riesgos y producir una especie de estampida de los asegurados, semejantes a las bien conocidas en el sector bancario.

En el trasfondo de la crisis, EIOPA (2011) considera que los riesgos descritos en su Informe del primer semestre de 2011 no han cambiado para mejorar, sino más bien para empeorar, deteriorando los riesgos que recaen sobre el sector, concluyendo en sus perspectivas *“que el riesgo de la deuda soberana y la falta de una respuesta política definida y comprensiva constituyen los dos principales focos de riesgo que pueden poner en peligro la estabilidad financiera del sector europeo de seguros y fondos de pensiones empresariales”*. Entre marzo y mayo de 2011, EIOPA sometió a prueba la capacidad de las aseguradoras para cumplir los *Requisitos Mínimos de Capital, Minimum Capital Requirements (MCR)*, previstos en la futura Solvencia II, o sea, los umbrales regulatorios bajo diferentes escenarios. Los escenarios comprendían los riesgos relacionados con el mercado, el seguro y el crédito y, adicionalmente, la exposición a la deuda soberana. Los resultados a tenor del Comunicado de Prensa emitido por dicha institución, EIOPA (2011b), son, resumidamente, los siguientes:

- Las aseguradoras europeas se mantienen fuertes.
- El 10% de las aseguradoras no cumplirían los Requisitos Mínimos de Solvencia bajo los escenarios adversos.
- El déficit de Solvencia II es moderado en conjunto, comparado con el de capital.

*“El ejercicio confirma que el mercado de seguros en Europa, cubierto por la Prueba de Estrés, es fuerte”*

*EIOPA, 2011*

CUADRO 08

**CLASIFICACIÓN DE LOS RIESGOS MÁS INMINENTES PARA EL SECTOR ASEGURADOR**

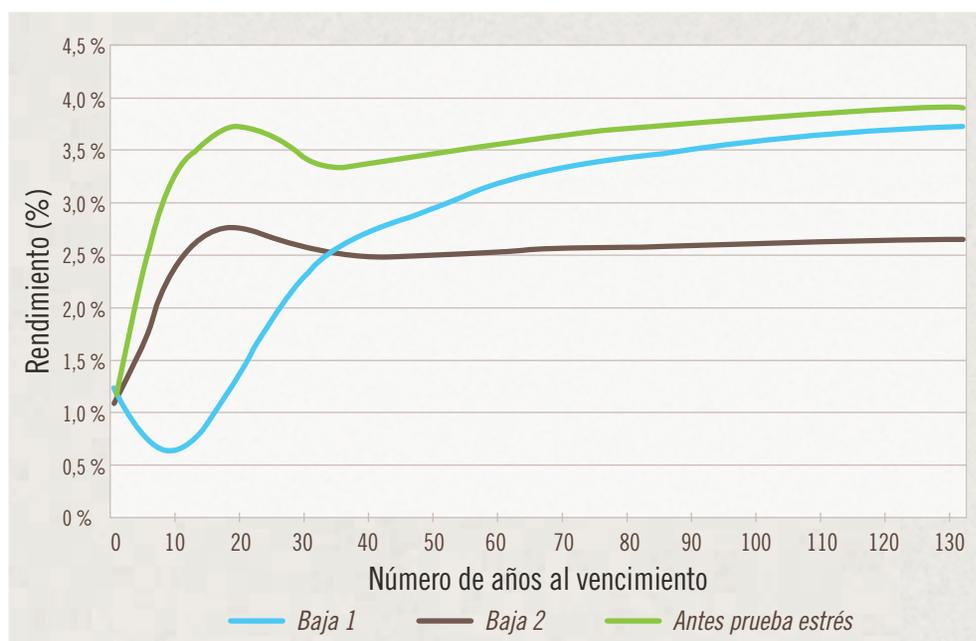
Fuente: EIOPS/EIOPA (2011)

Con base en 28 respuestas	Probabilidad promedio	Incidencia media del riesgo	Evolución últimos 12 meses	Evolución esperada próximos 12 meses
Ranking en función probabilidades de impacto	1 = Bajo 2 = Medio bajo 3 = Medio alto 4 = Alto		-2 = Constante decreciente +2 = Constante creciente	
Deuda soberana	3,1	3,0	1,2	0,2
Ciclo económico	3,1	2,9	0,7	0,6
Normativas reguladoras	3,2	2,6	0,4	0,7
Riesgo de renta variable	3,0	2,6	0,8	0,2
Tasas de interés	2,9	2,7	0,3	0,0
Caída de cartera	2,6	2,6	0,4	0,5
Riesgo de credito	2,4	2,7	0,4	0,3
Suficiencia primas	2,4	2,7	0,4	-0,1
Reformas tributarias y del sistema de pensiones	2,4	2,3	0,6	0,5
Catástrofes naturales	2,0	2,6	0,4	-0,1
Aumento súbito tasas de interés	2,0	2,5	0,0	-0,1
Constitución reservas	2,0	2,5	0,2	0,2
Longevidad	2,1	2,3	0,1	0,1
Confianza consumidores	2,2	2,1	0,3	0,4
Nivel de gastos	2,2	2,1	0,2	0,2

- Los principales factores subyacentes del riesgo de mercado estriban en las cotizaciones de las acciones, las tasas de interés y los títulos de la deuda soberana.
- Los principales riesgos de seguro se hallan en los aumentos en la siniestralidad, la inflación y las catástrofes naturales.
- Más del 50% del mercado europeo de seguros por país fue sometido a la prueba.

En lo que atañe al caso español, en declaraciones públicas a la prensa realizadas en 2011, la presidenta de la UNESPA, Pilar González de Frutos, se mostró optimista respecto a las pruebas de estrés para el sector asegurador español y avanzó que ninguna aseguradora española había suspendido los test de estrés. Refiriéndose a Solvencia II opinó que los excedentes de capital del sector lo sitúan en “un buen punto de partida” para adoptar las decisiones que sean “más oportunas”.

Finalmente, ante la experiencia en el Japón en los años 90 del siglo pasado y más recientemente en los Estados Unidos y algunos países europeos, en los cuales un periodo prolongado de bajas tasas de interés erosionó los balances del sector asegurador al aumentar el valor presente de los compromisos adquiridos y disminuir la rentabilidad de las inversiones, EIOPA (2011) realizó simu-



**GRÁFICO 34**  
**EUROZONA:**  
**ESCENARIOS**  
**DE CURVAS DE**  
**INTERÉS BAJAS**

Fuente: Elaborado por UNESPA (2010), con datos de la DGS y FP

laciones tendentes a explorar la resiliencia de las aseguradoras en escenarios prolongados de bajas tasas de interés con los resultados que muestra el Gráfico 34, para el área de la eurozona. Se utilizaron las dos siguientes hipótesis de trabajo con relación a las tasas de interés y su tendencia y las mismas monedas utilizadas en la prueba de estrés:

1º Tendencia bajista en el nivel de las futuras e incondicionales tasas de interés del 4,2% y un aplanamiento en forma de U de la curva en el segmento más corto de los plazos de vencimiento, y

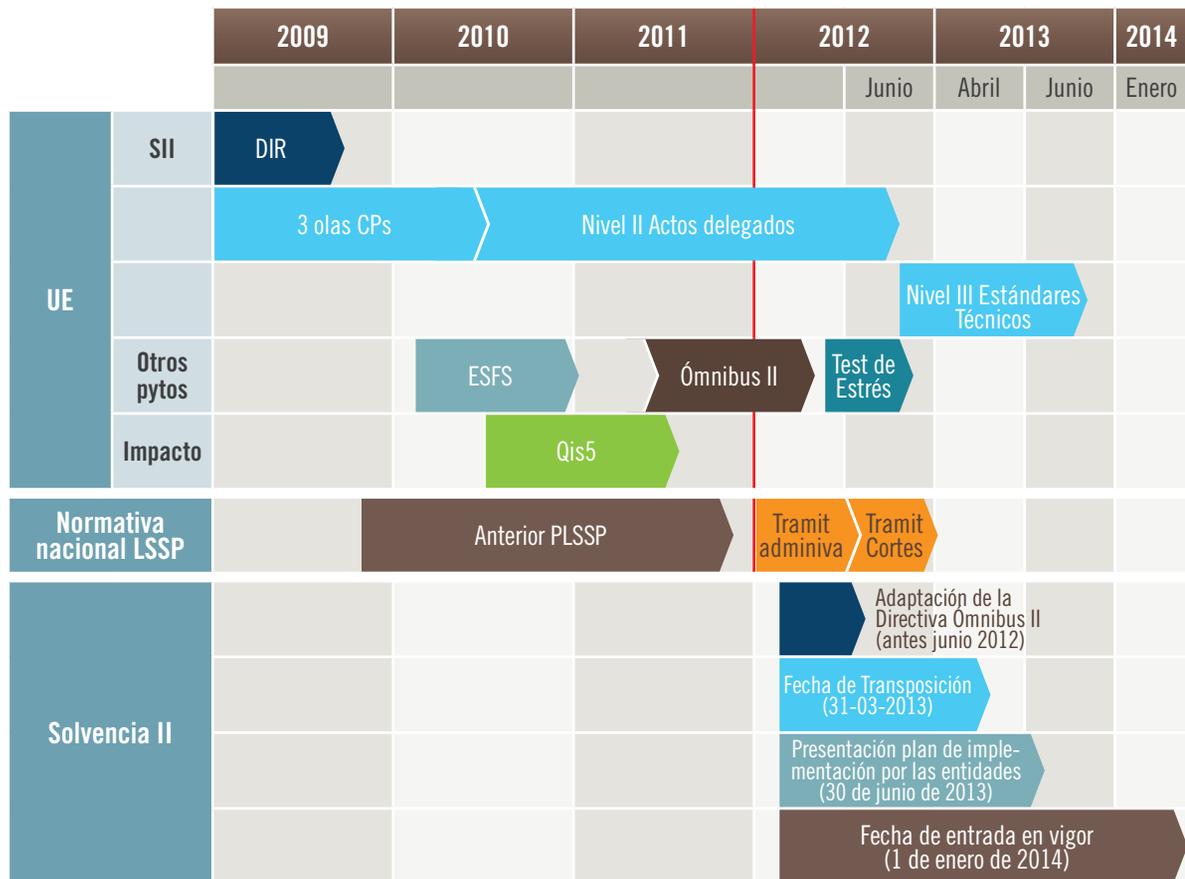
2º Tendencia bajista de la curva de tasas de interés con un nivel y forma similar al más bajo de la curva de la eurozona observada en años recientes – Agosto de 2010.

Después de analizar la dispersión de los resultados obtenidos, EIOPS (2011) concluye que *“en promedio la actividad sería afectada adversamente por un prolongado periodo de bajas tasas de interés”*, constatación que, a nuestro entender, pone en entredicho la bondad para el sector de seguros de la actual política de dinero barato proseguida por el Banco Central Europeo y la de otros países, política que hemos criticado también bajo el enfoque de la financiación de la economía real.

Otro elemento importante a resaltar sobre el futuro del seguro europeo se refiere a la tendencia hacia la concentración. De acuerdo con el último Informe de Situación elaborado por la EIOPS (2011) sobre la evolución del sector asegurador europeo, el grado de concentración de las entidades de seguros, medido por las primas suscritas como porcentaje de todo el sector doméstico, se ha reducido en algunos de los países miembros durante el año 2010, especialmente respecto a las 3 y 5 primeras compañías, pero en otros países se ha mantenido estable, siendo el grado de concentración mayor en el seguro de vida que en el de generales. En los Estados miembros de mayor tamaño la tendencia anotada es hacia la fragmentación.

En el aún más reciente *Financial Stability Report 2011 Second half year report* de EIOPS (2011), esta institución hace un repaso también sobre los otros riesgos recogidos en el Cuadro No 8 y que pesan sobre el futuro de la actividad

GRÁFICO 35 CALENDARIO LEGAL Y NORMATIVO DE LA DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS



Fuente: Rodríguez-Ponga, Flavia (2012)

aseguradora europea, tales como el riesgo de suficiente liquidez, especialmente en las operaciones de seguros de vida, el riesgo del endeudamiento público, la inflación y sus repercusiones, el ciclo económico, etc.

Respecto al futuro del mercado español de seguros, para la actual Directora General de Seguros, los *Retos del Sector* se sintetizan así, Rodríguez-Ponga, Flavia (2012):

- Continuar siendo un sector principal en la economía y en la sociedad.
- Seguir siendo un operador solvente en la economía.
- Adaptarse a Solvencia II y sus Pilares I, II y III.
- Desarrollar el seguro a largo plazo.
- Hacer más comprensible y sencillo el contenido del contrato de seguro.
- Adaptarse a las necesidades de los asegurados.

Para cumplir la función de supervisión y regulación de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, en el Calendario – gráfico 35 – expuso los diferentes proyectos en ejecución y proyectados en un futuro cercano.

Según un estudio-encuesta de ICEA (2011) – gráfico 36, Pág. 118 – las aseguradoras españolas están preparadas para el funcionamiento del nuevo marco regulador de Solvencia II, porque una tercera parte de ellas dispone de partidas específicas para Solvencia II en su presupuesto de TI. En esta encuesta realizada a principios de año entre directivos del área de TI, el 42% de los entrevistados

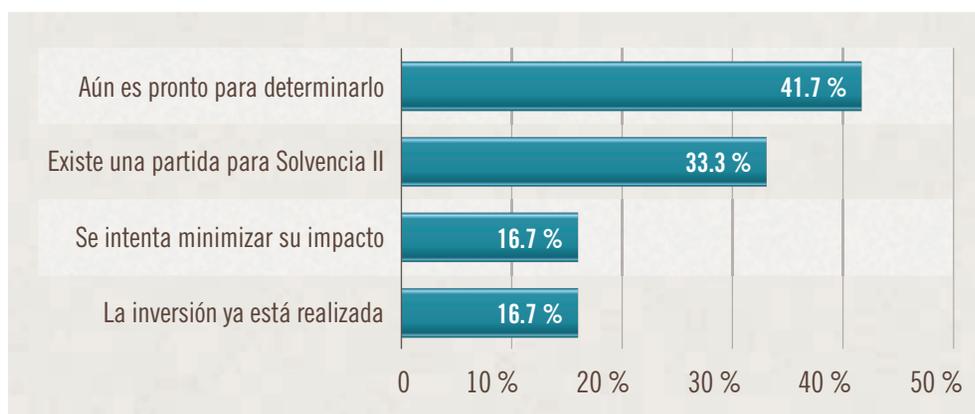


GRÁFICO 36  
**ESPAÑA - CÓMO AFECTARÁ SOLVENCIA II A LAS INVERSIONES DE TI**

Fuente: ICEA (2011)

opinó que Solvencia II tendrá un gran impacto por su exigencia y que implicará una mayor burocracia.

Nos parece que para determinar la estrategia sobre el futuro de la actividad aseguradora española, la metodología del estudio realizado por Schweri, Sandra Gisin, *et al.* (2010) del *Zentrum für Risk & Insurance, ZHAW Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften* bajo el título *Die Schweizer Versicherungsbranche 2015, Entwicklungen und ihre Auswirkungen auf die Soll-Kompetenzen, El Seguro Suizo en 2015, Evoluciones y sus Repercusiones en las Competencias Requeridas*, podría resultar de gran utilidad, no solamente para los estudiosos del seguro, porque al tratarse de una metodología de fácil aplicación y en vista del proceso de globalización del seguro los elementos o factores que determinan su futuro no difieren sustancialmente entre los dos países.

El objetivo primordial del mencionado estudio, según enfatizan sus autores, es “realizar un pronóstico práctico para los próximos años del seguro en Suiza, así como sus repercusiones en el grado de competencia que deben reunir las plantillas”. Este pronóstico se efectuó con base a diversos escenarios y mediante entrevistas, desarrollándose y definiendo cuatro opciones diferentes para las empresas de seguros con el fin de abordar el futuro. Conservando la denominación de los autores ellas son:

1. El *Big Player* – definido como el asegurador optimizador de servicios y líder en nivel de costes.
2. El *Cherry-Picker* – definido como el asegurador optimizador de los riesgos y líder en tecnología.
3. El *Risktrader* – el asegurador optimizador de los recursos de capital y sociedad de *fronting*.
4. El *Netzwerker – Operador en Red* – asegurador optimizador del crecimiento y líder en cooperación.

La metodología del análisis de la encuesta se basa en la conocida *Matriz de Vester* – cuadro 09 –, instrumento de análisis desarrollado para investigar las relaciones causales entre diferentes parámetros, asignándole una numeración o puntaje a cada uno de ellos y utilizando un cuadrante para valorar los resultados obtenidos, en la siguiente forma:

Los resultados sobre los factores del mercado suizo de seguros es, según la someramente descrita *Matriz de Vester* – Diagrama 01 –:

Los factores y retos incluidos en la matriz son explicados sucintamente en los siguientes conceptos:

CUADRO 09

**CUADRANTES DE LA MATRIZ DE VESTER**

Fuente: Cuthbert Chiimbila, Jojo (2012)

CUADRANTE 2: PASIVOS	CUADRANTE 1: CRÍTICOS
<p>TOTAL PASIVO ALTO Y TOTAL ACTIVO BAJO</p> <p>Se entienden como problemas sin gran influencia causal sobre los demás, pero que son causados por la mayoría.</p> <p>Utilizados como indicadores de cambio y de eficiencia de la intervención de problemas activos.</p>	<p>TOTAL ACTIVOS Y TOTAL PASIVOS ALTOS</p> <p>Se entienden como problemas de gran causalidad que a su vez son causados por la mayoría de lo demás. Requieren gran cuidado en su análisis y manejo ya que de su intervención dependen en gran medida los resultados finales.</p>
CUADRANTE 3: INDEFERENTES	CUADRANTE 4: ACTIVOS
<p>TOTAL ACTIVOS Y TOTAL PASIVOS BAJOS</p> <p>Son problemas de baja influencia causal, además que no son causados por la mayoría de los demás. Son problemas de baja prioridad dentro del sistema analizado.</p>	<p>TOTAL DE ACTIVOS ALTOS Y TOTAL PASIVOS BAJOS</p> <p>Son problemas de alta influencia sobre la mayoría de los restantes pero que no son causados por otros. Son problemas claves ya que son causa primaria del problema central y por ende requieren atención y manejo crucial.</p>

**1º MARCO REGULATORIO Y LEGAL**

Se trata de los posibles cambios en el ámbito nacional e internacional que puedan influir en las operaciones del sector, tanto en los aspectos operativos como en lo referente a la distribución y que obedecen a la pregunta de en qué forma se puede configurar la estrategia de negocio para optimizar la rentabilidad de los recursos propios. Según la terminología de la *Matriz de Vester* se trata de

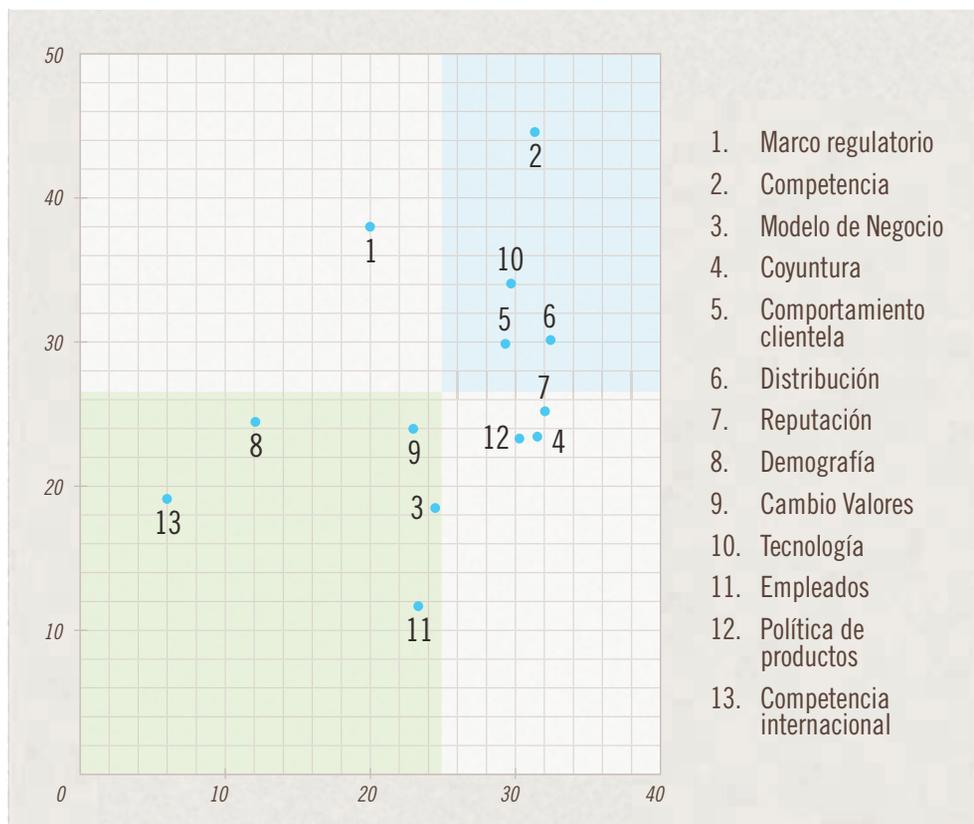
DIAGRAMA 01

**CUADRANTE ESTRATÉGICO\***

\*Título dado por el autor de este trabajo

Nota del autor: Por motivos de espacio, la explicación original de la aplicación en este caso de la Matriz de Vester se expondrá en el texto general.

Fuente: Gisin Schweri, Sandra, et al. (2010)



un factor PASIVO, o sea, sin gran influencia causal sobre los demás, aunque constituye un factor de cambio y eficiencia.

## 2º COMPETENCIA INTERNA

Este tema se ocupa de la pregunta de hasta qué punto es posible lograr en el futuro economías en los respectivos costes. De cuáles son los procesos que se pueden configurar en forma más eficiente y si la reducción de costes planeada en el pasado es realizable en el futuro o si ella se desvanece o frustra por las nuevas inversiones y ajustes presupuestarios impredecibles. El resultado para el mercado suizo de este factor es CRÍTICO, es decir, encierra un gran componente de causa-efecto con relación a los demás factores; ello requiere se le preste gran atención en su análisis y manejo, porque de él dependen en gran medida los resultados finales.

## 3º MODELO DE NEGOCIO

Este tercer factor es definido por los autores de la investigación como un tema relacionado con la consolidación del mercado suizo ante las preguntas de cuáles serán los modelos de negocio que sobrevivirán en el futuro y qué importancia revisten para las grandes aseguradoras y cómo permiten alcanzar las metas de crecimiento en un mercado saturado. Sin embargo, en la calificación de cuadrante aparece en el límite de los factores INDIFERENTES, o sea, de baja prioridad por su bajo grado de causalidad dentro de todo el conjunto analizado.

## 4º COYUNTURA ECONÓMICA

Estrechamente relacionada con la anterior se halla la respectiva coyuntura económica reinante, caracterizada actualmente por bajos tipos de interés. Pese a que en las entrevistas realizadas no siempre se abordó este tema directamente, en las consideraciones estratégicas siempre predominaba la situación económica y su futura recuperación, planteándose preguntas como la posibilidad a corto plazo de rentabilizar las operaciones de seguros de vida y el papel de los mercados financieros. Este factor resultó configurarse como ACTIVO, o sea, de alta frecuencia y clave, cuya gestión es crucial y exige, por consiguiente, gran atención.

## 5º CLIENTELA

Por su parte, el tema de clientela, como era esperarse, se consideró como un factor CRÍTICO, es decir, con un alto grado de casualidad en las respectivas interrelaciones, requiriendo, por lo tanto, mucho cuidado en sus análisis y gestión al depender los resultados en gran medida de él. Entre las preguntas o temas tratados en las entrevistas destacan la sensibilidad al precio de las primas de seguros, aunque todavía no se ha impuesto en el mercado suizo, pero sin descartar que en el futuro dicha sensibilidad juegue un papel más preponderante.

## 6º DISTRIBUCIÓN

Igualmente, la distribución resultó ser un factor CRÍTICO, o sea, que reúne las mismas características de causa-efecto mencionadas en el punto anterior. Las preguntas formuladas versaban sobre los canales óptimos de distribución y si la distribución propia por parte de las aseguradoras volvería a ganar importancia en el futuro, así como sobre la importancia de la tecnología de la información en las redes de distribución.

## 7º REPUTACIÓN

Como factor clave en la categoría de ACTIVO que requiere atención y su gestión es crucial destacó la reputación de las entidades de seguros, relevante especialmente en los temas relacionados con la previsión social privada, como es el caso de la previsión complementaria en Suiza. Ciertos aspectos negativos de esta actividad, así como el lavado de dinero y la evasión de impuestos mediante los seguros de vida han repercutido negativamente en la imagen de las aseguradoras.

## 8º FINANCIACIÓN DEL ENVEJECIMIENTO

Los cambios demográficos y sus financiación representaron el 8º tema tratado, el cual se refiere fundamentalmente a la previsión para la vejez y al sistema de sanidad, habiendo sido catalogado como un factor INDIFERENTE, el considerar la entrevistados que se trata de problemas de baja influencia causal, además que no son causados por la mayoría de los otros factores, siendo por consiguiente de baja prioridad dentro del sistema analizado. Las recientes y las esperadas evoluciones futuras en este sector fundamentalmente social inducen a preguntarse si con un bienestar en declive y expectativas crecientes de seguridad la sociedad en su conjunto se puede permitir financiar estos sistemas. Preguntas sobre la forma de lograrlo y de cómo compaginar la solidaridad sin recurrir a la competencia fueron consideradas como un importante reto para la política y la sociedad.

## 9º CAMBIOS ESCALA DE VALORES

También como INDIFERENTE dentro del contexto esbozado fue calificado este factor, habiendo versado el tema tratado alrededor de la desolidarización de la sociedad y la mayor responsabilidad individual, aparejadas con una creciente deslealtad de clientes y empleados, temas que se entrelazan con el de los otros grupos. Opinan que la erosión de la solidaridad conduce a poner en tela de juicio la compensación del riesgo y la rescisión del *contrato o pacto generacional*, con lo cual se rompería la columna vertebral de la noción de seguro y su función compensadora de en una comunidad de riesgos.

Aunque todos estos temas no son nuevos, comentan los autores del estudio, la crisis financiera y económica los ha acentuado, como ha sido también el caso de las nuevas exigencias legales para el seguro en el marco de la supervisión y la competencia, tendencias que han traído consigo nuevas normas de supervisión y elaboración de balances – Solvencia II e IFRS – y regulaciones legales en el ámbito de la protección de los consumidores, la intermediación, el sistema impositivo, etc. La crisis financiera ha despertado nuevas preocupaciones relacionadas con la incertidumbre en el marco legal y regulatorio y su futuro devenir.

Los principales factores analizados en el estudio se interrelacionan entre sí de acuerdo con el diagrama 02 – Pág.122 –.

Finalmente, los autores ofrecen el cuadro 10 – Pág.123 –, comparativo y sinóptico sobre las exigencias y competencias deseadas o que deberían reunirse para satisfacerlas, no habiendo surgido ella de las entrevistas realizadas, sino de la definición posterior de los autores sobre los prototipos u opciones de aseguradoras para encarar la posible evolución del sector.

*Cherry picking* tiene algunas definiciones diferentes, pero es más a menudo considerado como el proceso de selección de una pequeña cantidad de información o datos para intentar demostrar un punto. Dentro de la actividad del



DIAGRAMA 02  
**INTERRELACIÓN  
 DE LOS  
 FACTORES\***

*\*Título dado por el autor de este trabajo*

*Fuente: Gisin Schweri, Sandra, et al. (2010)*

seguro, el término *cherry picking* es frecuente. Por ejemplo, una compañía de seguros de salud puede desear escoger solamente *la cereza* de las personas más saludables en la expedición de pólizas de seguros, al tiempo que deniega aceptar otras con peores condiciones de salud, lo cual puede reducir al mínimo la siniestralidad. Sin embargo, las regulaciones gubernamentales intentan impedir que las compañías de seguros elijan a los clientes, obligándoles a asegurar a los clientes con diferentes niveles de riesgo.

Como es obvio, estos modelos de estrategias para el futuro implican importantes exigencias tanto para el personal directivo como para las respectivas plantillas de las aseguradoras. Del estudio en mención se elaboró el mencionado cuadro que recoge para cada una de ellas tales exigencias, resaltado en negrita aquéllas que tienen prioridad en función de la estrategia resultante y de las competencias específicas.

Como colofón y resumen de este capítulo, creemos oportuno recordar la reciente frase pronunciada por la Presidenta de UNESPA, transcrita al final de la siguiente página, la cual recoge acertadamente la gran capacidad de resiliencia que ha demostrado poseer el sector de seguros español durante los difíciles años de la crisis. ■

CUADRO 10 EXIGENCIAS Y COMPETENCIAS

	Optimizador de servicios, líder en costes	Optimizador de riesgos, líder en tecnología	Optimizador capital; asegurador pólizas fronting	Operador en red: Optimizador crecimiento, líder en cooperación
Competencias profesionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dominio de los procesos</li> <li>• Habilidades interface</li> <li>• Capacidad operar en red</li> <li>• Gestión de proyectos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dominio de los procesos</li> <li>• Habilidades interface</li> <li>• Capacidad operar en red</li> <li>• Gestión de proyectos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dominio de los procesos</li> <li>• Habilidades interface</li> <li>• Capacidad operar en red</li> <li>• Gestión de proyectos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dominio de los procesos</li> <li>• Habilidades interface</li> <li>• Capacidad operar en red</li> <li>• Gestión de proyectos</li> </ul>
Competencias sociales	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacidad de comunicación</li> <li>• Capacidad dirimir conflictos</li> <li>• Trabajo en equipo</li> <li>• Comprensión</li> <li>• Flexibilidad / Capacidad adaptación</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacidad de comunicación</li> <li>• Capacidad dirimir conflictos</li> <li>• Trabajo en equipo</li> <li>• Comprensión</li> <li>• Flexibilidad / Capacidad adaptación</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacidad de comunicación</li> <li>• Capacidad dirimir conflictos</li> <li>• Trabajo en equipo</li> <li>• Comprensión</li> <li>• Flexibilidad / Capacidad adaptación</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacidad de comunicación</li> <li>• Capacidad dirimir conflictos</li> <li>• Trabajo en equipo</li> <li>• Comprensión</li> <li>• Flexibilidad / Capacidad adaptación</li> </ul>
Competencias propias	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacidad auto-gestión y auto-didáctica,</li> <li>• Gestión del tiempo</li> <li>• Pensar en función de la red</li> <li>• Resistencia</li> <li>• Disposición al rendimiento</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacidad auto-gestión y auto-didáctica,</li> <li>• Gestión del tiempo</li> <li>• Pensar en función de la red</li> <li>• Resistencia</li> <li>• Disposición al rendimiento</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacidad auto-gestión y auto-didáctica</li> <li>• Gestión del tiempo</li> <li>• Pensar en función de la red</li> <li>• Resistencia</li> <li>• Disposición al rendimiento</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacidad auto-gestión y auto-didáctica,</li> <li>• Gestión del tiempo</li> <li>• Pensar en función de la red</li> <li>• Resistencia</li> <li>• Disposición al rendimiento</li> </ul>
Competencias metodológicas	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Retórica</li> <li>• Planificación de proyectos</li> <li>• Capacidad analítica</li> <li>• Capacidad razonamiento abstracto y en red</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Retórica</li> <li>• Planificación de proyectos</li> <li>• Capacidad analítica</li> <li>• Capacidad razonamiento abstracto y en red</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Retórica</li> <li>• Planificación de proyectos</li> <li>• Capacidad analítica</li> <li>• Capacidad razonamiento abstracto y en red</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Retórica</li> <li>• Planificación de proyectos</li> <li>• Capacidad analítica</li> <li>• Capacidad razonamiento abstracto y en red</li> </ul>
Competencias medios	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aprovechamiento</li> <li>• Elección</li> <li>• Presentación</li> <li>• Análisis</li> <li>• Valoración</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aprovechamiento</li> <li>• Elección</li> <li>• Presentación</li> <li>• Análisis</li> <li>• Valoración</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aprovechamiento</li> <li>• Elección</li> <li>• Presentación</li> <li>• Análisis</li> <li>• Valoración</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aprovechamiento</li> <li>• Elección</li> <li>• Presentación</li> <li>• Análisis</li> <li>• Valoración</li> </ul>

Fuente: Gisin Schweri, Sandra, et al. (2010)

*“Hemos garantizado el pleno funcionamiento de la maquinaria aseguradora en un momento de la vida de los sistemas productivos y los hogares en los que la respuesta de la institución aseguradora es, si cabe, doblemente necesaria”*

*Pilar González de Frutos, Presidenta de UNESPA*

# CAPÍTULO V

## TENDENCIAS EN EL CONTROL Y REGULACIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO

*“Se ha olvidado, o no se ha querido aprender, que no hay nada más peligroso para una nación o conjunto de ellas que pasar la raya en la intervención y autoritarismo del Estado”*

*Ortega y Gasset*

### 1. CONSIDERACIONES GENERALES

No cabe la menor duda, en nuestra opinión, que las medidas adoptadas, primordialmente en el ámbito europeo y estadounidenses, para gestionar la crisis, mitigar sus efectos y controlar el riesgo sistémico marcan un importante punto de inflexión respecto a otras crisis económicas acaecidas en la humanidad, en especial a partir del crac de finales de los años 20 del siglo pasado y que rápidamente desembocó en la Gran Depresión. Como ya indicamos en otro capítulo, los responsables de la política económica han querido evitar a todas costas un derrumbe de las economías regionales y de la mundial y, contrario a lo sucedido en crisis anteriores, han decidido no dejar exclusivamente a las fuerzas del mercado la superación de la crisis y sus secuelas.

Sin embargo, no es difícil sustraerse de la idea de que las medidas adoptadas en muchas ocasiones delatan cierto diletantismo y, lo peor de todo, un continuo zigzag de los líderes políticos, tendencia que en ocasiones han contri-

buido a agravar la crisis y a que la opinión pública y profesional haya perdido en buena medida su confianza en la clase política. Naturalmente, esta deriva permanente, palpable en grado sumo en la UE, no obedece exclusivamente a la falta de voluntad por parte de la clase política, sino a la complejidad de la crisis, históricamente inédita en su amplitud y repercusiones, aunque no hay que pasar por alto, salvo sus respectivas magnitudes, que tanto la Crisis de los Tulipanes, la de la Compañía del Mar de Sur, etc. también afectaron a todo un sistema económico.

Pero como explicamos en capítulo pertinente, la causa primaria de tales crisis ha tenido su epicentro en la especulación desaforada, cualesquiera que fuese el producto o mercancía objeto de ella, mucho más, a nuestro juicio, que el riesgo sistémico propiamente dicho. Hemos reiterado que no se trata de pregonar su prohibición, pero sí de buscar soluciones que por lo menos temporalmente limiten sus ondas expansivas y recurrentes como lo ha vivido y está viviendo Europa durante la actual crisis. Ella cumple, indudablemente, importantes funciones en los mercados, pero no nos parece de recibo que, no hace mucho tiempo, un famoso especulador, hoy arrepentido y crítico con el sistema que lo enriqueció desmedidamente, haya doblegado en su día a la Libra Esterlina. Gracias a los derivados e infinidad de productos utilizados para el apalancamiento financiero, las sumas involucradas en los movimientos especulativos son ingentes, tal como lo vimos en el *Capítulo II.*, superando con creces los recursos de los gobiernos y de la banca central, como ya lo hemos comentado en apartados anteriores indicando las fabulosas sumas comprometidas.

Estos agudizados y recurrentes vaivenes han traído consigo, además, importantes distorsiones en las tasas de interés, en especial aquéllas de los mercados de deuda pública, presentándose situaciones a todas luces verdaderamente incongruentes con una sana percepción de la actividad económica. Distorsiones provenientes de una Unión Monetaria contra natura. No parece lógico que en épocas de una relativa baja tasa de inflación, existente también en Alemania, el Tesoro de dicho país financie sus *bunds* a tasas negativas de interés, como si estuviese viviendo una fase deflacionaria de su economía. A ello viene a sumarse el interminable debate sobre la conveniencia o no de que una autoridad central, a nivel europeo, emita eurobonos solidarios entre los diferentes países y la errática evolución de las primas de riesgo.

Este maremágnum de opiniones, medidas contradictorias y falta de confianza se ha visto también alentado por la introducción en la jerga económica y financiera de multitud de conceptos y definiciones ininteligibles para la mayoría de los sujetos económicos, acarreando más confusión y desasosiego. Como comenta Donges, Jürgen B. (2011) Catedrático Emérito de la Universidad de Colonia, Alemania, en su intervención en la Fundación Rafael del Pino *“esto se debe a una gestión de la crisis por parte de la clase política muy cuestionable. La grave crisis financiera que está padeciendo la Eurozona ha sido causada por los Gobiernos, no por los mercados. Son políticos, no inversores financieros, los que han decidido aumentar el gasto público y financiarlo con deuda más allá de lo que era sostenible en el tiempo”*. A esto último se añade que las públicas y vehementes discusiones entre las autoridades monetarias opuestas a esta clase de medidas y las favorables y que se repiten incesantemente, no contribuyen a restaurar la confianza en la capacidad de los dirigentes para paliar la crisis, dando pábulo nuevamente a la especulación, con lo cual prosigue el círculo vicioso.

## 2. EL RIESGO SISTÉMICO Y ALGUNAS POLÍTICAS GUBERNAMENTALES ANTI CRISIS

Un análisis o, por lo menos, un recuento exhaustivo de las diferentes medidas políticas discutidas, adoptadas o en estudio excedería con creces los límites de este trabajo dedicado a la actividad aseguradora y el riesgo sistémico, más aún si la mayoría de ellas tiene como objeto al sistema bancario y financiero, foco del mismo y su propagación. Apenas mencionaremos tangencialmente algunas, con el fin de dedicar más espacio a las referentes al seguro. No obstante, para que el lector se forme una idea general, aunque vaga, de las políticas gubernamentales proseguidas para mitigar la crisis, evitar su propagación mediante el riesgo sistémico, nos parece conveniente recordar algunos de los conceptos, definiciones e instrumentos desarrollados dentro de una política relativamente poco claras y más bien confusas.

El articulista del NZZ, Snower, Dennis J. (2011) constataba con razón que *“el año 2011 pasará a la historia como el año de las Históricas Cumbres Europeas, cada una de esta infinidad de reuniones pretendía haber solucionado el problema de la crisis de la deuda, pero con sus numerosas y a menudo contradictorias acciones de salvamento, los gobiernos de la UE no lograron ninguna estabilidad”* El *Sammelsurium* o *Mezcolanza* de las propuestas parcialmente razonables, pero igualmente parcialmente irrazonables, ha traído confusión y desazón en los círculos económicos y mercados. Porque uno de los principales problemas para el esbozo de una política coherente y relativamente conjunta estriba en la falta de unanimidad en el mundo académico y político para diagnosticar acertadamente la crisis, sus focos de contagio y las respectivas medidas.

Aquí han renacido y aflorado nuevamente las importantes y viejas divergencias existentes en el mundo académico entre las políticas liberales o de mercado y aquéllas keynesianas, estas últimas nacidas a la luz de la Gran Depresión y, para muchos, las más apropiadas para solventar los problemas. En realidad el quid del asunto estriba en el tradicional punto de discordia de si la política económica debe estar orientada hacia el estímulo de la oferta o de la demanda, a lo cual se añade como factor importante el fenómeno del alto endeudamiento de los gobiernos y sector privado en muchos de los países. De acuerdo con lo expuesto en el varias veces citado importante y clarificador artículo titulado *Riesgo Sistémico: Falta una Definición Apropiada*, Liedtke, Patrick M. (2011a) se ocupa intensamente del tema bajo la perspectiva del seguro en los siguientes términos que nos permitimos repetir nuevamente:

Las iniciativas para fortalecer la estabilidad de nuestro sistema financiero se han multiplicado de tal modo durante los últimos meses que se torna difícil seguirles el rastro, al punto que parecería que casi todas las semanas surge una propuesta importante de políticos, reguladores, supervisores o banqueros centrales sobre la mejor forma de abordar los problemas que plantea el riesgo sistémico. Esto no debe sorprendernos tras el enorme *stress* y las grandes pérdidas sufridas en la economía real por la última falla de nuestro sistema financiero. Pero lo que realmente sorprende es que a esta altura de los acontecimientos no exista una definición de riesgo sistémico que resulte totalmente convincente y sea aceptada por la mayoría de los expertos. Esto a pesar del hecho de que la elección de una definición apropiada se sitúa en el centro mismo de la estabilidad financiera global que abarca a todos los mercados financieros y sus instituciones. Para salvaguardar la estabilidad financiera necesitamos entender claramente de dónde emana el riesgo sistémico. Y para definir correctamente sus fuentes se requiere una definición coherente y eficiente de qué constituye un riesgo sistémico. Lamentablemente, como veremos más adelante, los actuales esfuerzos han quedado muy por detrás del objetivo.

Es así como la definición del *Banco Central Europeo* sobre el riesgo sistémico “es vaga sobre diversos puntos: no especifica a ninguna institución en particular, no es específica en su determinación de mercados, no hace referencia a la magnitud de la incapacidad para cumplir con las obligaciones ni la celeridad con que tal imposibilidad puede extenderse a otras instituciones. La referencia a que esta imposibilidad “puede causar problemas significativos de liquidez o crédito” da a entender que los problemas de liquidez o crédito no son necesariamente los únicos conductos que llevarían al riesgo sistémico”, a lo cual agrega que a pesar de que la definición tiene sus méritos y sirve como orientación para quienes se interesen por el riesgo sistémico, no es muy clara ni resulta de particular utilidad cuando se quiere identificar riesgos sistémicos, pues conduce a un catálogo de posibles riesgos que van más allá de los generalmente aceptados y tratados como verdaderas fuentes de riesgo sistémico.

Independiente de esta crítica y en los aspectos relacionados con las políticas a seguir, nos parece que De Bandt, Olivier y Philipp Hartmann, Philipp (2000) del *Banco Central Europeo*, se ocuparon ampliamente del tema remontándose a renombrados economistas como Musgrave, quien introdujo en 1973 la división ya clásica de las tres funciones de la política pública, cuales son la de asignación, la de estabilización y la de distribución, apareciendo la primera de ellas como la más relevante respecto al riesgo sistémico, porque éste genera efectos de contagio que pueden perturbar la asignación eficiente de los recursos.

Consideran tales autores que una crisis sistémica que afecta a un gran número de instituciones financieras o mercados vía contracción crediticia conduce a una recesión o a una depresión, motivo por el cual en tales situaciones son apropiadas políticas de estabilización, tales como aquéllas de expansión monetaria o fiscal, tendentes a mantener un nivel adecuado de liquidez en el sistema bancario. Resulta interesante hacer hincapié que en el caso del riesgo sistémico los problemas de asignación y estabilización están muy relacionados entre sí, de tal manera que si el contagio es muy fuerte la distribución microeconómica del riesgo puede degenerar en una desestabilización de todo el sistema económico. En su argumentación desembocan en el tema de las intervenciones de la banca central como *prestamista de última instancia*, diferenciando entre dos acciones diferentes, siendo la primera de ellas la típica de una política monetaria expansiva, mientras que la segunda clase la consideran como una acción de ayuda ante *emergencias de liquidez*, aunque esta segunda, reconocen, es muy controvertida en la literatura económica.

Recurriendo nuevamente a la presentación *Causas y Enseñanzas de la Crisis Financiera bajo el Enfoque académico - Ursachen und Lehren der Finanzkrise aus akademischer Sicht* de Rudolph, Bernd (2009), transcribimos a continuación su catálogo resumido de los paquetes de rescate y medidas de ayuda, adoptadas o sugeridas, para conjurar la inestabilidad, habiendo eliminado las que se refieren concretamente a Alemania y han sido superadas por la posterior evolución de los acontecimientos.

- *Fondos de estabilización financiera.*
- *Recapitalización pública o adquisición de títulos-valores tóxicos.*

Posee la ventaja de la importante participación gubernamental que le confiere mayor confianza, pero en el fondo constituye una especie de *expropiación* de los accionistas respectivos. Esta participación puede ser parcial o total, temporal o permanente. Respecto a la adquisición de activos tóxicos – verbigracia, Banco Malo – puede resultar difícil su correcta valoración o inducir al sistema bancario a deshacerse de las malas inversiones. Un estímulo fiscal para las instituciones afectadas de desgravaciones sobre activos tóxicos origina problema de competencia inequitativa

- *Constitución de bancos malos.* Diferentes opciones a esta alternativa, las cuales puede pasar desde un banco central para todas las instituciones afectadas; ser una institución de derecho público, privada o mixta.

Como era de esperarse, esta breve relación se refiere exclusivamente al sector bancario, causa y fuente principal del riesgo sistémico y su propagación y no se menciona, ni una sola vez, a la institución aseguradora, porque está meridianamente claro que conceptos como *aseguradora mala* no dan lugar alguno.

En el Capítulo 2 del informe del Fondo Monetario Internacional *Global Financial Stability Report, Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System* de abril de 2010, se esbozaron y sugirieron algunas medidas, especialmente prudenciales y atinentes a la banca, a las cuales nos referiremos muy brevemente en el apartado 3º de este capítulo dedicado a comentar las tendencias generales en las medidas y regulaciones adoptadas o en estudio sobre el riesgo sistémico.

Además de las medidas ya enunciadas, especialmente en el seno de la UE se han acometido o estudian medidas de choque de signo macroeconómico y menor medida regulatorio de un sector específico que trataremos más adelante en forma breve y que *grosso modo* tampoco atañen al sector asegurador, a saber: *procesos de desapalancamiento público y privado; intervenciones de los bancos centrales; fondos de estabilidad, emisión de eurobonos.* Sin embargo, esta somera descripción nos ofrece una amplia visión de cómo el mundo asegurador se encuentra completamente al margen del foco de los riesgos sistémicos y que sería injusto que en las regulaciones se incluyese como si uno de sus actores hubiese sido.

## 2.1 POLÍTICAS DE AUSTRERIDAD Y PROCESOS DE DESAPALANCAMIENTO

La austeridad, especialmente cuando se trata de frenar los a veces desorbitados gastos públicos y los despilfarros, se ha convertido en un verdadero *Caballito de Batalla* en las discusiones y foros sobre las medidas públicas para paliar la crisis. Iniciada con la situación de la economía griega y su alto grado de endeudamiento; posteriormente se ha trasladado a Irlanda, Portugal, Italia y, finalmente, a España a causa de su abultado déficit público, aunque parece que poco a poco se va imponiendo la idea de que no siempre existe una causa-efecto entre endeudamiento público y crisis y que países más endeudados, verbigracia Alemania, han superado la crisis sin tomar medidas tan drásticas, logrando un adecuado crecimiento económico que, a la postre, es el vehículo más adecuado para evitar políticas muy restrictivas del gasto social y mantener suficientes ingresos fiscales para atender los compromisos de deuda pública.

*“El proceso de desapalancamiento iniciado en 2008 está demostrando ser prolongado y penoso, tal como la experiencia histórica sugería que así sería”*

*McKinsey Global Institute, 2012*

Es cierto que los mecanismos de control europeos del gasto público desmesurado no han funcionado de manera eficiente, como opinaba Donges, Jürgen B. (2011) durante su conferencia en la Fundación Rafael del Pino, con las siguientes palabras: *“Hemos aprendido que las normas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en el Tratado de la UE y el Pacto europeo de Estabilidad y Crecimiento no han sido eficaces para imponer la disciplina presupuestaria. La fórmula más creíble es la de fijar, por vía constitucional, un techo al déficit público estructural. Al ‘constitucionalizar’ el déficit, la presión sobre un gobierno para que justifique -en el Parlamento y ante la opinión pública- una eventual infracción es mucho más intensa que si incumple preceptos de Bruselas”.*

Pero la experiencia japonesa demuestra que las políticas de austeridad a ultranza pueden conducir fácilmente a situaciones económicas de estancamiento. Thornhill, John (2012) transcribe las palabras pronunciadas por Richard Koo

de Numura, como un observador externo no europeo sobre la experiencia de las políticas anti cíclicas en su país durante el *Ambrosetti Financial Forum* celebrado en Cernobbio. *“El gobierno redujo los gastos y tuvimos 5 trimestres de crecimiento negativo y le llevó a Japón 10 años recuperarse, porque el punto clave es que si el sector privado se está desapalancando, lo último que deberíamos hacer es el recorte del gasto público”*, afirmaba Richard Koo, cuyo país, Japón, sigue inmerso en una prolongada crisis, sentenciando igualmente en el mismo comentario que *“los líderes de Europa han mal diagnosticado su crisis económica y se pronostican condiciones invernales”*, en lugar de las primaverales mencionadas por el periodista, añadiendo que *“al mismo tiempo que la demanda se ha colapsado en el sector privado, la obsesión de la eurozona con sus recortes en el gasto público solamente agravará los problemas. Su compacta política fiscal es más probable que mate al paciente en lugar de curarlo”*. Menciona que su país logró soslayar, pese a su bajo crecimiento de las dos últimas décadas, una depresión estilo de la de los años 30 del siglo pasado, pero cree que los países periféricos de la eurozona están expuestos a ella.

Pero no se trata de un voz aislada, porque Friedman, Benjamin (2011), catedrático de Harvard, alerta, a su vez, de que los planes de austeridad para luchar contra la crisis deprimirán el crecimiento, lo que podría derivar en un largo periodo de recesión para Europa y, por ello, no cree que la austeridad sea la solución para atajar la crisis en Europa. Más bien, todo lo contrario. Asegura que los planes anticrisis y los programas de recortes que han puesto en marcha los países más afectados por la crisis, como Grecia, Italia o España, perjudicarán el crecimiento de la economía, lo que podría derivar en una larga recesión.

*“A partir de ahora BC significará ‘Before Crisis’ y AD ‘After Deleveraging’”*

*Achleitner, Paul (2010)*

*“El reto de reducir el déficit está muy bien, pero los planes de austeridad van a deprimir el crecimiento y la zona euro en su conjunto entrará en recesión”*, vaticinaba durante su conferencia en la Fundación Del Pino y manifestaba no compartir la visión de algunos gurús de la economía, quienes aseguran que la crisis que está afectando a Europa y Estados Unidos es un síntoma de que el actual ciclo económico está tocando a su fin y que el capitalismo se encuentra agotado. *“El capitalismo no está en una situación de colapso; no veo ninguna señal que lo indique. La gente ha estado hablando durante los últimos 150 años sobre la idea de que los ciclos económicos acaban colapsando, pero no creo que ese punto de vista tenga sentido hoy en día”*.

Opinión semejante a la expresada por Roubini de la Universidad de Nueva York, ver cita al margen de la página siguiente, para quien la solución radica en fuertes inyecciones de liquidez. Caso contrario Europa podría llegar a una depresión al estilo de la de los años 30, situación peor que la de Japón, país que ha sufrido *“Una Gran Recesión y un Gran Estancamiento, pero nunca una Gran Depresión”*. En una línea similar de pensamiento se expresaba más recientemente en su editorial el *New York Times* (2012) sobre la política de austeridad impuesta al nuevo gobierno español en términos poco edificantes para Alemania, al afirmar que el país podría ser *“la próxima economía europea en caer a causa de la mala gestión de la crisis en la eurozona bajo la conducción alemana”* siempre y cuando que *“la Canciller alemana Ángela Merkel y sus aliados políticos dentro y fuera de Alemania reconozcan que ningún país puede pagar sus deudas sofocando el crecimiento económico”*, añadiendo que la austeridad por sí sola no está funcionando en ninguna parte, pese a la malinterpretada calma y las grandes dosis de liquidez inyectadas en las economías por el *Banco Central Europeo*. Cada economía de Europa adolece de diferentes problemas que requieren remedios diferentes. España, por ejemplo, *“posee uno de los niveles más bajos de endeudamiento público”*.

También el Economista Jefe de la UNTACD, Heiner Flassbeck, según menciona Bauer, Richard (2011) opina en forma similar y califica la actual situación como

la de un círculo vicioso alimentado por la disminución del gasto público, una merma de la capacidad recaudatoria del Estado, así como por una situación de debilidad financiera por parte de los hogares. Pero frente a estos argumentos convincentes defendidos por gran parte del mundo académico, Europa en sus esfuerzos por superar la crisis sigue atrapada en cierto dogmatismo, proveniente primordialmente de Alemania, país que no ha escatimado su poderío económico para imponer sus tesis, plasmadas en buena parte en el *Pacto de Estabilidad Fiscal* aprobado con la oposición de la Gran Bretaña por los restantes países de la UE27 a principios de diciembre de 2011, así como a su acérrima oposición a las intervenciones e inyecciones de liquidez del Banco Central Europeo, a ampliar los fondos de la *European Financial Stability Facility* EFSF o a la emisión de eurobonos.

El *Pacto de Estabilidad Fiscal* fue suscrito en Bruselas el 2 de marzo de 2012 durante el Consejo Europeo y entrará en vigor a partir de 1º de enero de 2013, sujeto a que los 12 países del área euro hayan depositado los documentos de ratificación o, caso contrario, el primer día del siguiente mes en que los doce lo hayan realizado. El punto fundamental del Pacto Fiscal estriba, según reza uno de sus considerandos, en la *“necesidad de asegurar que los déficits gubernamentales no excedan el 3% de su PIB a precios de mercado y que el déficit general – léase deuda pública – no supere el 60% del PIB”*, partiendo de la premisa de que con ello y la mayor disciplina fiscal, las partes contratantes de la Unión Europea fortalecerán el pilar económico de la unión económica y monetaria, para ello y como complemento necesario se acordó igualmente mejorar la gobernanza del área euro mediante una Política Económica Coordinada y Convergente e instituyendo Cumbres Europeas periódicas.

*“Mientras que la austeridad fiscal puede ser apropiada para algunos países de la eurozona, no es válida para todos, especialmente para aquellos como Irlanda y España que han experimentado un implosión del sector privado como la tuvo Japón”*

*Nouriel Roubini,  
Cetadrático, New York  
University*

En sintonía con el Pacto Fiscal y ante los problemas de credibilidad que ha afrontado España, King, Stephan (2012), Economista Jefe del Grupo HSBC, piensa que la creciente crisis española, síntoma de los vaivenes permanentes en la eurozona, clama por una unión fiscal en Europa, porque a su juicio mientras que antiguamente un crecimiento económico lento era sinónimo de bajas tasas de interés, en *“el enrevesado mundo de la eurozona un crecimiento débil ya no está asociado con altas tasas de interés. La austeridad, aunque produzca un crecimiento más débil, conduce a altas tasas de interés. El único camino para bordear este problema radica en reconocer la relación simbiótica entre deudores y acreedores. En la eurozona ello significa una unión fiscal, no el constante acoso de deudores por los acreedores”*.

El gráfico-radiografía 37 – Pág. 132 –, muestra nítidamente la evolución del déficit público durante los años 2009, 2012 y 2015 en la Gran Bretaña, España, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal, así como las cifras españolas sobre la prima de riesgo, su tasa de desempleo y el crecimiento del PIB. A la luz de ella y como han señalado en otros apartados analistas económicos no se deduce claramente una correlación o interrelación inequívoca entre el déficit público y las otras variables macroeconómicas. Gran Bretaña, verbigracia, no registra las cifras de desempleo españolas y, sin embargo, sus guarismos de déficit son superiores a los españoles, una de las causas, quizás, por la cuales se abstuvo dicho país de suscribir el Pacto Fiscal mencionado.

Una de las más controvertidas políticas recomendadas y adoptadas en varios países, combinadas o no con la antes descrita política de austeridad en los gastos públicos, es aquella relacionada con el ya comentado desapalancamiento, tanto en el sector público como en el privado. El *McKinsey Global Institute* ha realizado varios análisis sobre este tema, tales como los titulados *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*, *Deuda y Desapalancamiento: La Burbuja Global Crediticia y sus Consecuencias Económicas*, Croxson, Karen, et al. (2010), *Working out of debt, Trabajando para*

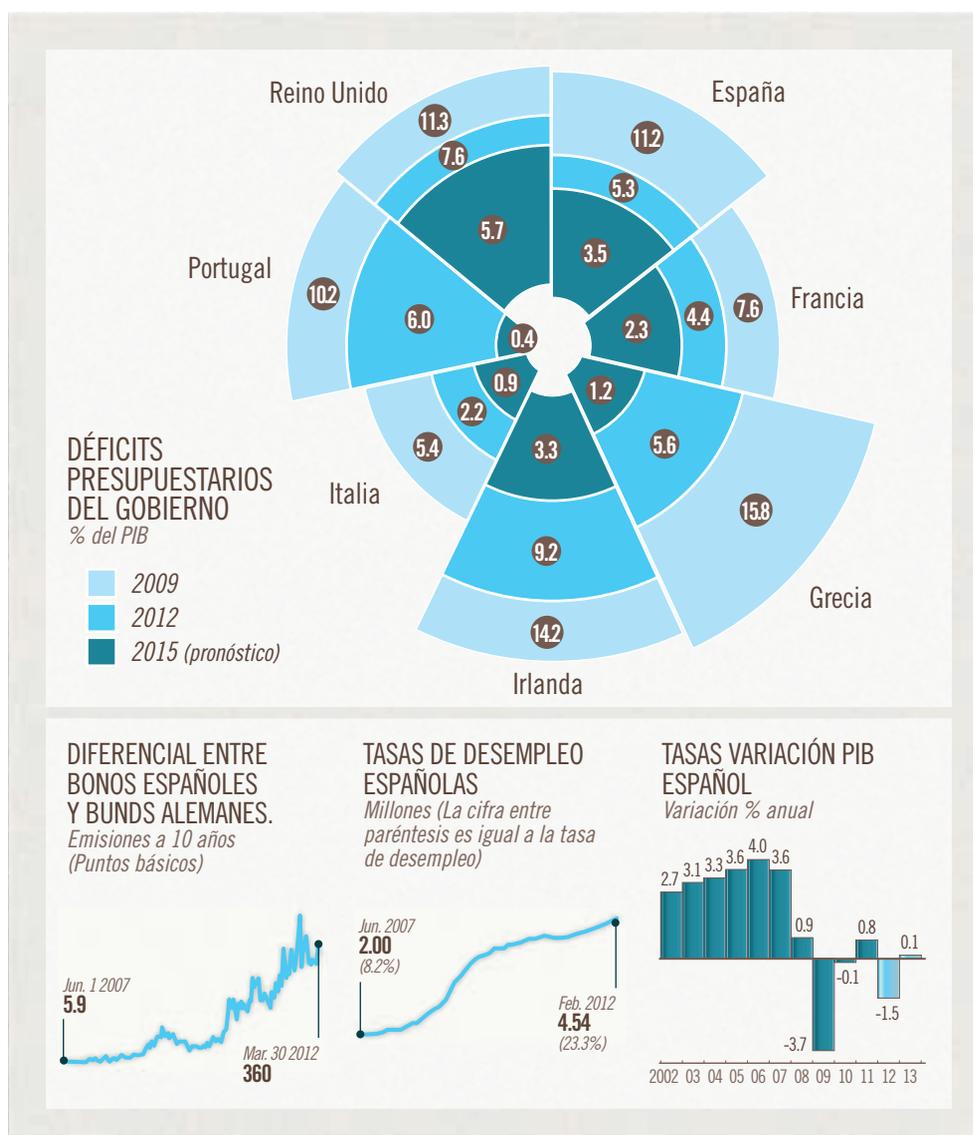
GRÁFICO 37

## LAS AFLICCIONES DE LA AUSTERIDAD EUROPEA

COMPARACIÓN ENTRE PAÍSES

Fuente: Governments: EU; Thomson Reuters Datastream; Consensus Economics

Tomado de: Spiegel, Peter and Miles Johnson, Miles (2012)



salir del Endeudamiento, Croxson, Karen, Lund, Susan and Roxburgh, Charles (2012), y *Debt and deleveraging; Uneven progress on the path to growth, Deuda y Desapalancamiento; Progresos Desiguales en la Senda del Crecimiento*, Roxburgh, Charles et al (2012) (2012) cuyos autores han proseguido rigurosamente el proceso de desapalancamiento a escala mundial. De este último informe, relacionado con la evolución en las diez economías más importantes, haremos amplio uso para explicar la actual situación de tal proceso.

Aunque en la teoría económica se define apalancamiento como la relación existente entre el capital o recursos propios y el crédito obtenido e invertido en una actividad económica, ya sea financiera o no, lo cierto es que cuanto mayor es el volumen de crédito en relación con la primera magnitud, mayor será la rentabilidad obtenida y, con ello, los beneficios. Sin embargo, como es obvio, el incremento del grado de apalancamiento incrementa también los riesgos del deudor, porque se coloca en una situación de mayor inflexibilidad por sus ataduras o dependencia crediticias, lo cual puede conllevar una mayor exposición a los riesgos coyunturales y a la insolvencia o capacidad para atender sus compromisos de pago.

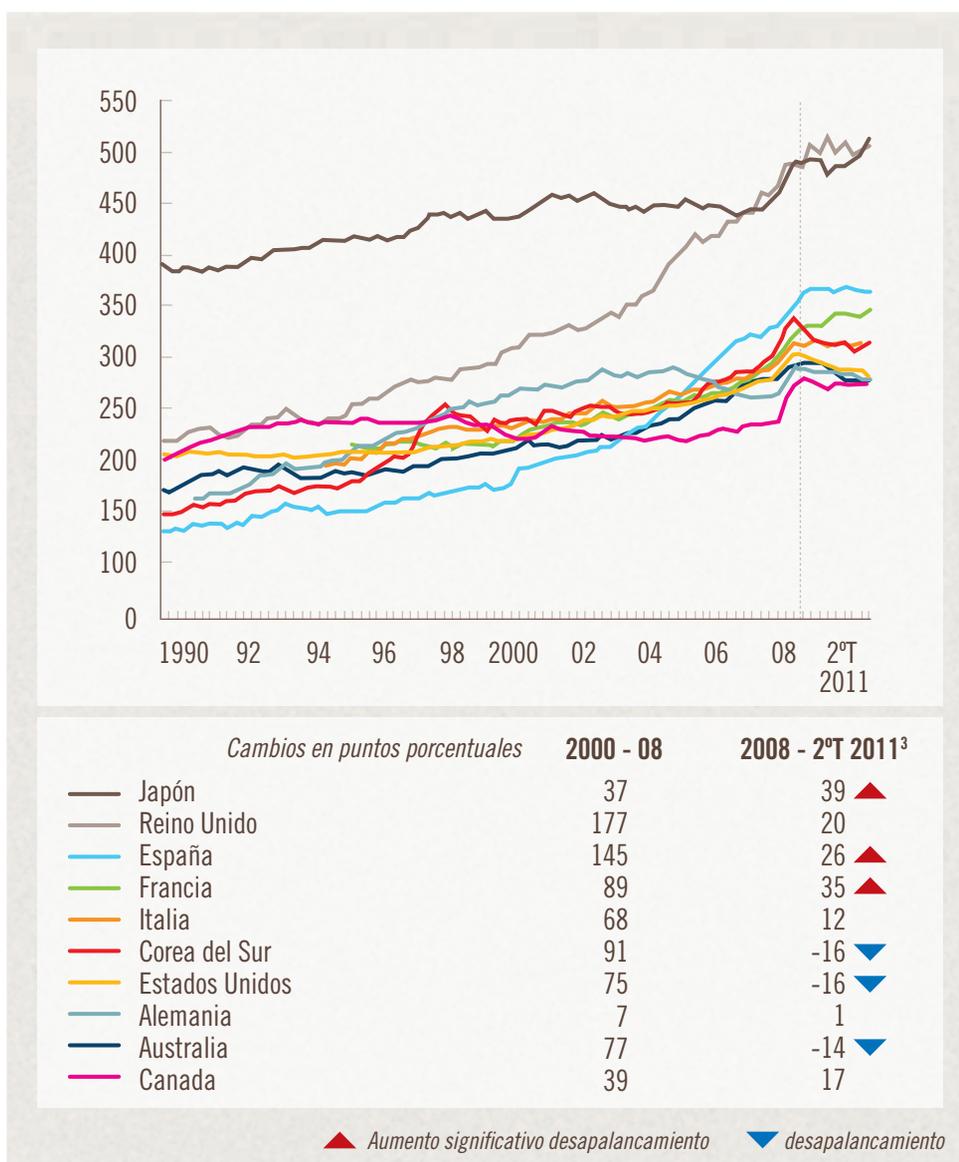
Observan los mencionados autores que el proceso de desapalancamiento se encuentra todavía en su fase inicial en la mayoría de los países, habiendo aumentado la deuda total desde 2008-09 en las diez economías más importantes

GRÁFICO 38

## DESAPALANCAMIENTO EN LAS 10 PRINCIPALES ECONOMÍAS

DEUDA TOTAL EN % DEL PIB  
1990-2º - TRIMESTRE 2011

Fuente: Roxburgh, Charles et al (2012)



del mundo, debido especialmente al incremento de la deuda pública. El gráfico 38 indica la evolución trimestral desde los años 90 del siglo pasado de la deuda total, pública y privada, contraída en % del PIB, o sea, con la inclusión de los préstamos, títulos de renta fija en poder de los hogares, las empresas, instituciones financieras y el gobierno. Se ve con nitidez que a partir de 2008 se inicia un punto de inflexión en casi todos los países, aunque en algunos ha sido un poco más acentuado.

Bajo el punto empresarial, opinan que el desapalancamiento introduce vectores en la economía que no es posible capturar en la mayoría de los modelos macroeconómicos, razón por la cual las predicciones sobre sus repercusiones en el futuro desarrollo económico son difíciles de realizar. Ello implica que los ejecutivos de empresa deberán valorar ellos mismos las posibilidades que ofrecen estos procesos. Sin embargo, ellos vislumbran *grosso modo* varios efectos o tendencias que el desapalancamiento puede general en la economía, entre los cuales analizan más detalladamente la demanda constreñida de los hogares provocada por la reducción de su endeudamiento; el cambio de preferencias de los consumidores dirigido hacia una mayor valoración del dinero; la necesidad de aumentar el grado de competitividad; realización de inversiones en otros sectores económicos, etc.

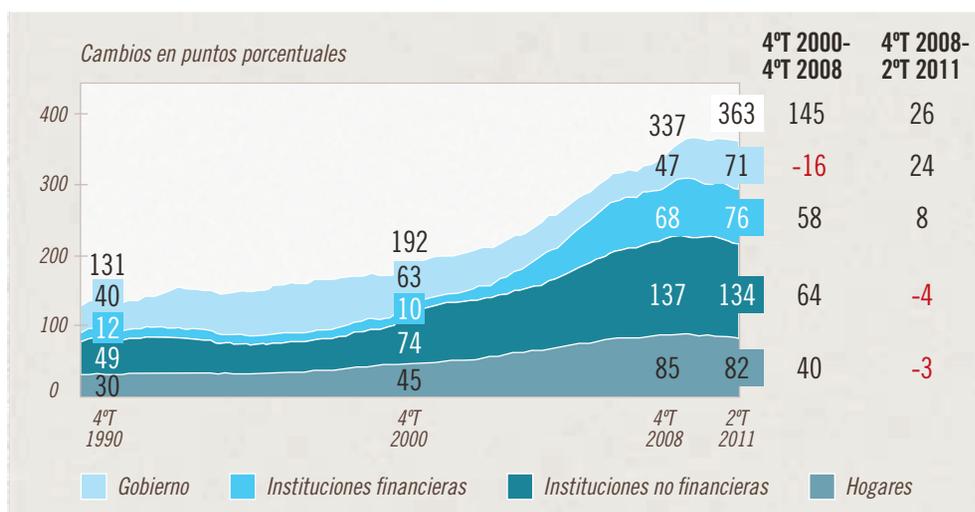


GRÁFICO 39  
**EVOLUCIÓN DE LA DEUDA ESPAÑOLA POR SECTORES**  
 1990-2011

Fuente: Roxburgh, Charles et al (2012)

En el mismo estudio - gráfico 39 - presentan los autores cuál ha sido la evolución desde los '90 de la deuda total española, desglosada entre aquella contraída por el gobierno, la correspondiente a las instituciones financieras, la emitida por las instituciones no financieras y, finalmente, la de los hogares. En todos los mencionados rubros se inicia claramente un declive a partir del 4º trimestre del año 2008, siendo el gubernamental el más acentuado durante el periodo 2000-2008, mientras que los otros sectores registran importantes crecimientos en el mismo periodo, pese a que se observa una ligera disminución en el sector de las instituciones no financieras. Es de esperarse, dada la política de mayor austeridad impuesta por la actual administración española, que el desapalancamiento de la economía prosiga y no tenga las consecuencias adversas que en otros apartados de este trabajo hemos citado de connotados economistas.

Acertadamente, los autores del trabajo del *McKinsey Global Institute* destacan la importancia que para la clase política y dirigente significa comprender la importante interrelación desapalancamiento/crecimiento, porque se trata de "un balance delicado entre la reducción de la deuda - sea pública o privada - y el fortalecimiento de la demanda en la economía". Los ejemplos históricos de Suecia y Finlandia, agregan, "demuestran que un desapalancamiento exitoso puede conducir a la economía por un robusto sendero de crecimiento a largo plazo".

Este proceso, de acuerdo con el punto de vista de Roxburgh, Charles et al (2012) expresado en el resumen ejecutivo titulado *Working out of debt, Trabajando para salir del Endeudamiento*, responde a los criterios que hemos resumido brevemente en los siguientes cinco puntos:

1. Altos niveles de apalancamiento existentes todavía en varios sectores de muchos países.
2. Para valorar el grado de sostenibilidad del desapalancamiento es necesario utilizar métricas multisectoriales.
3. Empíricamente, un prolongado periodo de desapalancamiento es seguido de una mayor crisis financiera.
4. Los episodios de desapalancamiento son penosos y duran de seis a siete años en promedio y reducen en un 25% la relación de la deuda en proporción con el PIB.
5. En contraposición con episodios históricos de des apalancamiento, el sector de los hogares de muchos países ofrece una alta posibilidad para

ello, pero si esto se logra el consumo se resentirá a niveles más bajos de los de la pre crisis, patrón que afectará a la producción, en especial la relacionada con bienes y artículos de lujo.

## 2.2 INTERVENCIONES DE LOS BANCOS CENTRALES Y FONDOS DE ESTABILIZACIÓN

Se trata quizás de unas de las medidas de política monetaria y de estabilidad más discutidas durante la actual crisis y, como ya lo mencionamos en capítulo anterior, que enfrenta entre sí a destacados economistas. Mientras que en Estados Unidos se encuentra muy propagado el punto de vista de que las actuaciones del *Banco de la Reserva Federal* durante 2008 y 2009 han sido las adecuadas y beneficiosas para paliar la crisis, en los países de Europa las opiniones están más divididas.

A principios de noviembre del año pasado, durante una conferencia de prensa, el Presidente del *Banco de la Reserva Federal* estadounidense, Ben Bernanke, reiteraba su tesis sobre la necesidad de tales intervenciones y se mostraba un tanto frustrado de los muy lentos progresos europeos en esta dirección. Entre las medidas adoptadas conjuntamente por algunos bancos centrales se encuentran las líneas de swap concedidas por la Fed a otros bancos centrales, para que estos últimos puedan ofrecer dólares al respectivo sistema bancario, habida cuenta de las dificultades de financiación en esta moneda. En sentido contrario, el *Banco de la Reserva Federal* ofrecía liquidez al sistema bancario estadounidense en euros, libras, yenes o francos. Estos acuerdos swap suscritos han contribuido, aunque muy parcialmente, a disminuir las tensiones de liquidez reinantes en los mercados monetarios internacionales, provenientes de la crisis de la deuda soberana. Naturalmente, no deben confundirse estas medidas netamente de política monetaria, con aquéllas pregonadas sobre la sustentación de los mercados de deuda pública mediante la banca central.

Dos vertientes de intervención monetaria ha aplicado el *Banco Central Europeo* durante la presente crisis de liquidez y de deuda soberana. La primera de ellas denominada en inglés *quantitative easing*, cuyo acrónimo es (QE), *flexibilización cuantitativa* (FC), fue desarrollada e implementada inicialmente por el *Banco del Japón* durante su aguda y persistente crisis económica de principios de este siglo, pero también, desde el año 2007 por EE.UU., el Reino Unido y la zona euro. Se trata de un instrumento no tradicional de política monetaria y con grandes detractores y defensores, cuyo objetivo es proveer liquidez al sistema bancario, mediante subastas, como, verbigracia, las realizadas a un plazo de tres años por el *Banco Central Europeo* bajo la denominación de *Long-Term Refinancing Operations* o LTRO – acrónimo en inglés – *Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo*, a finales de diciembre de 2011 por una suma de € 452 millardos y en febrero de 2012 con la participación de 800 bancos por € 539 millardos, o sea, por casi un billón de euros.

El varias veces citado columnista del *Financial Times*, Wolf, Martin (2012) se ha ocupado en analizar esta clase de intervenciones por parte del *Banco de Inglaterra*, aunque se pregunta si verdaderamente bajo el punto de vista macroeconómico esta monetización logra los objetivos deseados o si es peligrosa. Su análisis concluye con la afirmación “*Sí, la flexibilización cuantitativa (FC) es una necesidad perturbadora, pero es una necesidad. El justificado temor es que no funcione suficientemente bien, pero no que sea perjudicial*”.

Sus partidarios, entre los cuales se encuentra Ben Bernanke, opinan que es uno de los pocos instrumentos a disposición para mantener en funcionamiento al

sistema financiero en vista de la gran desconfianza reinante en el mercado monetario y que sin tales apoyos la crisis se recrudecería sin límites. A nuestro juicio, el problema no radica tanto en la de por sí muy controvertida intervención, sino en la poca eficacia de la misma si de lo que se trata es de facilitar el crédito al sector productivo de la economía y revivir el mercado interbancario. No parece que sea así, porque en la última subasta y al día siguiente de su adjudicación la banca colocaba € 777,9 millardos a un día en el mismo Banco Central Europeo.

Pero los detractores de esta clase de intervenciones, siendo en Europa el más destacado el actual Presidente del *Deutsche Bundesbank*, Jens Weidmann, arguyen que una inyección masiva de liquidez y a tasas de interés muy por debajo de las de mercado pueden conducir en medio de una crisis al conocido fenómeno de la *stagflation*, añadiendo que bajo el manto de una garantía de la estabilidad financiera estas operaciones van mucho más allá de la función específica de la banca central de ser solamente *lender-of-last-resort*, o sea, el prestamista de última instancia del sistema bancario y no crear una *barra libre* de liquidez para la banca, tal como la denominan los ciclos periodísticos españoles.

De acuerdo con un estudio elaborado por el banco suizo UBS y difundido por Europa Press en marzo de 2012, dicho banco ha estimado que solo el 4% de la reciente liquidez de € 500.000 millardos concedida al sistema bancario europeo por parte del *Banco Central Europeo* mediante subastas ha ido a parar a los hogares, claro síntoma de que tales inyecciones masivas de liquidez, como ya hemos comentado repetidas veces, únicamente favorecen el saneamiento de la banca – según el mismo banco suizo dos importantes bancos españoles fueron las entidades europeas que más dinero solicitaron en la segunda subasta – instituciones que muchas veces se limitan a aprovechar los importantes diferenciales de interés comprando deuda pública española con los recursos obtenidos y perjudicando al sector productivo de la economía, el cual ante el *credit crunch* está carente del crédito necesario y sin el cual resulta impensable una rápida salida de la crisis.

Los redactores de El País, Romero, Álvaro y de Barrón, Iñigo (2012) atestiguan también este hecho en su comentario mencionando que “*La banca española acaparó en febrero prácticamente la mitad del crédito concedido por el Banco Central Europeo (BCE), ante la sequía que atraviesa el mercado mayorista de financiación. Según informó.....el Banco de España, el recurso de las entidades a la ventanilla extraordinaria de liquidez....alcanzó de media los 152.400 millones de euros, lo que equivale al 47% del total de la deuda pendiente de devolver al BCE por todos los bancos del Eurosistema*”, esta es la causa por la cual consideramos que deberían tomarse medidas a nivel europeo y nacional para evitar este efecto pernicioso para la economía, porque la liquidez otorgada por el BCE no debe estar destinada o ser desviada a sanear la banca, sino a facilitar los créditos y liquidez al sistema productivo.

La segunda forma de intervención del BCE ha sido mediante la compra de bonos de deuda soberana de los países en situación de mayor debilidad, medida más criticada aún que la primera, porque ella, simple y llanamente significa una monetización de la misma o, expresado en forma más coloquial, la utilización de la imprenta de billetes. Pero también deliberadamente o no, el sistema de subastas se ha convertido en una financiación de la deuda pública por parte de la autoridad monetaria europea, contraviniendo los postulados que llevaron, a imagen y semejanza del *Deutsche Bundesbank*, a su constitución, aspecto que ha provocado encendidas discusiones académicas y políticas, como se refleja calaramente en la casi airada carta dirigida en marzo de 2012 por su presidente al del *Banco Central Europeo*.

*“Solamente el BCE puede evitar el desastre”*

*Barry Eichengreen,  
University of California  
in Berkeley*

Aunque es lógico en cualquier sistema democrático que exista plena libertad de expresión, no deja de ser lógico también que las intervenciones públicas de los máximos responsables de la política monetaria europea se abstengan de caldear a tales extremos el ambiente en cuestiones tan complejas como es el sistema de compensación denominado *Target 2*, ininteligible para el común de los mortales, porque para ello están los foros académicos y universitarios. Consecuencia de ello es el ácido comentario con que le obsequió el conocido comentarista del *Financial Time*, Münchau, Wolfgang (2012), al Presidente del *Deutsche Bundesbank*, Jens Weidemann, para quien la postura del máximo representante germano de “titularizar el *Target 2 alemán*” equivale a que “Él bien podría haber sugerido el envío de la *Luftwaffe* para resolver la crisis de la eurozona. Esta propuesta es increíblemente extrema”.

Esta controversia y los inexplicables titubeos de los responsables políticos no han logrado apaciguar el nerviosismo de los mercados, porque tal como señalaba críticamente ya en diciembre de 2011 Snower, Dennis J. (2011) “*Con sus numerosas y en ocasiones contradictorias acciones de salvamento los gobiernos de la UE no han logrado alcanzar la estabilidad*”. Estos devaneos o desatinos de la política, ventilados prácticamente a puerta abierta, no han contribuido en lo más mínimo, como es obvio, a crear la necesaria confianza y, lo más preocupante, han azuzado la especulación, fenómeno que como hemos recalcado es inseparable con los ciclos económicos, y en buena parte responsable de la actual crisis y de los fuertes altibajos en los mercados financieros y en la prima de riesgo.

Pese a que muchos economistas europeos consideran que la simple provisión de liquidez no es suficiente, en una larga entrevista concedida a finales de 2011 al NZZ, el prestigioso economista de la Universidad de California en Berkeley, Barry Eichengreen, defendía las intervenciones del *Banco Central Europeo*, tanto en su vertiente de inyectar liquidez mediante subastas, como en la compra de títulos de deuda pública como única medida posible para evitar el desastre final ante la actual crisis, opinión compartida en gran parte por el mundo académico estadounidense, caracterizado por su pragmatismo. En ella se refiere expresamente a que las intervenciones conjuntas del *Ministerio de Finanzas* y el *Banco de la Reserva Federal* estadounidenses, llevadas a cabo en los años 2008 y 2009, estuvieron coronadas por el éxito logrado y aduce que en la eurozona se presentan simultáneamente una crisis económica y una bancaria. Los bancos han cesado de conceder préstamos. Se hace necesario que los gobiernos y el BCE prosigan una política estimulante del crecimiento, porque sin él los problemas de Europa no se pueden resolver.

Otras opiniones vertidas durante la entrevista consideran que el “*Banco Central Europeo se aferra a su reputación e independencia como guardián de una moneda que dejará de existir si no actúa. ¿Qué sentido tienen la independencia de una Banco Central cuya moneda se desvanece?* Ante el temor de que Europa esté abocada a una deflación considera que el *Banco Central Europeo*, como lo ha hecho posteriormente, prosiga una política de flexibilización cuantitativa comprando en los mercados secundarios títulos de deuda pública.

Como ya hemos comentado repetidas veces, ninguno de los gobiernos europeos involucrados en la crisis ha tomado medidas eficientes y contundentes para frenar los casi inconmensurables movimientos especulativos, habiendo contribuido parcialmente las intervenciones del *Banco Central Europeo* y otros bancos centrales a estimular y financiar dichos movimientos, porque la liquidez por él subastada no fluye hacia la economía productiva. Además, las compras de sustentación por parte de esta institución en los mercados secundarios de deuda soberana en dificultades acarrearán también círculos viciosos especulativos, porque en los periodos de compra ésta mejora su valor de cotización y los

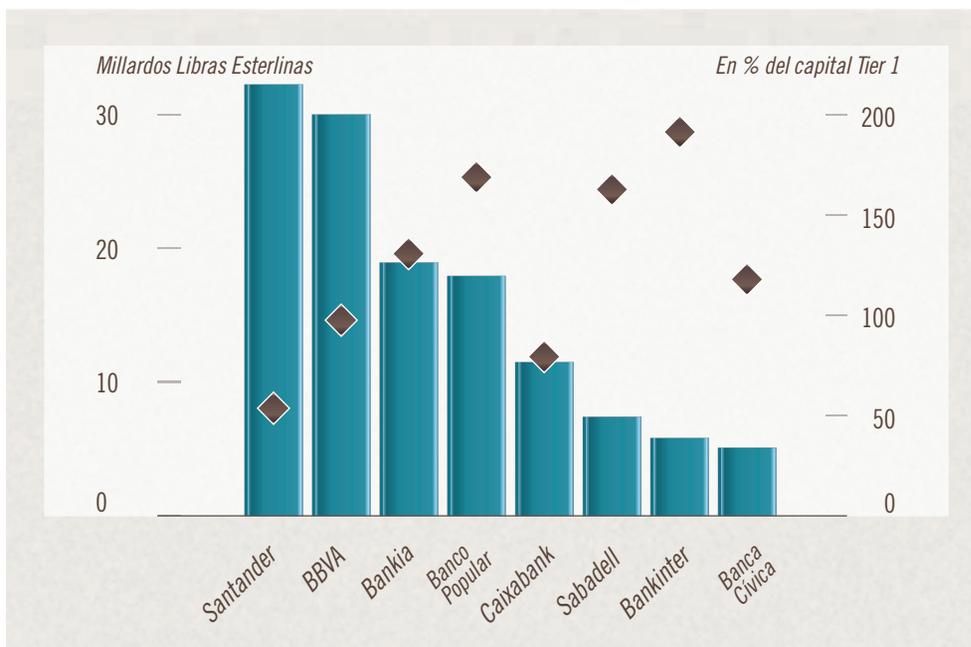


GRÁFICO 40  
**EXPOSICIÓN DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL A LA DEUDA PÚBLICA**

A FINALES DEL 4º TRIMESTRE DE 2011

Fuente: Thomson Reuters Datastream; JPMorgan Cazenove

tipos de interés se reducen en el mercado secundario. Cuando suspende sus compras, debido a la desconfianza de los mercados, las cotizaciones vuelven a sufrir un descenso y las tasas de interés un incremento, ocasiones aprovechadas por los agiotistas para especular a sus anchas, a sabiendas de que el proceso volverá a repetirse en intervalos periódicos, tal como ha sido el caso actual. Es así como la banca y cajas españolas ha aprovechado esta coyuntura para sanear sus balances mediante el agio con deuda pública española, elevándose su deuda neta a € 227.600 millones a mediados de abril de este año - el 27,8% del total concedido a entidades del euro - y habiéndose multiplicado por cinco su endeudamiento en el BCE durante el último año, cuando este guarismo era por entonces de apenas € 42.244 millones.

Pero como constata en el reciente informe el *Bank for International Settlements* (2011), lo “más crucial es que los bancos se han venido beneficiando por las artificialmente bajas tasas de interés del banco central, como también de las Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo ‘Long-Term Refinancing Operations’ (LTROs) llevadas a cabo por el Banco Central Europeo” Esta política proseguida por la banca española la ha tornado mucho más dependiente que la de otros países del devenir de la deuda pública, tal como se visualiza en el gráfico 40. Es obvio que si en el futuro se debilitan aún más los bonos públicos, la banca tendrá que realizar las respectivas provisiones en su balance, de tal modo que el saneamiento logrado mediante operaciones de agio con el diferencial de las tasas de interés entre las pagadas al BCE y las obtenidas en los bonos públicos será contra restado en buena parte, dependiendo la situación individual del respectivo banco o caja.

En la ya citada entrevista Eichengreen, Berry (2011) expresaba que el “99% de los economistas y el 99% de las personas en los mercados financieros comparte la convicción de que no hay esperanza para el Euro” en caso de que no intervenga el Banco Central Europeo, porque la denominada *Facilidad Europea de Estabilidad Financiera* EFSF, se ha tornado muy pequeña para que pueda actuar eficientemente. Sobre el mismo aspecto, Donges, Jürgen B. (2011), Catedrático Emérito de la Universidad de Colonia, Alemania sostiene que: “La UE se ha visto obligada a interpretar un papel al que no estaba acostumbrada: el de solicitante, en busca de apoyos por parte de los países emergentes” como pueden ser inversiones en el Fondo de rescate EFSF y las líneas preventivas de crédito del FMI.

*“Creo que el EFSF por sí solo no será capaz de resolver todos los problemas, tenemos que hacerlo junto con el FMI y el BCE, en el marco de su independencia”*

*Luc Frieden, Ministro de Finanzas de Luxemburgo*

Ante las debilidades mostradas por el sistema bancario durante la crisis y el vivo deseo de que el sistema financiero no colapsase por falta de liquidez, los gobiernos establecieron en coordinación con la OECD y otros organismos internacionales, como es el caso del *Fondo Monetario Internacional*, mecanismos y programas de estabilización con dos objetivos fundamentales, a saber, proveer a la economía de la necesaria liquidez mediante facilidades de crédito y mantener con el mismo mecanismo la solvencia de las instituciones en entredicho mediante sistemas de recapitalización con intervención de fondos públicos. Exceptuando el caso de AIG, Fortis, Aegon y alguna aseguradora más de poca relevancia relativa, muy pocos países de la OECD han incluido a las aseguradoras como elegibles para disponer de esta clase de ayudas, como ha sido también el caso del FROP en España. Es así como de los 13 países que, según el Informe de la OECD (2011), había establecido en su momento programas de recapitalización, solamente 5 de ellos contemplaban al sector de seguros.

### 3. TENDENCIAS GENERALES EN LAS MEDIDAS DE SUPERVISIÓN Y CONTROL DEL RIESGO SISTÉMICO

El informe elaborado en el año 2010 por el FMI (2010) marcó en ese momento un hito en el análisis de las propuestas de supervisión y control, aunque enfocadas, como era lógico, fundamentalmente al sistema bancario, foco, hermanado con la burbuja inmobiliaria, del riesgo sistémico. Estas propuestas son de carácter general, pero están bastante influidas por la situación en los EE.UU. y nos acogeremos a ellas en los siguientes párrafos, citando textualmente algunas frases.

Al referirse a las presentadas a la Cámara de Representantes y al Senado de Estados Unidos menciona que ellas *“comprenden amplios criterios para identificar el grado de riesgo sistémico de una institución, incluidas las fuentes y la estructura de vencimiento del financiamiento, el grado de apalancamiento, las relaciones con otras empresas financieras y la concentración”*, aunque no se han especificado los detalles de su aplicación y se centran totalmente en datos específicos de cada empresa, sin tomar en cuenta las vinculaciones financieras indirectas, como tampoco el tipo de medidas prudenciales para limitar las contribuciones de estas empresas al riesgo sistémico.

En contraposición, la *Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido* FSA -sigla en inglés- propuso en el año 2009 que el tamaño, las interconexiones y la percepción de los mercados sobre las exposiciones comunes se reconociesen como elementos clave para determinar el grado de importancia sistémica de una empresa financiera, pero sin ofrecer detalles para identificar o determinar el grado de riesgo sistémico de una institución. Sin embargo, las propuestas del Reino Unido, incluyendo las del *Banco de Inglaterra*, recomiendan un seguimiento continuo del proceso y vincular *“la rigurosidad de los requerimientos prudenciales al grado de contribución de una empresa financiera al riesgo sistémico”* a diferencia de *“un enfoque binario alternativo en el que los reguladores establecieran umbrales de selección estáticos, según los cuales algunas empresas serían consideradas de importancia sistémica y otras no”*. Una de las propuestas de la FSA sugería estudiar la introducción de recargos de capital para aquellas instituciones con operaciones transfronterizas en función de su perfil de riesgo, aunque tampoco se definieron los detalles de su posible aplicación.

Respecto al riesgo de liquidez, anotaba el informe, pocos avances se habían logrado en la medición de la contribución de las empresas al riesgo sistémico de liquidez, aunque el *“Comité de Basilea recomendó la aplicación de un enfoque estandarizado para estimar el monto de activos líquidos que deben mantener los bancos, independientemente del perfil de riesgo sistémico”* y la FSA fue el primer regulador que endureció las normas de liquidez para las empresas financieras tras la crisis, exigiendo a los bancos la realización de pruebas considerando tres factores que pueden afectar la liquidez: idiosincrásica, a nivel de todo el mercado y una combinación de los dos, en aras de *“determinar la fracción de activos fácilmente rescatables que podrían necesitar para hacer frente a salidas de fondos en ciertos períodos”*.

Además de los nuevos y, por muchos, calificados de excesivos mecanismos de solvencia, uno de los aspectos que más ha preocupado al sector asegurador radica en que sus principales entidades puedan ser catalogadas como sistémicamente relevantes, tal como ya ocurrió con seis de ellas, por cuyo motivo los criterios establecidos o que se establezcan son de capital importancia.

Tanto el *Fondo Monetario Internacional (FMI)*, como el *Consejo de Estabilidad Financiera (CEF)* y el *Banco de Pagos Internacionales (BPI)* atendieron la solicitud del Grupo de los Veinte (G-20) *“para identificar a las instituciones, los mercados y los instrumentos de importancia sistémica”*. Las directrices formuladas se centran más en *las actividades que llevan a cabo las instituciones, independientemente de su forma jurídica*, recayendo el objetivo de las mismas en la sujeción de tales instituciones a *un nivel adecuado de supervisión y regulación, reduciendo el margen para el arbitraje regulatorio*.

Las principales conclusiones del mencionado informe son las siguientes:

- El riesgo sistémico está estrechamente relacionado con la estabilidad financiera y se definiría como un riesgo de perturbación de los servicios financieros causado por un deterioro de todo el sistema financiero o parte del mismo y que puede acarrear graves efectos negativos en la actividad económica.
- Los criterios propuestos para determinar la importancia sistémica son el volumen de los servicios financieros proporcionados por cada uno de los componentes del sistema financiero; así como los elementos esenciales para el funcionamiento del sistema financiero por no tener sustitutos cercanos y las interconexiones existentes entre los elementos en el caso de que la quiebra de una institución repercuta en la propagación de las tensiones.
- También deberán tenerse en cuenta las posibles vulnerabilidades, como el nivel de complejidad, el apalancamiento y los descargos de vencimientos en las instituciones financieras; lo mismo que la capacidad del sistema financiero para hacer frente a su deterioro. Algunos criterios serán cualitativos y cuantitativos. La evaluación de la importancia sistémica de los mercados presenta más desafíos conceptuales que el de una institución, pero los criterios de tamaño, posibilidad de sustitución e interconectividad siguen siendo relevantes.
- El conjunto de medidas y de técnicas para poner en práctica la evaluación del riesgo sistémico comprenderían desde medidas e indicadores de tamaño, posibilidad de sustitución e interconectividad relativamente sencillos, hasta herramientas más complejas.
- El objetivo es establecer un marco mínimo razonable que sea suficientemente flexible para adaptarse a las necesidades de una amplia gama de países y circunstancias, y que refleje un conjunto de buenas prácticas.

Finalmente, el documento contempla algunas propuestas sobre la que denomina arquitectura regulatoria, resaltando que *“la mayor parte de las propuestas recientes serían más eficaces si deslindaran mejor las facultades y las responsabilidades de los reguladores a nivel “macro” y “micro”* y menciona los aspectos relacionados con la participación de los bancos centrales en la supervisión *macroprudencial*. Previamente a la crisis financiera de 2008, algunos gobiernos ya habían tomado algunas de las medidas hoy día en discusión, pero su dureza y persistencia han traído consigo que se hayan intensificado notoriamente tales esfuerzos y deseos reguladores, como es el caso de los inherentes a la recapitalización y el desapalancamiento de la banca europea que han tenido repercusiones para las empresas e individuos demandantes de crédito.

Pero la crisis financiera ha dado pábulo a que muchas autoridades de Supervisión y Control rediseñen o reformen sus medidas prudenciales, haciendo, por ejemplo, más estrictas las medidas de solvencia, tal como ha sido el caso en el sector de seguros, a las cuales se han añadido, sea por coincidencia temporal, sea por una innovación propia del momento, otras como son aspectos contables ante la próxima sustitución del IFRS-4-Standard por la nueva norma IASB; aspectos relacionados con mayores exigencias en la gobernanza de las aseguradoras y sus inversiones; la necesidad implícita de ampliar, desarrollar o adaptar los modelos de negocio, los productos; la implementación de nuevas normas y exigencias de información y protección de los derechos de los tomadores de seguros y asegurados, así como la posibilidad de que de acuerdo con el Libro Blanco de la CE y el Dictamen favorable del Consejo Económico y Social se desarrolle total o parcialmente el denominado *Sistema de garantía de seguros*.

Uno de las principales diferencias con regulaciones anteriores estriba en que paulatinamente se ha impuesto y acuñado una concepción anti o contra cíclica de las mismas, como también una *a lo largo del ciclo*. Simultáneamente, al haber sido las crisis de AIG uno de los principales desencadenantes, las autoridades han incluido en sus consideraciones a los grupos financieros y de seguros, como ha sido el caso del Informe del denominado *Larosière Group*, configurado por Balcerowicz, Leszek; Issing, Otmar; Masera, Rainer; Mc Carthy, Callum; Nyberg, Lars; Pérez, José; and Ruding, Onno (2009), quienes lo sometieron en 2009 a la consideración de la *Comisión Europea*, haciendo énfasis en las dificultades inherentes a las regulaciones intrafronterizas a causa de una deficiente cooperación y propusieron una serie de medidas estructurales para fortalecer la coordinación europea, asignando facultades y funciones específicas a los organismos supervisores existentes o de nueva creación, tal como es el caso del *Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), European System of Financial Supervisors (ESFS)*, integrado por la *Junta Europea de Riesgo Sistémico JERS, European Systemic Risk Board (ESRB)*, formada a su vez por la *Autoridad Bancaria Europea; la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados* y encargada de monitorear e identificar los riesgos que atente contra la estabilidad del sistema financiero en su totalidad, emitiendo *señales de alarma* y llamadas de atención, así como recomendando acciones correctoras.

## 4. REGULACIONES EN EL SECTOR DE SEGUROS

En la ya comentada entrevista realizada sobre el riesgo sistémico y las aseguradoras, a Helmut Gründl (2010) de la Goethe-Universität Frankfurt, - titular de la primera cátedra en Europa sobre *Supervisión de los Seguros* y que cuenta con un *Consejo para Riesgos Sistémicos* - se puso claramente de manifiesto que no todos los expertos de seguros consideran que dicha actividad no pueda ser el origen de tal riesgo, aunque reconoce el autor que sería prácticamente impensable ver a los asegurados o tomadores de seguros estar haciendo colas ante las ventanillas de las aseguradoras de vida para cobrar su respectiva suma asegurada o valor de rescate, aunque no es descartable que se produzcan masivas solicitudes de rescisión en el seguro de vida. Opina el catedrático en mención que es necesario una especie de *Balance o Equilibrio de Fuerzas* entre las autoridades de supervisión y control y las entidades de seguros. Para lo cual está previsto que el Centro Universitario de la Universidad cumpla dicha función más allá de las fronteras nacionales en el espacio de la UE, porque son necesarias medidas de regulación de los consorcios aseguradores a través de una autoridad europea.

En línea con la opinión generalizada en el sector asegurador, *De Cadenas-Santiago, G., et al.* (2010) manifiestan que *“clasificar las instituciones en sistémico y no sistémico-relevantes significaría otorgar similar tratamiento que pueden ser portadoras de diferentes grados de riesgo sistémico”*, razón por la cual proponen una graduación de las mismas, añadiendo más adelante que el Informe elaborado por FSB/IMF/BIS4 muestra la *“enorme variedad de enfoques del riesgo sistémico utilizados actualmente por las diferentes autoridades supervisoras”*.

Amplio, minucioso y muy detallado es el estudio realizado en 2010 por la *Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen, Comisión de Expertos para la Limitación de los riesgos económicos de las Grandes Empresas*, constituida en Suiza, *Staatssekretariat für Internationale Finanzfragen SIF* (2010) y cuyo Informe Final trata también del eventual riesgo sistémico en la actividad aseguradora, con especial referencia a Suiza, y acentúa el hecho de que el sistema prudencial de supervisión encierra como objetivo máximo la protección de los asegurados y que dicho organismo suizo, la FINMA, *“debe asegurar que los asegurados, aun en caso de insolvencia de compañías de seguros, se beneficien del mayor grado de protección contemplado por el legislador. Pero no es su tarea primaria proteger a las propias empresas o a sus propietarios de la insolvencia”*, concluyendo para su país que el régimen actual de supervisión es adecuado para el modelo de negocios del seguro y, por consiguiente, no requiere cambios normativos importantes, porque mediante la introducción del *Test de Solvencia Suizo – Schweizer Solvenztests* (SST) – a partir del 1º de enero de 2011 es posible juzgar en su conjunto la solidez de la entidad aseguradora, habida cuenta que el sistema se extiende también a los grupos o conglomerados y permite cuantificar los riesgos a nivel del consorcio.

Sobre la regulación de la actividad aseguradora resulta interesante consultar algunas de las formulaciones contenidas en la publicación del *Bank for International Settlements* (2011), cuyo Grupo de Trabajo establecido por el *Committee on the Global Financial System*, presentó un profundo y bien documentado análisis titulado *Fixed income strategies of insurance companies and pension funds*, sobre cuyas reflexiones y conclusiones nos explayaremos a continuación, combinándolas con varias apreciaciones propias, reflexiones muy críticas con los resultados esperados de la aplicación de la nueva normativa contable. En los respectivos apartados nos referiremos también a algunas consideracio-

nes contenidas en otro enjundioso estudio que sobre *Regulatorischer Wandel - Chancen und Risiken für die Versicherungsbranche, Cambios Regulatorios, Posibilidades y Riesgos para el Sector de Seguros*, estudio que fue realizado en colaboración con la Universidad de St. Gallen, por KPMG (2011) y el cual contó con la colaboración, mediante entrevistas efectuadas a los máximos representantes, de 29 compañías y encuestas a 179 entidades de seguros de Suiza, Alemania y Austria. Las compañías objeto del estudio operaban en todos los ramos de seguros, tanto en el ámbito nacional como internacional.

Después de haber capeado relativamente indemne el temporal de la crisis, el sector de los seguros se encuentra frente a importantes y difíciles de abordar retos provenientes del auge regulador a nivel europeo e internacional, a lo cual se añade que su situación financiera puede verse afectada por los prolongados periodos de bajas tasas de interés y las dificultades de lograr una congruencia adecuada de plazos y tipos de interés, al existir una apreciable brecha entre la duración media de sus compromisos a largo plazo en los seguros de vida y la duración media de su cartera de inversiones. Si en épocas de normalidad era una difícil y relativamente dispendiosa labor encontrar inversiones a largo plazo, la persistencia de la crisis financiera y sus negativas repercusiones en los mercados de capitales la tornan aun más laboriosa. Nuevas normas de solvencia y contables muy estrictas pueden desencadenar, por consiguiente, un círculo vicioso y un eventual foco sistémico en las entidades de seguros, prácticamente inexistente hasta el momento.

Efectivamente, como detallaremos más adelante en diferentes epígrafes, en los años venideros el sector de seguros experimentará muy importantes cambios legislativos y normativos, siendo los dos más trascendentes para su actividad Solvencia II y las modificaciones a los *Estándares o Normas Internacionales de Información*, más conocidas por su sigla en inglés, *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Las aseguradoras europeas estarán sujetas a las dos y, según la opinión más generalizada, será Solvencia II la de mayor impacto y complejidad en su implantación e implementación, lo cual depende, a nivel individual de entidad aseguradora, de las prácticas contables y controles que ya hayan establecido internamente.

## 4.1 ASPECTOS DE SUPERVISIÓN ESTATAL Y CONTROL

Una de las principales preocupaciones del sector asegurador dentro de la práctica avalancha de normas y regulaciones estriba en que algunas de sus aseguradoras o grupos de ellas sean consideradas como sistémico-relevantes, con la obligaciones que tal calificación conlleva. La clasificación o definición de la IAIS de *actividades no tradicionales de seguros y actividades no de seguros* han sorprendido al sector, CEA (2012) y han dado pábulo a un despliegue e intercambio de documentos de trabajo sobre el tema. Así, por ejemplo, en su respuesta al *Financial Stability Committee* FSC y a la *International Association of Insurance Supervisors* IAIS en el mes de octubre de 2011, la CEA expresa su satisfacción por el reconocimiento de la IAIS de que “*el núcleo del negocio asegurador no constituye un riesgo sistémico*” y de que resulta necesario realizar previamente un análisis más profundo, aunque reconoce su preocupación por las diferentes referencias efectuadas al respecto por la IAIS. Nuevamente resalta las importantes diferencias entre las operaciones de seguros y las bancarias y no considera adecuado que “*cualquier actividad fuera del núcleo es considerada como suficientemente ‘sistémico-relevante’ para que el asegurador que la realice sea calificado como ‘Globally Systemically Important Insurer’ G-SII*”.

Bien sabido es que el G20 encargó a la *Financial Stability Board* FSB desarrollar el marco de política para determinar y detectar los riesgos sistémicos y ‘morales’ asociados con instituciones financieras sistémicamente importantes, las denominadas en el acrónimo inglés SIFIs y las cuales son definidas como aquellas “*instituciones financieras cuyo peligro de fallo o caída desordenada pueden originar, a causa de su tamaño, complejidad e interrelaciones, una significativa interrupción en el amplio sistema financiero y la actividad económica*”, circunstancias que, evidentemente, como hemos visto profusamente en capítulos anteriores, no concurren en la actividad aseguradora. En noviembre de 2011 la *Financial Stability Board* FSB (2011) emitió un comunicado acerca de *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions*.

Pero pese a las evidencias prácticas a lo largo de su amplia historia mundial, todo indica que los reguladores, en especial la *Financial Stability Board* FSB, no están del todo convencidos de esta realidad y en sus opiniones reflejan la tendencia de clasificar en su totalidad a las aseguradoras con negocios no tradicionales de seguros, casi independientemente del volumen, como sistémico-relevantes a efectos de los mayores requerimientos de capital y medidas de supervisión. Según noticias de la prensa financiera española, en el listado elaborado por los reguladores bajo los auspicios del *Consejo de Estabilidad Financiera*, creado el verano de 2009 por el G-20, se incluyen seis aseguradoras, ninguna de ellas española, así como 24 bancos del Reino Unido, EEUU, Canadá, Japón y Europa Continental.

En su posición, la CEA (2012) llama la atención sobre el hecho de que en el sistema bancario una vez que una institución ha sido catalogada como un G-SIB, la aplicación de las respectivas medidas se convierte en un proceso mecánico y consistente para todos los bancos con cierto grado de *Systemically Important Financial Institutions* SIFI’s, *Instituciones Financieras Sistémicamente Importantes*, pero considera que el punto de partida en la aplicación de medidas adicionales de salvaguarda en el sector de seguros debe ser totalmente diferente. Antes de todo es importante analizar el marco regulatorio de la aseguradora y los fuertes requisitos a los que está sometida.

Por su parte y en un documento más reciente, Haefeli, Daniel y Liedtke, Patrick M. (2012) de la *Geneva Association* presentan sus *Reflections on a High-Quality G-SIFI Designation Process in Insurance*, *Reflexiones sobre un proceso de calificación G-SIFI de alta calidad en el seguro*, y destacan la importante contribución de esta institución para esclarecer las importantes diferencias de la actividad aseguradora en comparación con la bancaria, recordando que desde las primeras fases de la crisis financiera, *The Geneva Association* ha estado presente y participado regularmente en el debate sobre la estabilidad financiera y, en particular, sobre la forma de abordar el tema G-SIFI en lo concerniente al sector de seguros.

En sus consideraciones generales dirigidas a las autoridades reguladoras, el artículo recuerda que el riesgo sistémico es un concepto relativamente nuevo en el sector de seguros, porque en su larga historia las actividades nucleares de esta institución no han originado evento sistémico alguno de tales proporciones que haya puesto en peligro o conducido al colapso del sistema financiero global. Ante la ausencia de una experiencia previa y ejemplos en el mundo real, constituye un desafío diseñar una regulación para un caso tan hipotético y para un sector cuyas características específicas han evitado en el pasado ser un foco de riesgo sistémico.

Uno de sus proyectos de investigación sobre este tema se enfocó y desarrolló en las siguientes en tres fases:

1. Identificación de *actividades de riesgo potencialmente sistémico, potentially systemic risky activities pSRAs*.
2. Clasificación de las compañías con *actividades de riesgo potencialmente sistémico* y que no poseen suficientes elementos mitigadores como G-SIFIs, y
3. Definición de las consecuencias y de la política de medidas para la calificación de las G-SIFIs, *Instituciones Financieras Globales Sistémicamente Importantes*, con base en las fuentes o focos del riesgo sistémico, compatible y proporcional con la exposición potencial al riesgo.

*“Los consorcios aseguradores globales no constituyen ningún peligro para el sistema financiero, por el contrario lo protegen de los riesgos. La política no debería por lo tanto regularlos en forma tan estricta como a los bancos”*

*Stefan Lippe,  
Vorstandschef von Swiss Re*

La principal conclusión de tales investigaciones es que el núcleo del negocio de seguros no origina riesgo sistémico, sino solamente aquellas actividades semejantes a las bancarias, tales como la suscripción de derivados y la mala gestión de fondos a corto plazo encierran el potencial de crear un riesgo sistémico con impacto en el sistema financiero global y la economía en general. Por tal motivo, las actividades no consideradas como de riesgo sistémico no deben ser tomadas en cuenta en la calificación de G-SIFIs, independientemente de su tamaño, interconectividad o sustituibilidad, habida cuenta de que ellas, por definición, no representan amenaza alguna para el sistema financiero. El proceso de designación como G-SIFI tiene que enfocarse, nunca mejor dicho, en las verdaderas fuentes o focos del riesgo sistémico financiero. En relación con el sector de seguros es imprescindible tomar en cuenta las regulaciones existentes y aquéllas en proceso de decisión o implantación, así como el marco de supervisión estatal y los factores mitigantes del riesgo, elementos establecidos durante los últimos años en el sector.

En consecuencia con ello, el proceso de calificación como *Globally Systemically Important Financial Institutions (G-SIFIs)*, debe basarse en *“un profundo y sólido conocimiento de los fundamentos del negocio asegurador y de las compañías individualmente”*, proceso que debe ser explicado claramente, al igual que los beneficios derivados para el sistema económico de tal calificación. Una clasificación transparente con claros criterios e indicaciones ayudarían a la dirección de la empresa involucrada en las denominadas *actividades de riesgo potencialmente sistémico, potentially systemic risky activities pSRAs* a considerar su posibilidad de ser considerada como una G-SIFI.

Precisamente sobre la supervisión desde el comienzo de la crisis, OECD (2011) indica que desde su inicio el derecho de Inspección y Control ha sido reestructurado y endurecido vigorosamente a nivel mundial, con el objetivo de mejorar la estabilidad del sistema financiero e impedir una repetición de la misma crisis, velando no solamente por este último aspecto, sino también para que la actividad aseguradora se pueda seguir realizando sin tropiezos, tanto en lo referente al seguro directo como al indirecto, aunque a causa de los riesgos que cubren la entidades de seguros y a sus inversiones de capital muy rara vez son consideradas como entidades sistémico-relevantes.

Algunas autoridades de control consideran, en las discusiones y debates sobre el riesgo sistémico, que el tamaño de una entidad es definitivo para juzgar su peligrosidad y valoran de acuerdo con su tamaño y cuota de mercado la importancia sistémica de las mismas, premisa que considera errónea dicho organismo internacional, porque precisamente es el tamaño el factor determinante del cumplimiento de sus obligaciones por parte de las aseguradoras directas y reaseguradoras. Una aseguradora operativa a nivel mundial posee mayor ca-

pacidad que un de menor tamaño, a lo cual añadimos de nuestra parte que el punto fundamental no estriba tanto en una actividad internacional, sino en poseer el suficiente número de asegurados para que se cumpla lo mejor posible la *Ley de los Grandes Números* y se reduzcan al mínimo las inevitables desviaciones actuariales.

## 4.2 ASPECTOS RELACIONADOS CON EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LAS INVERSIONES

En términos generales, los países miembros de la OECD poseen normas legales y reguladoras en lo concerniente a un sano gobierno corporativo y procedimientos de gestión del riesgo, OECD (2011), habiendo sido introducida muchas de las respectivas medidas como respuesta a la actual crisis o con motivo de su fortalecimiento posterior. Simultáneamente, la supervisión y control de la prácticas corporativas se ido ampliando y extendiendo por los diferentes países.

El lo que al régimen de inversiones de las aseguradoras atañe, en su informe la OECD (2011) destaca que muchos países no han pretendido modificarlo como resultado de la crisis, tendencia acorde y consistente con la observación de que la inversión de las aseguradoras en los denominados activos tóxicos y en las hipotecas *subprime* ha sido muy exigua, pese a que aisladamente algunas han estado expuestas a estos riesgos. A pesar de esta favorable situación para el sector, algunos gobiernos han estudiado la posibilidad de introducir una que otra modificación. Adicionalmente, los observadores del sector y del mercado opinan que puede producirse dentro de las aseguradoras del ramo de vida una fuerte tendencia hacia las inversiones de renta fija con periodos más largos de vencimiento.

Sin embargo, las nuevas normas europeas e internacionales traerán consigo modificaciones relevantes en la gestión de los riesgos y, por consiguiente, también en la estructura y funciones del gobierno corporativo de las entidades de seguros, según se desprende claramente del estudio realizado por KPMG (2011). Tanto los Consejos de Vigilancia como los de Administración en la entidades de seguros estarán más involucrados y deberán asumir más responsabilidades en los aspectos ligados con la gestión del riesgo, lo cual significará en muchos casos una nueva curva de aprendizaje de los antiguos consejeros o una renovación de tales órganos de gobierno, esperando el 26% de la aseguradoras participantes en el mencionado estudio cambios en el modelo de negocios, especialmente motivado por las Normativas de Solvencia II.

Capítulo aparte constituye el tema relacionado con la importancia y volumen de los productos derivados en el sector asegurador como instrumento de compensación de riesgos. En forma similar a lo que acontece en los fondos de pensiones, las aseguradoras de vida utilizan amplia y profusamente los derivados para reducir el riesgo de la tasa de interés, tanto en lo concerniente con la duración como de la convexidad. Para gestionar este riesgo pueden recurrir tanto a la expansión de su cartera de inversiones en renta fija, como a la contratación de derivados de tipos de interés para modificar la duración media de sus inversiones, práctica muy común en las entidades de vida holandesas, según el Informe del *Bank for International Settlements* (2011).

### 4.3 ASPECTOS Y NORMAS CONTABLES

Las normas internacionales de contabilización y valoración que más afectaran al sector asegurador, incluyendo la gestión de fondos de pensiones, serán las por sus siglas en inglés conocidas IFRS 4 and IAS 19.20. Se trata de un proyecto conjunto acometido entre la *International Accounting Standards Board* IASB y la *Financial Accounting Standards Board* FASB, instituciones que deseaban lograr una norma común.

Bajo los fines contables, los contratos de seguros se distinguen de aquéllos de inversión, radicando la principal diferencia en que la aseguradora acepta un riesgo asegurable importante proveniente del tomador del seguro, mientras que en los de inversión no se origina una transferencia de riesgo que permita catalogarlos como operaciones de seguro. Hasta la fecha los contratos de seguros se contabilizaban de acuerdo con la norma IFRS 4 Fase I, la cual fue introducida en 2005 y estipulaba por primera vez una definición universal de contrato de seguro con la siguiente redacción, en traducción libre del autor: “*Un contrato bajo el cual una parte – el asegurador – acepta un riesgo asegurable significativo de la otra parte – el tomador del seguro – acordando compensar al tomador del seguro si ocurre un evento específico incierto en el futuro – riesgo asegurado – con efectos adversos para el tomador*”, definición muy incipiente a nuestro entender al hacer caso omiso de cualquier mención a la prima de seguro, o sea, al precio del mismo.

La nueva Normativa en vías de aprobación e implantación definitivas implica un importante cambio de paradigma en los sistemas contables y de información de la actividad aseguradora, unas de las razones por las cuales no ha sido siempre bien aceptada por algunas de las aseguradoras, quienes consideran que no cumple a satisfacción las expectativas y no constituye una importante mejora en relación con la actual en vigor, *PricewaterhouseCoopers AG* (2011). Sin embargo, la Norma IFRS 4, Fase I, fue considerada como una solución intermedia o provisional mientras se finalizaba la segunda fase de la misma, cuyo objetivo primordial es el de establecer un modelo firme y relevante de contabilización en el sector asegurador.

La largamente esperada IFRS 4 Fase II permitirá, según opinión de los expertos en la materia, una mayor grado de homogeneidad y, por ende, de comparabilidad entre las aseguradoras y los respectivos mercados, porque la actual Fase I, es limitada en su alcance *Bank for International Settlements* (2011) y no contemplaba aspectos cuantitativos para medir y reconocer la gestión del riesgo en las entidades aseguradoras. Por ejemplo, la norma permitía a las aseguradoras valorar sus pasivos sin aplicar tasa de descuento alguna.

Pero pese a sus méritos en términos de solidez, transparencia y alto grado de comparabilidad, en opinión del *Bank for International Settlements* (2011) la norma propuesta aumentará ostensiblemente la volatilidad de los estados financieros e inducirá importantes cambios en la rendición de cuentas, debiéndose considerar el hecho diferencial de que la naturaleza del negocio de seguros es a largo plazo y se extiende durante muchos años, o décadas en el caso del seguro de vida, de tal modo que la prevista remediación periódica de los compromisos adquiridos o reservas y provisiones técnicas afectaran sustancialmente en el corto plazo la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y los resultados, como es el caso, verbigracia, respecto al parámetro ‘*tasa de interés*’.

Esta extrema volatilidad, más aun en periodos de crisis con sus fuertes fluctuaciones y altibajos, tornará más compleja la interpretación de balances y el análisis de la política de congruencia de plazos o de la gestión de activos-pasivos. Con ello los resultados anuales no reflejará adecuadamente al negocio de

DIAGRAMA 03

**CRONOGRAMA DE LA FASE II**

Fuente: PricewaterhouseCoopers AG (2011)



seguros subyacente y puede afectar, igualmente, a la política de dividendos de la aseguradora, a lo cual debe añadirse que una remediación periódica de los compromisos contractuales requiere estimaciones a largo plazo y proyecciones con su caracterizado alto grado de incertidumbre.

Por ello son de esperar cambios en la estrategia de inversión de la aseguradoras, primordialmente de las que operan en el ramo de vida, como resultado de las prácticas de *Asset-Liability-Matching* exigidas, parte esencial de las futuras actividades internas en el sector de seguros, dentro de las cuales las compañías de seguros tendrán la posibilidad de elegir entre lo previsto en la IFRS 4 Fase 2, respecto una valoración fair de sus activos para reducir o eliminar discrepancias contables entre pasivos y activos, opción disponible también en las Norma IFRS 9 y IAS 39, cuya combinación trae consigo que las variaciones en el *fair value* de los activos financieros y el valor de los pasivos repercutan en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, según la terminología en inglés para la Cuenta de Resultados. Ello ocasionará una significativa volatilidad en los ingresos, según el ya mencionado informe del *Bank for International Settlements* (2011).

El calendario de aprobación e implementación de esta Norma Contable es el que se muestra el Cronograma del diagrama 03. Durante el año pasado, tanto la *International Accounting Standards Board* (IASB) como la *Financial Accounting Standards Board* (FASB) evaluaron la información recibida y organizaron sesiones divulgativas, habiendo concluido la segunda de dichas instituciones que el conocido GAAP estadounidense debería modificarse en el caso de los contratos de seguros.

En el mes de enero de 2011, la IASB evaluó los resultados surgidos durante la fase de comentarios, habiendo recibido más de 200 y que fueron publicados en Internet. Durante el periodo de tiempo comprendido entre enero y marzo del mismo año, la Junta tomó decisiones provisionales y aceptó algunos de los cambios propuestos, pero en principio y en líneas generales se mantuvo en su proyecto. Según el estudio de PricewaterhouseCoopers AG (2011), las modificaciones aceptadas o no se refieren a:

- Al precio fijo de los contratos de prestación de servicios.
- La exigencia de que las tasas de descuento coincidan con las tasas de interés del mercado.
- Reflejo inmediato de las pérdidas realizadas y diferimiento en el tiempo de las ganancias o beneficios realizados.

CUADRO 11

**CONCEPTOS Y REGULACIONES CONTABLES EN FASE DE REVISIÓN**

Fuente: PricewaterhouseCoopers AG (2011)

	<b>NORMATIVA SOLVENCIA</b>	<b>FONDOS GARANTÍAS CONCURSALES</b>
<b>REGULACIÓN NORMATIVA</b>	Desde años 70 regulaciones locales; coordinación estándares de capital.	Desde años 60 implantación fondos concursales en diferentes países.
	2004 Exigencias de Capital Mínimo Solvencia I.	2010 Disímiles características y desarrollos en Europa.
	Finales 2012 (previsto) Introducción de Solvencia II.	Libro Blanco de la CE sobre armonización fondos concursales en la UE.
	<b>NORMAS CONTABLES IFRS</b>	<b>INFORMACIÓN SOBRE EMBEDDED VALUE</b>
<b>RENDICIÓN DE CUENTAS</b>	Antes de 2004 Falta de Normas específicas para contratos de seguros.	Información heterogénea en Europa sobre el Embedded Value.
	Introducción del IFRS 4 para contratos de seguros.	Publicación de los Principios de un Embedded Value Europeo EEV.
	Proyectada Fase II IFRS 5.	Fines 2011. Proyectada introducción de los Principios de Embedded Value Consistente con Mercado (MCEV).

- Obligatoriedad de descontar los contratos de seguros no vida.
- Consideración de los gastos de adquisición, sin distinción entre aquéllos que condujeron a la celebración de un contrato y aquéllos que no lo hicieron.

Para finalizar este apartado, presentamos el cuadro 11 contenido en el estudio de PricewaterhouseCoopers AG (2011), el cual nos ofrece un sucinto resumen de las actuales normas y conceptos en fase de aprobación o revisión en el seno de la UE. Ellas se refieren a cuatro aspectos vitales para el sector, como son la solvencia, la rendición de cuentas, los fondos concursales y la elaboración y publicación del *Embedded Value* consistente con el mercado.

Todo ello significa una ingente labor, no solamente para las autoridades de supervisión y control, sino también y quizás aún más para las entidades de seguros, porque la implantación de tales normativas requiere una elevada exigencia de conocimientos en un tema completamente nuevo para el sector, pese a que ello significa una importancia ganancia en transparencia, pese a que en forma irónica Foroughi, K. *et al.* (2011) y un grupo de actuarios mencionan que muchas personas lo han asemejado a una *caja negra*. Es así como durante el muy reciente *Annual International Insurance and Finance Seminar of The Geneva Association*, según señalan Sullivan, Lynda, Keese, Burkhard y Sauer, Roman (2012), se puso de manifiesto que las futuras normas contables para los aseguradores implicaran importantes cambios en los estados financieros y, presumiblemente, crearán una significativa volatilidad en los ingresos y en los recursos propios, aunque serán de corto plazo y de naturaleza no económica, motivo que inquieta a las entidades de seguros por sus posibles repercusiones macroeconómicas.

## 4.4 ASPECTOS RELACIONADOS CON LA SOLVENCIA DE LAS ASEGURADORAS

La mayoría de los autores que se han ocupado del tema comparten unánimemente la opinión de que Solvencia II, cuya implantación deben adoptar los estados el 1º de enero de 2013, estando prevista su plena entrada en vigor para 2014, constituye un verdadero reto y cambio de paradigma para el sector de seguros y una modernización del mecanismo de supervisión al basarse los requerimientos de capital mínimo en el perfil de riesgo de las entidades, aunque la misma opinión no es compartida cuando de su valoración y absoluta conveniencia se refiere. La intención de las autoridades es que Solvencia II y Basilea III entren en vigor al mismo tiempo, de tal modo, dada la estrecha interrelación existente entre las dos, que sus repercusiones en el sistema financiero y, en particular, en el mercado de capitales, serán de cierta importancia. Sin embargo, en lo que atañe a Solvencia II, la norma no entrará en pleno vigor sino hasta después de un periodo gradual de transición de 10 años, según la propuesta de Directiva Omnibus II.

La importancia de esta regulación aumentó con la apertura de los mercados en el marco de la Tercera generación de Directivas, debido al crecimiento experimentado en los mercados, a la aplicación del principio de reconocimiento mutuo de supervisión por el Estado de origen y al desarrollo de nuevos productos que incrementaban la exposición al riesgo o introducían nuevos, comenta textualmente, Lozano Aragués, Ricardo (2007), agregando en su exposición las importantes carencias de Solvencia I, como son su escasa estandarización; haber sido superada por la evolución del mercado con el desarrollo de nuevos riesgos y la operativa intersectorial; sus magnitudes basadas en parámetros que sustituyen inadecuadamente al riesgo técnico; no tomar en cuenta los riesgos diferentes a los técnicos, como tampoco la diversificación ni la calidad crediticia de los reaseguradores.

La primera propuesta presentada por la Comisión Europea al Parlamento Europeo se remonta al año 2007 y dos años más tarde, en 2009, el Parlamento Europeo aprobó las líneas directrices de dicha iniciativa. La intención inicial de la norma perseguía el fortalecimiento de la protección de los asegurados y subsanar las deficiencias de Solvencia I. Ya en el año de 1999, la UE sometió a escrutinio la situación financiera de las aseguradoras, concretándose un poco más la idea de Solvencia II. En el año 2002, antes de la actual crisis, la Comisión Europea publicó un estudio en el que recomendaba para Solvencia II el modelo de 3 pilares de Basilea II. Mediante la Directiva 2009/138 del 25 de noviembre de 2009, el legislador comunitario aprobó el Régimen de Solvencia II, tanto para el seguro directo como para el indirecto.

El objetivo fundamental de Solvencia II radica en fortalecer la estabilidad financiera mediante la introducción de la ya resaltada regulación con base al perfil de riesgo de las entidades aseguradoras y tendente a que dispongan ellas del suficiente capital para hacerle frente a las contingencias derivadas de los riesgos asumidos, limitando la probabilidad de ruina al 0,5% en un año. Adicionalmente, se pretende una armonización del marco legal de supervisión y control en el seno de la UE, así como, mediante una mayor transparencia, favorecer el grado de competitividad en beneficio de los tomadores de seguro y asegurados. Con razón el enfoque de Solvencia II ha sido calificado como una “*gestión cualitativa y cuantitativa del riesgo*”, KPMG (2011). Sus más significativas diferencias con Solvencia I, pueden verse en el cuadro 12, comparativo de los principales conceptos entre Solvencia I y Solvencia II.

CUADRO 12

**COMPARACIÓN  
SIMPLE ENTRE  
SOLVENCIA I  
Y SOLVENCIA II**

Fuente: Bank for International Settlements (2011)

SOLVENCIA I	SOLVENCIA II
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Requerimientos de capital no basados en el riesgo sin vinculación con riesgos subyacentes.</li> <li>• Capital exigido: 4% de la provisiones técnicas en los seguros de vida; En los seguros no vida en función de las primas brutas y siniestros pendientes.</li> <li>• Valoración no económica de activos y pasivos.</li> <li>• Pasivos según valor en libros y activos a veces a valor de mercado.</li> <li>• Diferencias entre países en la determinación de las reservas técnicas y estatutarias.</li> <li>• No reconocimiento explícito de las técnicas de mitigación o gestión del riesgo, diferentes al reaseguro.</li> <li>• No distinción entre la diferente calidad de los epígrafes relacionados con el capital.</li> <li>• Limitada obligación de información</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Requerimientos de capital basados en riesgos cuantificables.</li> <li>• Capital suficiente para cubrir pérdidas no esperadas en el periodo de un año con un grado de confianza de 99,5%. Posibilidad ampliación capital para cubrimiento riesgos no cuantificables.</li> <li>• Valoración económica del balance según IFRS a valor de mercado.</li> <li>• Prosecución armonización europea.</li> <li>• Reconocimiento explícito de las técnicas de mitigación de los riesgos y capacidad de absorción de la pérdidas.</li> <li>• Clara distinción entre capital disponible de diferente calidad.</li> <li>• Reforzamiento de la obligación de informar.</li> </ul>

En palpable analogía con la normativa de solvencia bancaria plasmada en Basilea II y III, Solvencia II está configurada por tres pilares o columnas. Ellos son:

**1er PILAR.** Comprende procedimientos estándar para cuantificar el grado total de solvencia de la sociedad. Se trata del nivel mínimo del capital de solvencia *Requerimiento Mínimo de Capital - Minimum Capital Requirement MCR*, o sea, del capital por debajo del cual los tomadores de seguros podrían estar expuestos al riesgo de ruina de la aseguradora y del *Requerimiento de Capital de Solvencia - Solvency Capital Requirement SCR*, es decir, del capital necesario para limitar a un 0,5% la probabilidad de ruina de la entidad, para lo cual se aplica la conocida metodología de gestión del riesgo de *Valor en Riesgo - Value at Risk VaR*. Este último capital constituye un fiel reflejo del perfil de riesgo de la aseguradora, tomando en cuenta todos los riesgos cuantificables, así como las medidas de mitigación o gestión del mismo y constituye, como muchos opinan, una señal de alerta para los órganos de control, mientras que un MCR por debajo del margen exigido desataría probablemente una rápida intervención por parte de los mismos. Bajo la fórmula normal de determinación el MCR puede oscilar entre un 25 y un 45% del SCR. En resumen, Solvencia II exige a las aseguradoras poseer suficiente capital para absorber toda la gama de riesgos en sus activos y pasivos frente a las posibles pérdidas que puedan ocurrir con una probabilidad del 99,5% y en un horizonte de un año. Probabilidad que como veremos más adelante ha sido criticada, entre otros, por Pfister, Bruno, (2012) de la *Geneva Association*.

El Capital de Solvencia puede ser también calculado de acuerdo con modelos establecidos por la propia aseguradora, los cuales deben tener como base la misma metodología de Valor en Riesgo y el parámetro de 0,05% como probabilidad de ruina. Estos modelos propios, de aplicación parcial o total para determinados, deben obtener, sin embargo, la autorización administrativa previa del

respectivo organismo de Supervisión y Control. En la determinación de solvencia, los activos deben ser valorados *marked to market*, a precios de mercado, y los pasivos descontados a una tasa de interés libre de riesgo.

Resulta importante señalar a efectos de la valoración de los pasivos que el Artículo 77 de Solvencia II se refiere para los respectivos cálculos a las *Best Estimate Liabilities, BEL*, y la define en el apartado 2º como “la mejor estimación se corresponderá con la media de los flujos de caja futuros ponderada por su probabilidad, teniendo en cuenta el valor temporal del dinero - valor actual esperado de los flujos de caja futuros - mediante la aplicación de la pertinente estructura temporal de los tipos de interés sin riesgo”, comentando al respecto López, Pedro (2011) que “Una consecuencia directa.....es que la provisión para primas no consumidas desaparece, dejando de ser una cuenta de periodificación de primas, para transformarse en una estimación de las obligaciones futuras de las pólizas y contratos en vigor..”

**2do PILAR.** Comprende los aspectos relacionados con la gestión del riesgo, tratándose en especial de exigencias cualitativas, como es la existencia de una organización fuerte, una gestión eficiente del riesgo, un entrelazamiento operativo entre las normas de solvencia y las decisiones empresariales, una transparencia en los procesos de la empresa, un sistema adecuado de control, así como un sistema de datos e información eficiente que sea capaz de responder a los requisitos normativos. El 2º Pilar de Solvencia está orientado, en resumen, hacia los requisitos cualitativos, tales como la gestión del riesgo y el gobierno corporativo.

Sobre la poca o casi nula atención que se le otorga a este pilar nos advierte Melgarejo, Joaquín (2011) en su reciente contribución, considerando que llevamos muchos años hablando reiterativamente de Solvencia II, centrándonos generalmente en la problemática relacionada con el cálculo de los recursos propios mínimos que debe poseer una entidad aseguradora o grupo de ellas. Opina, según se ha dicho, “que el Pilar II es el verdadero reto e innovación de la nueva normativa prudencial” en la medida en que recoge la necesidad de un conocimiento interno exhaustivo de qué se quiere hacer –estrategia de la empresa y gobernanza-, de cómo se quiere hacer –medios humanos y materiales involucrados– y de la capacidad de verificar las desviaciones respecto al plan inicial –control, auditoría y demás funciones a las que se refiere la Directiva, constituyendo, según su parecer, una de las herramientas fundamentales la denominada *Autoevaluación de Riesgos y Solvencia*, el *Own Risk and Solvency Assessment*, conocida coloquialmente en inglés bajo el acrónimo de ORSA. Su utilización permite determinar con holgura los recursos propios frente al riesgo total y evaluar, por consiguiente, su solvencia global, tanto en el corto como en el largo plazo. Por estas razones ha sido utilizada por la banca en el marco de Basilea II.

**3er PILAR.** Regula las obligaciones de información de las entidades de seguros a la autoridad de supervisión y control - *supervisory reporting* - así como la información al público - *public disclosure*.

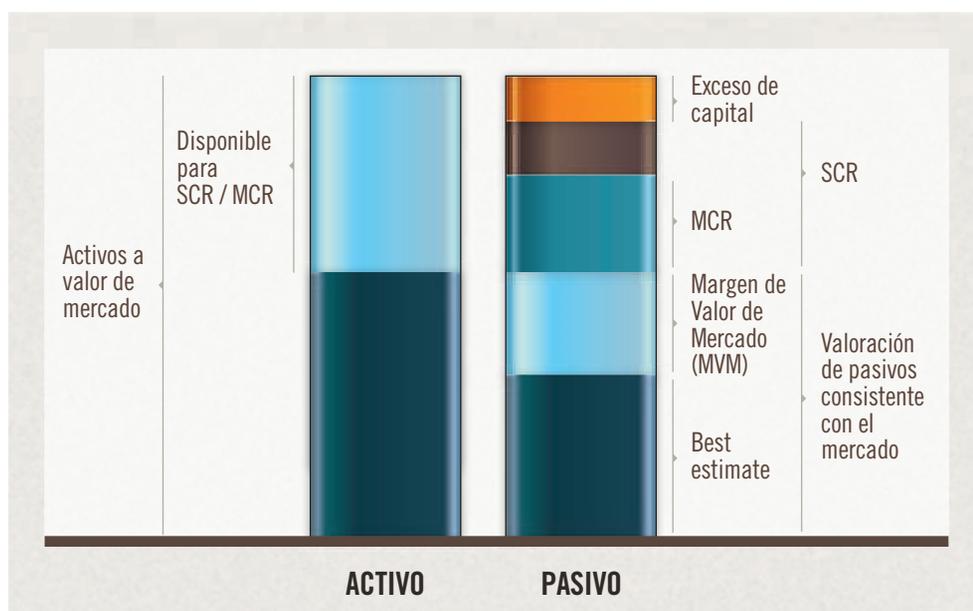
Para completar en forma gráfica y más comprensible la comparación del cuadro 12, recurrimos al gráfico 41 de la presentación realizada por Lozano Argüés, Ricardo (2007), en el cual se muestra claramente los componentes del activo y del pasivo y los respectivos márgenes de seguridad y exigencias legales de Solvencia II.

Como es obvio y se desprende de esta concepción, las futuras necesidades de capital de las sociedades dependerán en sumo grado de la calidad de la gestión del riesgo, de tal modo que la implantación de una eficiente estrategia de su

GRÁFICO 41

**LOS REQUERIMIENTOS CUANTITATIVOS SE BASAN EN EL “ECONOMIC TOTAL BALANCE – SHEET APPROACH”**

Fuente: Lozano Aragüés, Ricardo (2007)



gestión implicará un importante y laborioso reto para el sector de seguros. La copiosa documentación necesaria juega también un papel importante en la realización práctica de la nueva normativa, argumentos que se pusieron claramente de manifiesto en el estudio interactivo realizado con aseguradores de tres países germano parlantes por KPMG (2011).

Kaserer, Christoph (2011) menciona en su dictamen, los resultados obtenidos en el Estudio Cuantitativo de Impacto QIS5, según el cual la aplicación de Solvencia II reduciría en alrededor € 120 millardos los recursos de capital libre en el sector asegurador europeo, pese a lo cual, en promedio, superarían en un 65% al exigido SCR. Ello significa que la mayoría de las entidades de seguros europeas no se verían afrontadas a una ampliación o aumento inminente de capital, aunque probablemente algunas tendrían que reequilibrar sus carteras de inversión en línea con las nuevas disposiciones. Las aseguradoras más afectadas en estas simulaciones han sido las entidades de seguros de vida, debido a la influencia que ejerce en los cálculos el tipo de interés y el carácter a largo plazo de las operaciones propias de este ramo. En efecto, estas carteras suelen acusar un desajuste de las duraciones entre el pasivo y el activo, porque el riesgo de variación de las tasas de interés es mayor en el pasivo que en el activo del balance.

Se trata del último Estudio Cuantitativo de impacto QIS5 antes de la introducción de Solvencia II y que fue llevado a cabo en 2010 por la *The European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)* y la participación de 2.520 empresas de seguros con un promedio del SCR equivalente a un 165% del exigido en la norma, aunque aproximadamente el 15% de las aseguradoras estaban cercanas al 100% únicamente, mientras que un 8,3% de las mismas se situaron en el rango 100 - 125%. Los resultados difieren un tanto en función del modelo utilizado en el estudio del impacto. Mientras que el modelo o fórmula estándar arrojaba un nivel promedio más bajo del superávit logrado, la utilización de las otras formulas internas admitidas – el caso de 26 grupos aseguradores – mostraba un nivel 6% superior, arrojando los porcentajes promedio de los modelos internos un 20% menos en el capital requerido, aunque como comenta el Informe *Bank for International Settlements (2011)*, la situación entre los diferentes países no es homogénea.

Aumento grado de confianza	Aumento exigido de capital	Ratio $\Delta\text{Cap}/ \Delta\text{Conf.}$
95 % -> 95,1 %	0.6 %	6 x
98 % -> 98,1 %	1.0 %	10 x
99,5 % -> 99,6 %	3.0 %	30 x
98,75 % -> 99,85 %	6.0 %	60 x

CUADRO 13  
**AUMENTO EXPONENCIAL DE LAS NECESIDADES DE CAPITAL SEGÚN GRADO DE CONFIANZA**

Fuente: Pfister, Bruno (2012)

Algunos autores, como es el caso de Pfister, Bruno (2012) en su reciente artículo, se preguntan si la existencia de más capital subyacente aumenta la estabilidad financiera y societaria *The More Underlying Capital, the Greater the Financial and Societal Stability?*, *¿Es Mayor la Estabilidad Financiera y Societaria con más Capital Subyacente?*. Recuerda que el cambio de Solvencia I hacia Solvencia II se desencadenó por la crisis *punto.com* e iniciativa de los reguladores de seguros, estando prevista su entrada en vigor, después de varios aplazamientos, en el año 2014. Una de las mayores preocupaciones de Solvencia II se centra en la obligación de aumentar el grado de calibración del riesgo, lo cual conduce a incrementos en las exigencias de capital, estando *“intuitivamente claro que el requerimiento de capital crece cuando la exigida fiabilidad aumenta. Sin embargo, tales aumentos producen otros efectos, sobre los cuales las instancias políticas son menos conscientes”*.

Utilizando una distribución normal presenta el cuadro 13 resumen, cuyos resultados indican los efectos que sobre el capital requerido – + 0,6% – significa, por ejemplo, aumentar del 95% al 95,1% el grado de confianza. Sin embargo, si se aumenta en el mismo porcentaje marginal – 0,1% – el grado de confianza de 98%, el capital exigido aumentaría en 1% y si dicho grado pasase a 99,5%, el incremento sería de 3%, o sea, cinco veces mayor al aumento desde el 95% de nivel de confianza. El incremento de dicho nivel de un 99.75% a un 99,85%, significaría un aumento del 6% en el capital exigido, equivalente a 10 veces más el valor obtenido en el nivel 95%, tendencia exponencial, de tal modo que la actual tendencia de las autoridades reguladoras de cumplir con una calibración del riesgo casi del 100%, representa una presión desmesurada para las entidades y los costes del capital, arguyendo que este costo debe ser asumido o por los tomadores del seguro mediante aumento de las primas de seguros o mediante la reducción de la capacidad de suscripción. La primera de las opciones podría implicar pérdida de clientes y, la segunda, la salida de mercado de entidades y, por ende, dificultades para la compensación adecuada de los riesgos.

Para ilustrar aun más las consecuencias de esta política, Pfister trae a colación un ejemplo hipotético de los que sucedería en la industria de la aviación comercial llegar a un nivel de confianza del 100% y lo que esto supondría en la vida real. Indica que al año se producen como media 5 accidentes fatales en relación con 550 millones de despegues en el mundo, lo que representa un nivel de confianza de 99,999999%. ¡Para lograr uno del 100% se requeriría mantener en tierra todos los aviones! argumenta el autor de los mencionados cálculos.

Respecto a la cobertura del riesgo de seguro, continúa argumentando, el subyacente no desaparece si no existen aseguradores interesados comercialmente en asumirlo, aunque su ocurrencia podría recargar considerablemente los respectivos presupuestos, ya sean en el ámbito familiar o empresarial. Precisamente aquí radica la intensificación decidida para los regímenes regulatorios y de control, aunque su exageración puede causar todo lo contrario de lo pretendido, porque la situación no proviene de la capitalización en sí de las asegu-

radoras, sino de los regímenes reguladores muy exigentes y que originan una transferencia del riesgo - causado por el sistema bancario como foco principal y no por las entidades de seguros – hacia los individuos, quienes no están en capacidad de gestionarlo, pagando finalmente el contribuyente la factura.

Concluye sus reflexiones Pfister, Bruno (2012), constatando que, con base a los cálculos realizados y la irracionalidad de niveles de solvencia desorbitados para las realidades cotidianas, *“aumentando la calibración en las aseguradoras del riesgo cercana al 100% aumenta fuertemente los requerimientos de capital y, conduce, al finales de cuentas a un desbordamiento de los costes correspondientes a la cobertura del riesgo, con consecuencias de largo alcance en la estabilidad financiera y societaria”*.

La valoración de la nueva normativa de solvencia suele diferir entre los distintos países y, en su seno, entre los diversos grupos aseguradores. En el estudio de campo realizado por KPMG (2011) entre aseguradoras suizas, alemanas y austriacas, predominó una impresión positiva, incluyendo la SST suiza, entre los participantes, quienes consideraron que la nueva norma mejorara la sensibilidad o percepción del riesgo y su adecuada gestión en el futuro, factores claves para que el mundo exterior perciba y reciba una mayor transparencia del seguro, hecho que contribuye a diferenciarlo aun más del bancario. También se expresaron opiniones críticas sobre el peligro de caer en una ciega *‘creencia en el modelo’* y despreocuparse de los riesgos. Sobre el comportamiento pro cíclico la opinión muy compartida era la de que se trata de un asunto que concierne a todo el sector.

*“!Que la base de capital tradicional del seguro siempre ha sido adecuada lo evidencia el hecho de que en más de 100 años de operaciones continuas, el riesgo sistémico nunca ha emanado del sector asegurador;”*

*Bruno Pfister, (2012),  
The Geneva Association*

Algo más crítica que los resultados de la mencionada encuesta se muestra en su *Positionspapier zu notwendigen Änderungen für das Gelingen von Solvency II -Posición sobre las Modificaciones necesarias para el Éxito de Solvencia II*, la *Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft* (2011)-, poniendo en tela de juicio parte de la metodología o cifras utilizadas en el *5º Estudio del Impacto Cuantitativo, Quantitative Impact Study 5, (QIS5)*, estudio que califica como una malograda prueba al haberse puesto de manifiesto carencias y fallos importantes, los cuales según su opinión ha traído consigo que los participantes pierdan la confianza en el Proyecto de Solvencia II. Esto hace necesaria una revisión a fondo de las exigencias cuantitativas en el Pilar I, en las normas relacionadas con la gestión de riesgos del Pilar II, así como en los requerimientos de información contemplados en el Pilar III. Considera que los siguientes puntos son de vital importancia para la actividad aseguradora, su grado de competitividad y de eficiencia frente a los consumidores:

1. Las curvas de tipos de interés y en especial su extrapolación que, a su juicio, se basan en datos oscuros o poco claros no fiables y sujetos a oscilaciones erráticas.
2. Extrapolación tardía, alcanzándose muy tarde el nivel de interés a largo plazo.

Ello conduce a que las curvas y su repercusión en los valores de los pasivos o compromisos sean extremadamente volátiles, razón por la cual a partir del 20º año la extrapolación realizada arroja valores cada vez menos fiables, debiéndose, por consiguiente, lograr antes el nivel de interés a largo plazo para garantizar la estabilidad y computabilidad. Se requiere, a su juicio, considerar los siguientes aspectos: simplificación y aplicación consecuente del principio de proporcionalidad en las tres columnas o pilares; introducción de Normas Transitorias; especificación y revisión de la calibración en la fórmula estándar y total aceptación de los recursos económicos propios.

Sobre la problemática de Solvencia II en el ámbito internacional se ocupa en su artículo, López, Pedro (2011), quien nos recuerda que la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre del 2009 “sobre seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y reaseguro y su ejercicio (Solvencia II)”, establece en su artículo 2º que su ámbito de aplicación son las empresas de seguros vida y no vida establecidas en el territorio de un Estado miembro. El Art. 213, por su parte, estipula, que están sujetas a supervisión de grupo las empresas de seguros - con independencia de donde estén establecidas - cuya empresa matriz sea una sociedad de cartera de seguros con domicilio social en el EEE. Es decir, que si la sociedad matriz está domiciliada en España pero tiene filiales, por ejemplo, en Filipinas o Brasil, a ambas filiales se les aplicaría la supervisión de grupo y deberían de cumplir la normativa de Solvencia II.

Dicha Directiva regula en su título III la aplicación a empresas que formen parte de un grupo, aun cuando dichas empresas puedan estar establecidas en países no pertenecientes al *Espacio Económico Europeo* (EEE). “Si ya de por sí la aplicación de la nueva normativa de Solvencia II es un asunto especialmente complicado, (no en vano ya se han realizado cinco estudios cuantitativos o QIS en los últimos 5 años), la complejidad es aún mayor cuando a grupos se refiere. Es por ello que el título III de la Directiva dedica más de 90 artículos a esta materia” Aquí nace la figura del Supervisor de Grupo, definida en el capítulo 1º del título III - Art. 212 - como el responsable de la coordinación y la supervisión del grupo de empresas, escogido entre las autoridades de supervisión de los Estados miembros afectados.

López, Pedro (2011) concluye que “La aplicación de Solvencia II en los grandes grupos aseguradores va a suponer consecuencias prácticas muy importantes, imposibles de resolver si no se dispone con la suficiente antelación de los mecanismos o herramientas que faciliten para todo el grupo el cálculo del capital de solvencia. El tener información centralizada constituirá un importante ahorro de esfuerzo y una mayor garantía de exactitud y homogeneidad en los cálculos. Las entidades no pertenecientes al Espacio Económico Europeo van a tener que cumplir los requisitos de Solvencia II, por lo que será necesario en dichas entidades contar con las herramientas y equipos que posibiliten el que toda la información esté disponible”.

## 4.5 MODELOS DE NEGOCIO, PRODUCTOS Y PROTECCIÓN DE LOS TOMADORES DE SEGUROS Y ASEGURADOS

Durante el mencionado estudio realizado por KPMG (2011) se puso de manifiesto entre los asistentes la convicción de meditar sobre la cartera de productos de seguros y su necesaria diferenciación, anteponiendo su precio y la diversificación. Dada su índole de contrato a largo plazo, debe fomentarse más el desarrollo del seguro de vida que el de los ramos generales o de daños y el reaseguro, requiriendo el seguro de vida un modelo de negocio con una mayor capacidad de adaptación. Los productos similares a los bancarios no deben encontrarse en el futuro en los primeros lugares de la oferta aseguradora.

En el actual contexto de crisis, igualmente importante y sensible es el tema relacionado con la protección de los asegurados o tomadores del seguro, porque ciertos abusos cometidos frente al consumidor, especialmente con relación a algunos productos bancarios de inversión, han alertado a la opinión pública y a las autoridades reguladoras. Han sido una de las causas que han originado o acelerado la promulgación de normas, también para el sector de seguros, como es el caso de la relacionada con su intermediación y la Directiva comu-

nitaria de IMD 2, ampliación y revisión de la anterior IMD 1, proyecto que ha suscitado una importante polémica en el mundo asegurador, generalmente renuente a revelar al asegurado los diferentes recargos actuariales incluidos en las primas, en especial los relacionados con las comisiones de adquisición y mantenimiento.

Krauss, Harald y Davenport, Nicholas (2012) en su artículo *Hacia el IMD2: El Camino hacia la Mejora de la Transparencia*, citan las palabras pronunciadas por el Presidente de la *Autoridad Supervisora Europea para el Seguro* EIOPA, Gabriel Bernardino, quien tajantemente afirmaba “*Necesitamos adoptar una postura valiente ante los conflictos de interés*”, refiriéndose seguramente a que las prácticas desleales en detrimento del consumidor en el mercado del seguro y de las pensiones son debidas, a menudo, a situaciones de conflictos de interés, porque como afirman con cierta razón los mencionados autores “*El seguro es una industria donde las iniciativas de los agentes pueden ser la clave del tipo de producto a vender. El resultado, a veces, es que no se vende al cliente el producto que necesita*”. Aquí precisamente encuentra su razón de ser de la una directiva de la UE sobre la intermediación de seguros (IMD2) que sustituirá a la Primera Directiva sobre la Mediación del Seguro IMD1 del año 2002, cuyas normas de transparencia dejan mucho que desear.

La crisis actual y sus repercusiones importantes para muchos consumidores de productos bancarios y de seguros ha inducido una tendencia hacia una mayor transparencia en todos los servicios financieros, incluyendo la distribución de seguros, principio que ha reiterado la Comisión Europea en la presentación de su programa de trabajo de 2012 con las siguientes palabras: “*La protección y transparencia al inversor están también en la clave de una iniciativa sobre declaraciones pre-contractuales en productos de inversión complejos Packaged Retail Investment Products, (PRIIPs), así como en la mediación de seguros*”, ideario aceptado también por la *International Association of Insurance Supervisors* IAIS (2011), al adoptar el Principio Básico que reza “*El supervisor estipula e impone requisitos de conducta a los mediadores para asegurarse que realizan su trabajo de una manera profesional y transparente*”, según el Observatorio Europeo para la Distribución de Seguros.

Con relación a los intermediarios de seguros, la Comisión Europea ha sido aún más explícita con su formulación inserta al margen de la página, razón por la cual el Artículo 12º de la Directiva IMD 2 exige que los intermediarios comuniquen a sus clientes antes de la celebración de cualquier contrato de seguro si les están asesorando sobre la base de un análisis imparcial o si tienen obligaciones contractuales para realizar sus negocios con una o más compañías.

Como reacción a estos planteamientos y a solicitud de la Comisión y envío de su cuestionario, en el año 2011 la *The European Federation of Insurance Intermediaries*, (2011) en su respuesta saluda la iniciativa de la Comisión de mejorar la transparencia en las operaciones de seguros, pero apela a las dificultades que encierra muchas de sus normas, habida cuenta de la existencia de más de 80.000 intermediarios de seguros con 250.000 empleados a lo largo y ancho de la UE. Muchos de tales intermediarios son pequeñas o micro empresas situadas en localidades de relativamente pocos habitantes, pero reconoce abiertamente la necesidad de revisar la Directiva anterior al considerar “*lógico exigir requerimientos similares al de las compañías de seguros por parte de los intermediarios de seguros, tomando en cuenta las especificidades de los existentes canales de distribución*”. Respecto al clausulado para dirimir conflictos de interés y aumentar la transparencia efectiva, su opinión es que las actuales normas no son suficientemente claras y efectivas para mitigar los conflictos más significativos y de mayor relevancia, sugiriendo sacar conclusiones de los niveles 1 y 2 de la norma MIFID, o sea, la Directiva europea sobre Mercados

*“Los mediadores actúan como asesores de sus clientes y también como canales de distribución de la compañía, a menudo con poderes de asegurador y autoridad vinculante. Esta doble función es una potencial fuente de conflicto entre la objetividad del asesoramiento que ofrecen a sus clientes y sus propios intereses comerciales”*

*Comisión Europea, 2011*

Financieros. Consecuentemente con este planteamiento solicita a la Comisión considerar las diferencias nacionales y meditar sobre las repercusiones en los costos y la competencia de un exceso de regulación en aras de un menor grado de riesgo para el consumidor, así como, bajo el punto de vista de la protección del asegurado y de la mayor competencia, contemplar las formas alternativas de distribución tales como la suscripción directa de los riesgos.

Por su parte, la *Federation of European Risk Management Associations*, FERMA (2012), considera que la revisión de la norma IMD debe incorporar estándares vinculantes de transparencia para los *brokers* de seguros en sus relaciones con los compradores sin importar el tamaño de éstos y se refiere al Protocolo común suscrito con BIPAR en noviembre de 2010, indicando que dicho protocolo demuestra que es posible alcanzar un consenso entre las empresas tomadoras de seguros y los intermediarios, representando “*la revisión de IMD una oportunidad única de incorporar estándares indisputables de transparencia en la vinculante legislación europea*”, no debiendo existir excepciones para los grandes riesgos, porque las corporaciones requieren el mismo grado de transparencia que los consumidores individuales, de tal modo que a solicitud del cliente el intermediario debe desvelar las cantidades percibidas en cada negocio por sus servicios y colocación del contrato o póliza de seguros.

Países con un mayor grado de sofisticación financiera y más difundida conciencia sobre la necesidad de proteger los intereses de los asegurados, como es el caso del Reino Unido, han avanzado más rápida y contundentemente en este sentido. En efecto, a partir del año 2013 se aplicaran nuevas normas, principalmente para las compañías de seguros de vida, según las cuales no podrán ofrecer comisión en asesoramiento de ventas y los asesores financieros ya no podrán aceptar comisiones por recomendar productos de inversión, incluido el seguro de vida a clientes privados.

En cambio, a nivel comunitario, tal como está actualmente redactada la propuesta *Directiva MIFID2* conocida genéricamente como de *supresión de comisión*, presentada en octubre de 2011, será aplicable a los productos financieros pero no a las pólizas de seguros, al partir de la premisa de que los posibles conflictos de interés en la mediación de los productos de seguro son distintos de aquéllos surgidos de la venta de productos financieros, aunque en las actuales discusiones se sugiere su extensión a los seguros de vida. Problemática *sui generis* revisten los denominados *Packaged Retail Investment Products*, *PRIP*, *Productos Empaquetados de Inversión Minorista*, los cuales por su características propias se asemejan más a los típicos productos de inversión que a los contratos de seguros, tema sobre el cual se ha pronunciado la autoridad suiza de supervisión del mercado financiero, *Finanzmarktaufsicht* FINMA, *Staatssekretariat für Internationale Finanzfragen* SIF (2010), para la cual por lo menos los seguros *unit-linked* deberían estar sometidos a normas más estrictas de información y transparencia y hace hincapié en la necesidad de que al menos información este por lo menos disponible en el *Point of Sale*.

Parece muy importante, a nuestro parecer, que estos proyectos comunitarios vean la luz en un periodo de tiempo razonablemente corto, porque ello contribuye a afianzar la confianza en el sector de seguros, identificado sin razón con el bancario y porque ya en su Informe, la OECD (2011) anotaba que no todos sus países miembros de la organización han adoptado fórmulas de protección de los asegurados y los que lo han hecho contemplan obligaciones muy limitadas y, generalmente, aplicables solamente a los seguros de daños o a los de vida, pero no en ambos casos.

## 4.6 FUTURAS NORMAS REGULATORIAS

En su recepción de Año Nuevo, según recoge la revista de seguros alemana, *Versicherungs-Journal* (2012), la nueva Presidenta de la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* BaFin, *Instituto Federal de Supervisión de Servicios Financieros*, consideró que las aseguradoras de vida alemanas ya se habían adaptado a la problemática de bajas tasas de interés, aunque todavía eran necesarias nuevas medidas para que las aseguradoras pudieran sortear satisfactoriamente las tensiones en los mercados de capital y afrontar posibles minusvalías en las respectivas reservas y provisiones técnicas. A su juicio, pese a la discusión internacional sobre el riesgo sistémico en la actividad aseguradora, surgida a raíz de los problemas acaecidos en AIG, no es posible identificar esta clase de riesgo en el negocio clásico de seguros, siendo los riesgos de las aseguradoras de vida de otra naturaleza y controlables con otros medios. Por dicha razón, manifestó, la Autoridad de Control defenderá una solución razonable en la calificación de los riesgos sistémicos ante la *International Association of Insurance Supervisors IAIS*; como miembro activo de la misma está desarrollando una metodología para identificar las posibles aseguradoras sistémico-relevantes y su posible regulación.

Refiriéndose al riesgo de las aseguradoras alemanas en inversiones de deuda soberana y sus repercusiones, la Presidenta de BaFin recalcó que “*Según nuestras observaciones, el volumen de las inversiones en este rubro es decreciente*”. Opinión coincidente con la de su antecesor en el cargo, Jochen Sanio, quien en una recepción con el mismo motivo dos años antes expresaba su preocupación por las bajas tasas de interés a las que tenían que hacerle frente las aseguradoras de vida de su país en vista de las garantías comprometidas a largo plazo, anotando de que ante la posibilidad de que la tendencia bajista continúe, la *BaFin* alemana había solicitado a las aseguradoras la simulación y test de sensibilidad hasta el año 2018, con tres escenarios diferentes, dos de ellos conscientemente pesimistas. Aunque la capacidad de resistencia se debilitaría ostensiblemente, el sector superaría una base prolongada de tipos de interés bajos, con lo cual quedó claro que las tasas bajas de interés no significan una salida o retirada del mercado del seguro de vida tradicional, pero si requieren una buena gestión del riesgo.

En opinión de la *Asociación Alemana de Compañías de Seguros, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft* (2009) éstas son las preocupaciones, sugerencias y parámetros respecto a las futuras regulaciones del sector de seguros:

- Gestión del riesgo, vigilancia y medidas de rescate
  - Acelerar la promulgación de Solvencia II.
  - Preocupación por la tardanza en la implantación de la vigilancia estatal por grupos aseguradores y el tratamiento del riesgo de la renta variable. En vista de la crisis bancaria una decisión contraria representaría una falsa señal. Europa debe decantarse por un marco legal de avanzada en la supervisión de las entidades de seguros.
  - Desarrollo consecuente de la supervisión y control por grupos aseguradores, porque la crisis financiera ha demostrado su necesidad. Deben tomarse en cuenta los trabajos realizados por el Grupo Larosière respecto a la reforma de la vigilancia financiera. Ello hace necesaria la creación de un *know how* europeo común sobre Solvencia II y el establecimiento de normas equiparables para el control de los grupos.

- Limitación de las medidas de rescate a los casos de insolvencia.
- Establecimiento a nivel europeo de sistemas para situaciones de insolvencia en el seguro de vida, tal como han demostrado su razón de ser y éxito en Alemania. Sin embargo, las aseguradoras alemanas ven con escepticismo su extensión a otros ramos.
- Separación de los riesgos bancarios y de seguros en los sistemas de garantías. No sería adecuado un sistema unitario para las dos instituciones. La garantía de los depósitos exige otros requerimientos. El riesgo de un *run* o estampida no se corresponde con la realidad en el mundo asegurador, porque este dispone de ingresos permanente por concepto de primas de seguros.
- Balance y transparencia
  - Establecimiento de la valoración de los compromisos de seguros de acuerdo con el mercado.
  - Ampliar las posibilidades de los instrumentos financieros.
  - Asimilación necesaria a los modelos de valoración.
- Regulación de la distribución y los productos
  - Exigencias de solvencia para los fondos de garantía.
  - Armonización de las normas de solvencia en los sistema de previsión para la vejez o jubilación.
  - Regulación de la distribución e intermediación de los certificados de inversión.
  - Establecimiento de un Código de Conducta para los *hedge funds*.
  - Introducción de normas cualitativas de inversión.
  - Control coordinado de las agencias de calificación.

## 4.7 SISTEMAS DE GARANTÍA DE SEGUROS

En julio de 2010, la *Comisión Europea* (2010) presentó en Bruselas su Libro Blanco, COM(2010)370 final, relacionado con *Sistema de Garantías de Seguros*, elaborado a partir de los trabajos realizados por la Comisión desde 2001 y tendente a crear un protocolo o modelo común como solución jurídicamente vinculante a nivel de la UE en la materia. El Libro Blanco ha partido del argumento de que *“existen sistemas de garantía en otros sectores del ámbito de los servicios financieros....Sin embargo, no existe marco normativo común alguno de ese tipo a escala europea en el sector de los seguros”*.

De los 30 países de la UE y el *Espacio Económico Europeo* EEE, únicamente 12 han instaurado, al menos, un sistema general de garantía de seguro. Allí donde existen, los sistemas de garantía de seguros difieren con frecuencia en cuanto a la cobertura que proporcionan, lo que se traduce en una desigual protección de los tomadores de seguros entre los Estados miembros.

Sus considerandos incluyen, asimismo, los siguientes epígrafes:

- La Directiva Solvencia II no va a impedir por completo las quiebras. Ni el actual, ni el futuro régimen de solvencia de la UE -Solvencia I y Solvencia II, respectivamente - crean, o pueden crear una situación en la que resulte totalmente imposible la quiebra de una empresa de seguros.
- Probable incremento de la actividad aseguradora transfronteriza en la UE.

- Protección insuficiente y/o desigual de los tomadores y beneficiarios de seguros.
- La situación actual crea desigualdad en las condiciones de competencia de las empresas de seguros de la UE.
- La actual situación afecta a la estabilidad de los mercados.
- La gestión eficaz del riesgo y unas estructuras globales de gobernanza constituyen, junto con los requisitos de capital y unas adecuadas competencias de supervisión, las piedras angulares del futuro régimen de solvencia. No obstante, se considera como algo generalmente aceptado que resultaría excesivamente gravoso fijar los requisitos de solvencia a un nivel suficiente para absorber todas las pérdidas imprevistas.

El Libro Blanco concierne a todas las empresas de seguros, tanto de vida como no de vida, incluidas aquéllas que ofrecen ambos tipos de producto. Sin embargo, no se pretende hacerlo extensivo a los fondos de pensiones, ni al reaseguro. Por armonización mínima entiende la Comisión la posibilidad de que los Estados miembros que lo deseen ofrezcan un mayor grado de protección del previsto en las pertinentes disposiciones legislativas de la UE.

Con ello, considera la Comisión se obtendrían las siguientes ventajas:

- Garantizar una protección completa y uniforme a los tomadores y los beneficiarios de seguros.
- Evitar el falseamiento de la competencia.
- Reducir los incentivos negativos.
- Asegurar la eficiencia de costes.
- Reforzar la confianza y la estabilidad de los mercados.

La Comisión preconiza la instauración de un sistema de garantía de seguros como mecanismo de último recurso en cada Estado miembro y propugna la armonización de la cobertura geográfica de los sistemas de garantía de seguros sobre la base del principio de país de origen. La Comisión propugna que los sistemas de garantía de seguros cubran tanto las pólizas de seguro de vida como las de seguros no de vida.

A fin de definir un nivel de protección apropiado, los servicios de la Comisión examinaron varias opciones, en particular el nivel de cobertura que ofrecen los actuales sistemas de garantía de seguros. Determinaron así un nivel objetivo inicial, con un coste total equivalente al 1,2 % de las primas brutas emitidas. La aplicación de ese nivel objetivo en un horizonte temporal de, por ejemplo, 10 años, se traduciría en una contribución anual del 0,12 % de las primas brutas emitidas por parte de cada uno de los contribuyentes al sistema.

Según publica el Diario Oficial de la Unión Europea, 23.7.2011, C 218/61, *Comisión Europea (2011) el Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre el «Libro Blanco: Sistemas de garantía de seguros»*, fue aprobado en el Pleno de los días 4 y 5 de mayo de 2011 por el *Comité Económico y Social Europeo* con 148 votos a favor, 7 en contra y 10 abstenciones, cuyos puntos más sobresalientes resumimos a continuación:

- Acogida favorable del Libro Blanco y apoyo a los esfuerzos de la Comisión para proponer medidas de protección a los tomadores de seguros en el interior de la UE y e introducir normas armonizadas para la garantía de seguros.
- Coincidencia con la Comisión de utilizar una Directiva con un elevado nivel de armonización mínima y que los sistemas nacionales también pue-

dan prever un nivel de protección adicional. El sistema de garantía deberá establecerse como último recurso cuando se hayan agotado otros instrumentos, como los de tipo prudencial.

- Debería tenerse en cuenta que en los últimos años se han adoptado precauciones mucho mayores para la solvencia de las empresas de seguros mediante la supervisión y requisitos de capital propio.
- El porcentaje de concursos de acreedores en las empresas de seguros es bajo en la práctica y debería seguir bajando gracias a estas medidas. Por este motivo, el *Comité Económico y Social Europeo* CESE se pronuncia a favor de procedimientos de la UE que mantengan un nivel reducido de gasto para las empresas y los asegurados.
- Considera acertado que la Comisión explique los problemas que plantea el asunto de una cobertura ilimitada en los sistemas de aseguramiento. Debe evitarse que empresas sólidas de seguros se vean en dificultades debido a obligaciones de responsabilidad ilimitadas. Por lo tanto acoge con satisfacción que la Comisión considere introducir limitaciones en las reclamaciones.
- La Comisión debería prestar especial atención, en caso de una iniciativa legislativa, a la cuestión de cuál puede ser el momento adecuado para aplicar el sistema de garantía de seguros.
- Recomienda, en lo que se refiere a la dotación financiera del sistema, volver a estudiar las distintas opciones sobre la base de los resultados del *Quinto Estudio Cuantitativo de Impacto (QIS5)* sobre Solvencia II.
- Teniendo en cuenta los sistemas nacionales de garantía existentes, la normativa europea debería establecer un nivel de protección elevado y adecuado.
- La cuestión de la necesidad de un sistema de garantía de seguros se plantea de manera diferente en las distintas ramas de seguros. Mientras que en los seguros de vida siempre existe el peligro de perder el capital ahorrado, esto no sucede en los seguros de daños.
- Según los datos de la Comisión, de las 5 200 empresas de seguros existentes – datos correspondientes a 2008 – sólo 130 suspendieron pagos desde 1994. Hay que tener en cuenta que las empresas están obligadas por ley a mantener un capital propio con el que puedan satisfacerse en su totalidad o al menos parcialmente las reclamaciones de los tomadores de seguros en estos casos.
- Hasta ahora no se había considerado necesario introducir sistemas de garantía a nivel europeo para los raros casos de insolvencia de una aseguradora. Aunque la Comisión inició en 2001 los trabajos preliminares para una directiva, el proyecto fue abandonado. Los sistemas colectivos de garantía de seguros no son habituales en las economías de mercado, pero han sido ampliamente introducidos en el sector de las finanzas a fin de tener en cuenta los riesgos específicos para los consumidores.

Tomado con adaptaciones terminológicas del Diario Oficial de la Unión Europea 23.7.2011.

## 5. POSIBLES CONSECUENCIAS DE LOS REGÍMENES NORMATIVOS

Son varios los expertos pertenecientes o no del sector que opinan críticamente sobre las consecuencias que puede conllevar para la actividad aseguradora el verdadero cúmulo de nuevas disposiciones y medidas que deben digerir, asumir, adoptar y desarrollar las entidades de seguros con todas sus implicaciones jurídicas, técnicas, administrativas e informáticas. Sobre las posibles consecuencias, tanto positivas como adversas, se pronuncia profusamente y con gran profundidad técnica el *Bank for International Settlements* (2011) en un reciente informe titulado *Fixed income strategies of insurance companies and pension funds*, - cuya traducción literal rezaría *Estrategias de Renta fija de las compañías de seguros y fondos de pensiones*” informe elaborado por un grupo de trabajo establecido *ad hoc* *Committee on the Global Financial System, CGFS*. En resumen, estas son sus principales conclusiones:

- Mientras que las modificaciones contables implican importantes beneficios en términos de la salud financiera y suministro de información por parte del sector, las posibles variaciones inducidas en las carteras de inversión pueden acarrear implicaciones relevantes en el mercado financiero. Como, por ejemplo, aumentar la demanda por valores a largo plazo y e alta calificación para disminuir el gap en la variable *duración* entre activos y pasivos.
- Probablemente, las compañías de seguros y los fondos de pensiones jugarán un papel menos importante en las inversiones de menor calidad, pero las aumentarán respecto a bonos garantizados o respaldados por los bancos. La inversión en títulos gubernamentales se atemperará en vista de la problemática de la deuda soberana. Su función de proveedoras de capital riesgo sufrirá también una importante merma. Su respuesta ante la nueva situación podría engendrar implicaciones sistémicas.
- Existen fundadas dudas de que las aseguradoras de vida puedan mantener su política de inversiones a largo plazo, motivada por las nuevas regulaciones relacionadas con la valoración de los riesgos. Igualmente, la mayor volatilidad en los estados financieros ocasionada por las normas internacionales de contabilidad pueden influir en la asunción de riesgos de inversión a largo plazo. Situación que puede alterar el papel de las aseguradoras como proveedoras de recursos a largo plazo y alterar su tradicional efecto positivo para mitigar las tendencias *proclílicas* de los mercados financieros.
- Las nuevas normas contables y de regulación coinciden, en el tiempo, con el hecho de que el sector y el de los fondos de pensiones todavía se encuentran afectados por las consecuencias de la crisis financiera y en una fase de importantes modificaciones y adaptaciones en sus productos, marcadas por la tendencia hacia los productos *unit-linked* y planes de Aportación Definida, o sea, como menores riesgos para sus actividad. En definitiva ello supone un traslado parcial de los riesgos hacia el sector de los hogares, reduciendo en esta forma los servicios prestados por las entidades de seguros, entre los cuales se encuentra su función de transformación de riesgos y plazos.
- Con un gran despliegue de conocimientos y observaciones atinadas, el informe analiza innumerables aspectos relacionados con las consecuencias de las nuevas normas para el sector, abordando temas como su efectos pro cíclicos y aquéllos que repercutirán en los procesos dinámicos de compensación de riesgos, las estrategias ALM, la infraestructura de los mercados financieros, los riesgos de contrapartida, el equilibrio de fuerzas y el uso de productos derivados, entre otros.

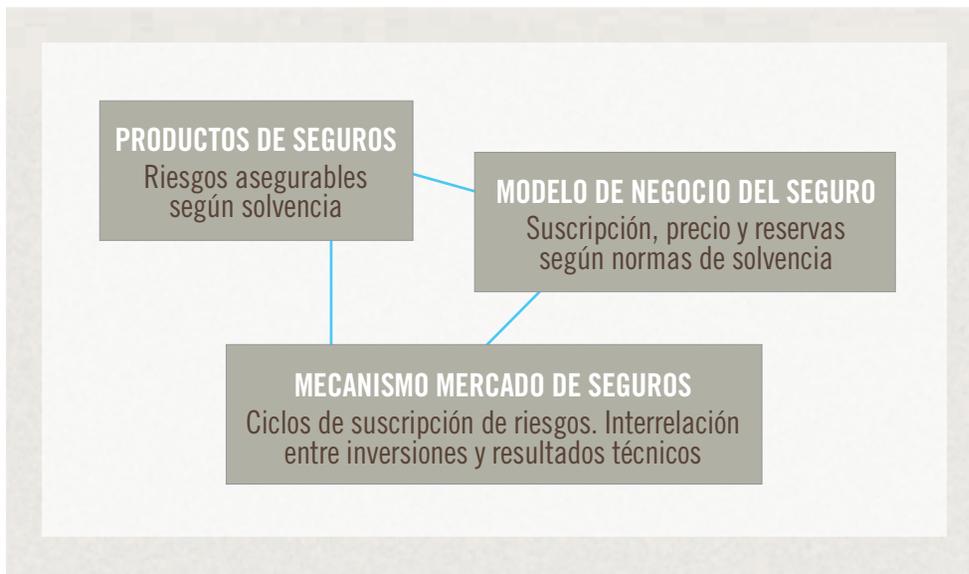


DIAGRAMA 04

## LOS TRES PILARES DE UN MECANISMO DE SEGURO PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Fuente: Baranoff, Etti (2012)

Para finalizar este capítulo nos parece pertinente presentar el diagrama 04 contenido en el artículo de Baranoff, Etti (2012), el cual se refiere al reciente seminario que sobre *Insurance y Finance* organizó en Londres en las postrimerías de 2011 la *The Geneva Association*. Durante dicho evento, la Jefe del Comité Técnico de la IAIS comentó que aunque la metodología con base en actividades constituye la pieza principal del Informe, resulta clave desarrollar también una metodología que vincule las actividades de riesgo potencialmente sistémico con los riesgos de mercado y del negocio. Es precisamente lo que se puede visualizar en el intercalado diagrama. ■

*“Todavía no existen instituciones suficientemente fuertes que puedan limitar las burbujas cuando comienzan a ser más peligrosas”*

*Stijn Claessens,  
Professor of  
International Finance,  
University of Amsterdam*

# CONCLUSIONES Y SUGERENCIAS

A continuación presentamos las principales conclusiones a la que hemos llegado en este trabajo, acompañada cada una de ellas con una somera sugerencia, haciendo especial énfasis en lo que podría aportar el sector asegurador. En orden a la brevedad, hemos prescindido en esta parte identificar a los autores de citas, como si lo están en los respectivos capítulos:

## 1<sup>ra</sup> CONCLUSIÓN EXTENSIÓN ILIMITADA DEL RIESGO EN EL ÁMBITO MUNDIAL Y PERCEPCIÓN DEL RIESGO

Aunque el peligro y su materialización financiera y económica, el riesgo, siempre ha estado presente en la historia de la humanidad casi como fenómeno estructural y parte integrante del ser, a diario nos encontramos frente a una serie de nuevos peligros. La globalización y el desarrollo económico y social nos demuestran cada vez más palpablemente la necesidad de abordarlos y gestionarlos.

A la par y dada la magnitud de muchos de ellos, la percepción del riesgo se ha acentuado entre los diferentes estratos sociales y económicos, dando rienda suelta al fenómeno conocido como *adversión al riesgo*. Pese a su importante crecimiento sin precedentes durante los últimos años y al desarrollo de nue-

vos productos por parte del sector asegurador, muchos de los nuevos riesgos asegurables no han encontrado todavía cobertura adecuada. Frente a los crecientes peligros amenazantes de nuestra existencia encontramos una oferta y una demanda crecientes de protección por parte de la población y el mundo empresarial.

Sin embargo, en muchas ocasiones la ininteligible jerga empleada por el sector dificulta la comprensión de los productos de seguros por parte de la población, hecho que influye en la demanda y confianza en la institución aseguradora. Hacer más comprensible y sencillo el contenido del contrato de seguro, fue precisamente una de las recomendaciones formuladas recientemente por la nueva Directora General de Seguros.

## 1<sup>ra</sup> SUGERENCIA POSIBLES RESPUESTAS DEL SECTOR ASEGURADOR

En primer término, instituciones como, por ejemplo, UNESPA, ICEA o el mismo Instituto de Ciencias de Seguro de la FUNDACIÓN MAPFRE con su importante conexión y experiencia académica deberían plantearse la posibilidad, independiente o conjuntamente, de crear una especie de *Observatorio de Riesgos Asegurables*, configurando para tal fin un equipo de investigadores de alta calidad y tendente a identificar aquellos riesgos no objeto de cobertura en los actuales mercados nacionales o mundiales de seguros. Ello representaría, asimismo, una actividad complementaria a la ya desarrollada en el campo de la Gestión de Riesgos. Un seguimiento simultáneo de la percepción del riesgo y aversión al mismo por parte de la población podría llenar un importante vacío en las ciencias del seguro y en la divulgación de la cultura financiera relativa al seguro y servir como punto de orientación acerca de la eventual demanda de cobertura.

Siguiendo el ejemplo de algunos países, sería conveniente que en el seno de UNESPA o de la DGSyFP se constituyesen grupos interdisciplinarios *ad hoc*, configurados por actuarios, abogados, técnicos de comunicación y lingüistas, con el exclusivo fin de redactar en forma inteligible y más coloquial las Condiciones Generales de las pólizas en los principales ramos de seguros. No debemos olvidar que desde la liberalización del mercado, tales condiciones no requieren autorización administrativa previa, lo cual ha engendrado una falta de cierta uniformidad necesaria e, indirectamente, menos protección del asegurado que debe enfrentarse a cláusulas totalmente incomprensibles, e impuestas prácticamente por la respectiva entidad aseguradora, sin que la figura del Defensor del Asegurado sea suficiente para evitarlo.

La reciente iniciativa Seguros para Todos, emprendida por la Fundación Mapfre mediante un convenio de colaboración con el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), para acercar la cultura financiera y aseguradora a la sociedad representa un loable intento, según se expresa la Fundación Mapfre *“para ayudar a la sociedad a comprender mejor el seguro, mediante un lenguaje sencillo y claro”*. Este proyecto podría constituir el germen de la propuesta formulada.

Complementariamente a esta actividad investigativa y divulgativa, las aseguradoras españolas deberían reforzar sus medidas tendentes a mejorar la valoración de los riesgos y su prevención, así como la gestión interna de los mismos. Campañas institucionales de divulgación con relación a la cultura financiera, en general y la del riesgo y el seguro, en particular, serían muy beneficiosas para concientizar a los asegurados sobre la necesidad de prevenir riesgos y compensarlos mediante el seguro, cuando no es posible su eliminación. Aquí subyace, a nuestro juicio, una importante oportunidad y desafío para el sector

asegurador en lo referente a la introducción en el mercado de nuevas coberturas. Aunque se trata, por lo general, de procesos de lenta gestación, como lo demuestra el caso de las coberturas o transferencia del riesgo de longevidad al mercado de capitales, este reto es de suma importancia para el futuro del sector y su diversificación.

## 2<sup>da</sup> CONCLUSIÓN EL RIESGO SISTÉMICO; CONCEPTO AMBIGUO

Gran ambigüedad y un sinnúmero de intentos por delimitarlo y definirlo acompañan a la nueva expresión *riesgo sistémico*. La *Asociación de Ginebra* opina que la ausencia de una definición propia del riesgo sistémico no constituye únicamente una laguna intelectual; ella conduce directamente a una confusión de las líneas divisorias en un sinnúmero de campos. Quizás la más acertada definición es la proveniente del propio sector. Según *Swiss Re* es el peligro de que un evento cause una pérdida de valor económico y de confianza en el sistema financiero, conllevando graves repercusiones para la economía real.

## 2<sup>da</sup> SUGERENCIA POSIBLES RESPUESTAS DEL SECTOR ASEGURADOR

Semejante a la sugerencia concerniente con al tema de los riesgos asegurables, también en este aspecto las aseguradoras y sus instituciones tendrían un campo propicio de acción. Podrían apoyar en forma más decidida estudios e investigaciones sobre la materia. Pero la creación de un *Observatorio del Riesgo Sistémico* resultaría redundante dada la existencia y gran calidad de los estudios realizados por la Asociación de Ginebra. No obstante, podría resultar de interés para públicos no muy versados en el idioma inglés promover la difusión de tales investigaciones en idioma español.

## 3<sup>ra</sup> CONCLUSIÓN EL SEGURO NO CONSTITUYE NI ORIGINA RIESGO SISTÉMICO

El núcleo de la actividad de los aseguradores estriba en mancomunar y transformar los riesgos, mientras que el de los bancos radica en captar depósitos y conceder préstamos, al mismo tiempo que proveer una variedad de servicio a base de comisiones. El modelo de negocios del seguro descansa en la asunción de riesgos, generalmente a largo plazo, así como en la diversificación de los riesgos integrantes de cartera de seguros y la distribución o atomización de los mismos a nivel internacional a través de la institución del reaseguro. Ello determina el largo plazo en el perfil de riesgo de una aseguradora, en contraste con el perfil más a corto plazo de los bancos.

Además, como institución para monetaria que es, el seguro no está en capacidad de crear dinero ni de inducir el llamado *multiplicador bancario o monetario*, mecanismo que mediante la llamada reserva fraccionaria de los depósitos bancarios crea dinero *ex nihilo*, y conduce a un aumento de la masa monetaria. Por consiguiente, al no tener la función de crear dinero, el seguro no tiene a su disposición un organismo central encargado de facilitarle liquidez o líneas de crédito. Por otra parte, las acreencias de los asegurados frente a las aseguradoras no constituyen medios de pago en la economía como si es el caso de las cuentas bancarias mediante el cheque o la transferencia.

A título de *aide-mémoire* para el paciente lector, en el cuadro 14 – Pág. 170 – quedan muy claramente definidas, delimitadas y descritas sus diferencias sus-

AREA	SEGURO	BANCO
ÁMBITO DEL NEGOCIO	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Agrupación y transferencia del riesgo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pago de servicios, intermediación transformando plazos</li> </ul>
FINANCIACIÓN	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En función compromisos.</li> <li>• Primas anticipadas.</li> <li>• Congruencia activos-pasivos.</li> <li>• Uso limitado préstamos intercompañías.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En función mercado y compromisos.</li> <li>• Corto plazo.</li> <li>• Congruencia activos-pasivos no estricta.</li> <li>• Préstamos significativos interbancario.</li> </ul>
BALANCE	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ciclo de negocios escasa influencia en el Balance.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Activos y pasivos expuestos al ciclo de los negocios.</li> </ul>
RIESGOS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sustancial, tasas de interés.</li> <li>• Bajo riesgo de liquidez.</li> <li>• Baja interconectividad a causa de alta substitucionalidad productos.</li> <li>• Alta retención riesgos asumidos.</li> <li>• Apalancamiento limitado.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sustancial, riesgos crediticio y de liquidez.</li> <li>• Riesgo clave por transformación plazos y financiación al por mayor.</li> <li>• Importante volumen negocio entre instituciones-Interbancario y repos.</li> <li>• Baja retención riesgos, gracias a titularizaciones.</li> <li>• Utilización importante del apalancamiento.</li> </ul>
ALM E INVERSIONES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Financiación estable e inversiones orientadas a satisfacer compromisos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Baja liquidez e inversiones orientadas a los activos.</li> </ul>

AIDE-MÉMOIRE

CUADRO 14

## DIFERENCIAS ENTRE LOS MODELOS DE NEGOCIO DEL SEGURO Y LA BANCA

Fuente: Bank for International Settlements.

tanciales con el modelo bancario de negocios, motivo por el cual la mayoría de los estudios e investigaciones realizadas por fuentes del sector y a él ajenas llegan claramente a la conclusión de que la actividad aseguradora *per se* no constituye foco alguno de riesgo sistémico. Pero hay suficientes indicios de que algunas autoridades europeas especializadas o surgidas de la crisis no están plenamente convencidas de ello y desean someter al sector a normas más estrictas.

Una de las principales preocupaciones del sector asegurador estriba en que algunas de sus aseguradoras o grupos de ellas sean consideradas como sistémico-relevantes, con la obligaciones que tal calificación conlleva. La clasificación o definición de la IAIS de *actividades no tradicionales de seguros* y *actividades no de seguros* han sorprendido al sector y han dado pábulo a un despliegue e intercambio de documentos de trabajo sobre el tema. Así, por ejemplo, en su respuesta al *Financial Stability Committee* FSC y a la *International Association of Insurance Supervisors* AIS el antiguo CEA expresa su satisfacción por el reconocimiento de la IAIS de que el núcleo del negocio asegurador no constituye un riesgo sistémico y no considera adecuado que cualquier actividad fuera del núcleo sea considerada como suficientemente 'sistémico-relevante' para que el asegurador que la realice sea calificado como '*Globally Systemically Important Insurer*' G-SII".

### 3<sup>ra</sup> SUGERENCIA POSIBLES RESPUESTAS DEL SECTOR ASEGURADOR

Meritoria y convincente ha sido, con estudios de gran calidad y rigor, la gran actividad desplegada por la *Geneva Association*, verdadero *think tank* del sector en Europa, tendiente a aclarar la esencia del seguro, hacer valer sus intereses y a evitar que actividades de riesgo potencialmente sistémico, realizadas por una pocas aseguradoras en menor escala pueda llevarlas a la lista *Globally Systemically Important Financial Institutions (G-SIFIs)*. Indudablemente, esta gran labor académica y práctica debería contar con un apoyo más decidido de algunos países y sus instituciones gremiales y representativas. Pensamos que cuanto mejor conozca el sector de seguros europeo el tema del riesgo sistémico, tanto mayor será su capacidad de reacción también a nivel nacional.

Sería conveniente, a nuestro juicio, evitar en la medida de lo posible esa clase de actividades potencialmente sistémicas, por lo menos mientras se aclaran muchos aspectos relacionados con estos temas. Como ya se anotó, el quid del asunto se encuentra actualmente en la decisión de si unas pocas actividades potencialmente sistémicas traen consigo para la aseguradora ser calificada como *Institución Financiera Global Sistémicamente Importante*, tendencia clara en algunos supervisores o si, simplemente, se califican solamente las operaciones, como defiende la Asociación de Ginebra, entre otras.

### 4<sup>ta</sup> CONCLUSIÓN NO ASEGURABILIDAD DEL RIESGO SISTÉMICO

Pese a su gran impacto y trascendencia, el riesgo sistémico en su conjunto no reúne las características para ser un riesgo asegurable, tales como ser fortuito, aleatorio, repentino y tasable y que permitan poder determinar su coste, o sea, la prima de seguro respectiva. Sin embargo, el riesgo sistémico constituye, a nuestro juicio, una secuencia continua o en cadena de riesgos individuales, fundamentalmente financieros y económicos que van *larvándose* y aunándose con menor o mayor rapidez en el transcurso del tiempo.

### 4<sup>ta</sup> SUGERENCIA POSIBLES RESPUESTAS DEL SECTOR ASEGURADOR

En la práctica, algunos de los componentes individuales del riesgo sistémico han encontrado coberturas de seguro, tal como es el caso del seguro de crédito o de impagos, pero posiblemente algunos otros no han sido objeto de estudio o son cubiertos mediante otros mecanismos no aseguradores como suelen ser los avales y garantías. Aquí cabría, por lo tanto, la misma reflexión esbozada en la *1<sup>a</sup> Conclusión*, o sea, la investigación y estudio de su asegurabilidad y el diseño de productos para tal fin.

### 5<sup>ta</sup> CONCLUSIÓN LA COMPETENCIA EN EL SECTOR DE SEGUROS Y SUS EFECTOS INDESEABLES

El análisis clásico en términos de mercado no se puede aplicar sin grandes precauciones a las operaciones de seguros, porque el seguro presenta ciertas particularidades y su precio no se determina lógicamente del cruce de las curvas de oferta y demanda, sino solamente de la probabilidad de la ocurrencia del riesgo. Todas las tentativas efectuadas para adaptar el precio a la demanda se han saldado con el fracaso, donde las primeras víctimas han sido los mismos asegurados.

Esta aseveración de un autor citado en el ensayo, dio pábulo a nuestra conclusión de que la competencia ilimitada suele ser perjudicial y ruinosa en la mayoría de los ramos de seguros y para la propia institución aseguradora. En efecto, a diferencia de otros sectores de la economía que, gracias a medidas de racionalización, innovaciones, aumentos de productividad o mejor gestión comercial, pueden absorber con facilidad una reducción de precios, en el caso del seguro ello tiene una importante barrera casi infranqueable. Se trata de que el mayor componente de la prima de seguros – la por los actuarios denominada prima de riesgo - no es susceptible de una reducción mediante medidas de racionalización o de cualquier otra índole administrativa. Se trata de un coste fijo dado y fijado por la probabilidad de ocurrencia del riesgo y con muy pocas posibilidades de ser racionalizado, tan solo que se adopten medidas de prevención o limitación del riesgo como suelen ser, verbigracia, sistemas de alarma el seguro de hurto o robo.

El asegurador no suele ser siempre consciente de esta realidad y en periodos de desviaciones actuariales positivas, o sea, cuando las primas son más que suficientes para cubrir los siniestros incurridos, suele desatar una competencia de precios que conduce a la reducción del nivel de primas suficientes. A partir del momento en que las desviaciones actuariales se tornan negativas, es decir, su nivel es inferior al de los siniestros, se producen importantes pérdidas y una crisis en el ramo respectivo, la cual suele conducir a aumentos de las tarifas no siempre fáciles de llevar a cabo. Para agravar la situación financiera y el equilibrio general de la entidad, algunas compañías tratan de compensar conscientemente estas desviaciones negativas mediante el rendimiento de las inversiones.

## 5<sup>ta</sup> SUGERENCIA POSIBLES RESPUESTAS DEL SECTOR ASEGURADOR

Además de que el sector adquiera una mayor consciencia de este fenómeno y de las limitaciones de una competencia ilimitada que se podría calificar de desleal o de dumping – vender los productos de seguros por debajo del precio de costo – sería conveniente que la competencia se orientase más hacia criterios de calidad y servicio, tarea nada fácil, especialmente cuando ciertos seguros se han convertido en verdaderas mercancías o *commodities*, en los cuales el asegurado se orienta casi exclusivamente por su precio. Pero la investigación sobre la causa y origen de algunos riesgos puede conducir a la reducción de su probabilidad de ocurrencia. Mencionar solamente, a título de ejemplo, que en algunos países existen desde hace muchos años instituciones cuyo cometido estriba en investigar los orígenes y extensión de los incendios.

Aunque se trata de un tema arduo y delicado, quizás sería pertinente, después de un estudio comparativo de las regulaciones en otros mercados, buscar correctores legales o no a estos ciclos periódicos en la actividad aseguradora, desatados por una competencia inconsciente e ignorante de sus repercusiones.

## 6<sup>ta</sup> CONCLUSIÓN RESILENCIA DEL SECTOR DE SEGUROS ANTE LA CRISIS

El modelo de negocio asegurador difiere sustancialmente del de otras instituciones prestadoras de servicios financieros. Su gestión del riesgo y características peculiares lo han protegido de las tormentas en los mercados, porque su principal objetivo en la política de inversiones consiste en cubrir sus compromisos contraídos y la asignación de las inversiones obedece a los principios de

congruencia de plazos y diversificación de los respectivos riesgos. El hecho de que las aseguradoras no utilicen técnicas de apalancamiento financiero significa que están mucho menos expuestas a las fluctuaciones prevalecientes en los mercados financieros.

Aunque ha sido espectador y no actor de la crisis, su actividad se ha visto afectada por sus efectos en cadena, tales como el desplome de los mercados de acciones; la bajada de las tasas de interés; el desaceleramiento económico; el declive de la calidad crediticia y, en algunos casos su exposición de contraparte en fallidas instituciones financieras. Pero pese a tales circunstancias adversas, el sector de seguros ha ayudado significativamente a proveer una influencia estabilizadora gracias a su horizonte de inversión a largo plazo y política conservadora de inversiones.

Es cierto que al inicio de la crisis, en 2008, su impacto en la situación de solvencia de las compañías de seguros fue importante, pero la mayoría de los países mostraban todavía en el mes de diciembre de 2008 márgenes por encima de los mínimos exigidos legalmente. En fechas recientes, en todos los 30 países europeos esta razón supera con creces el 100%, excediendo en la mayoría de ellos el 200%, tanto en los seguros de daños como de vida, pero dadas las diferencias entre los distintos países – particularmente fuera de la UE – en el cálculo de las exigencias de solvencia, resulta difícil establecer una comparación internacional sobre los niveles de solvencia del sector. La positiva evolución de los *combined ratios* en los seguros directos y en las operaciones de reaseguro, así como la evolución favorable de los márgenes de solvencia, demuestran que, en su conjunto, el sector asegurador ha estado en capacidad, durante la crisis, de atender satisfactoriamente y, salvo contadas excepciones, sin menoscabo de su existencia financiera y estabilidad, la creciente siniestralidad y las pérdidas incurridas en sus inversiones, todo ello sin necesidad de acudir a salvamento público alguno, ni a la nacionalización parcial de su capital, o a cualquier medida similar.

Con relación al grado de solvencia en España, el sector asegurador español muestra unos niveles muy elevados de solvencia que se concretan en unas cantidades de dicho margen que exceden con mucho los niveles mínimos exigidos por la legislación. Al 31 de diciembre de 2011, el margen de solvencia se situó en 2,6 veces la cuantía mínima legal. En los seguros de vida se situó en el 189% sobre el mínimo, mientras que en los ramos de no vida fue del 353%.

El reducido impacto de la crisis en el nivel de empleo del sector prueba, asimismo, su alto grado de resiliencia. Los últimos datos disponibles en España indican que el sector asegurador mantiene o incluso incrementa su nivel de empleo. El nivel de empleo en el año 2010 creció en 2.096 personas, casi seis diarias, hasta llegar a 50.212 personas a 31 de diciembre del año. De esta forma, el empleo asegurador en el año 2010 se expandió en un 4,3%.

## 6<sup>ta</sup> SUGERENCIA POSIBLES RESPUESTAS DEL SECTOR ASEGURADOR

La evitación de operaciones ajenas a su núcleo de negocio constituye una de las posibles respuestas del sector con el fin de aumentar su resistencia y resiliencia ante las crisis. Aunque la actual finalizará en algún momento, la teoría y práctica de los ciclos económicos nos demuestra su recurrencia periódica e impredecible. Por otra parte, pese a la aceradas e incisivas críticas sobre las estrictas regulaciones futuras para el sector y su dificultad para implantarlas y gestionarlas, especialmente en los concerniente a Solvencia II, no nos cabe la menor duda de que, como veremos más adelante en otra conclusión, ellas

encierran aspectos positivos para mejorar la resiliencia de la institución aseguradora ante las crisis y, lo que muchos consideran más importante, para diferenciarla aún más de la actividad bancaria.

## 7<sup>ma</sup> CONCLUSIÓN NUEVAS NORMATIVAS LEGALES MÁS EXIGENTES PARA EL SECTOR

Después de haber capeado relativamente indemne el temporal de la crisis, el sector de los seguros se encuentra frente a importantes y difíciles de abordar retos provenientes del auge regulador a nivel europeo e internacional, a lo cual se añade que su situación financiera puede verse afectada por los prolongados periodos de bajas tasas de interés y las dificultades de lograr una congruencia adecuada de plazos y tipos de interés, al existir una apreciable brecha entre las duración media de sus compromisos a largo plazo en los seguros de vida y la duración media de su cartera de inversiones.

Efectivamente, en los años venideros el sector de seguros experimentará muy importantes cambios legislativos y normativos, tales como en los aspectos relacionados con la supervisión y control; con las normas contables y la rendición de cuentas; con la gobernanza corporativa y la transparencia; con la protección de los asegurados y el régimen concursal; con la obligatoriedad de estimar y publicar el *embedded value* consistente con el mercado y un largo etcétera. Pero las dos más trascendentes para su actividad son *Solvencia II* y las modificaciones a los *Estándares o Normas Internacionales de Información*, más conocidas por su sigla en inglés, *International Financial Reporting Standards (IFRS)*, siendo la relacionada con la solvencia la que tendrá un impacto mayor en todos los órdenes y constituye un verdadero reto y cambio de paradigma para el sector y una modernización del mecanismo de supervisión. No obstante, parecen predominar las actitudes crítica respecto al tema de Solvencia II.

## 7<sup>ma</sup> SUGERENCIA POSIBLES RESPUESTAS DE SECTOR ASEGURADOR

No en todos los países prevalece la opinión de que Solvencia II será perjudicial o negativa para el sector. Es así como, por ejemplo, el 85% de las aseguradoras suizas, según el gráfico 42, manifestaban una actitud muy positiva y proactiva al considerar que Solvencia/SST – este último es la sigla del equivalente suizo – que representan una oportunidad para la actividad aseguradora. Percepción

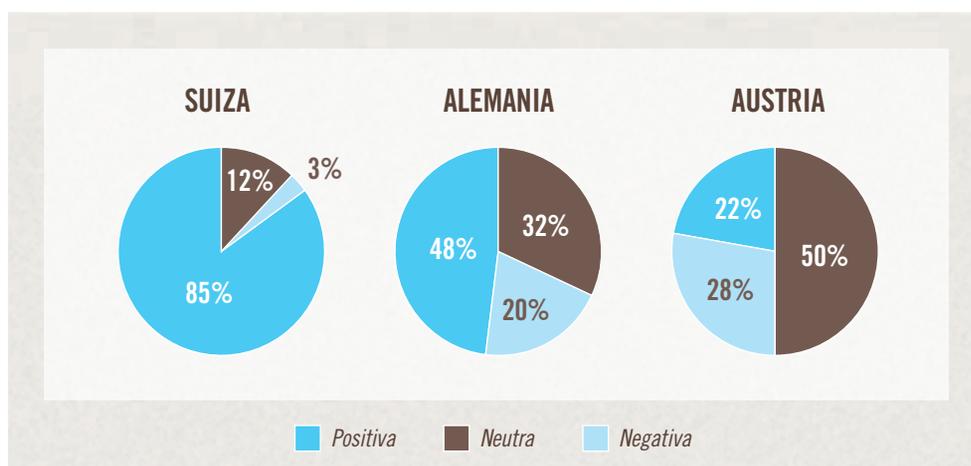
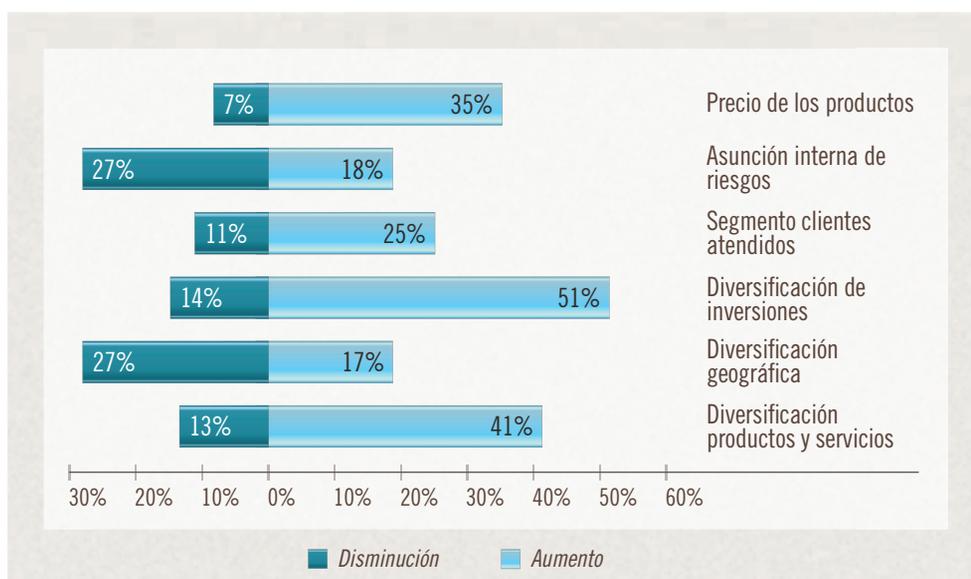


GRÁFICO 42  
ESTIMACIONES  
SOBRE LAS  
REPERCUSIONES  
DE SOLVENCIA II/  
SST SEGÚN PAÍSES

Fuente: KPMG (2011)

GRÁFICO 43  
**MODIFICACIONES  
 EN EL MODELO DE  
 NEGOCIO**

Fuente: KPMG (2011)



un poco menos optimista en el ramo de vida, porque solo el 65% opinaba lo mismo. Este alto porcentaje positivo contrasta muy ostensiblemente con las respuestas sobre el mismo temas de los aseguradores alemanes – un 48%, algo menos de la mitad lo valoraba positivamente – y de las aseguradoras austriacas, en la cuales únicamente un 22% mantenía un actitud positiva frente a Solvencia II. Sin embargo, en los tres países participantes en la encuesta, la opinión negativa era verdaderamente minoritaria, mientras que la neutra predominaba en los más escépticos austriacos.

Otra de las ventajas expresadas por algunos aseguradores respecto a Solvencia II estriba en que ella induce y consolida una mayor diferenciación con el sistema bancario, aunque ello tenga su precio configurado por las importantes inversiones. Igualmente, casi la mitad de los participantes valoró positivamente una eventual capitalización adicional de las aseguradoras. Según nuestra opinión, lo mismo que sucedió en el sector a raíz de la exigencia de capitales mínimos desembolsados puede suceder también en lo relacionado con Solvencia II. Nos referimos a cierto efecto de depuración y mayor profesionalización en las compañías de seguros, porque es obvio que cuantos más recursos de capital posean, tanto mayor es la probabilidad de que su gestión y manejo le sea encomendada a ejecutivos especializados y con un alto nivel. Por tal razón, nos parece conveniente que el sector asuma una postura más positiva respecto a esta inevitable normativa y saque el mejor provecho de ella.

Finalmente, el gráfico 43 recoge las impresiones y expectativas de los mencionados aseguradores acerca de un cambio de modelo de negocios inducido por las nuevas regulaciones legales en el ámbito europeo. Como puede observarse los cambios esperados son relativamente importantes, encontrándose en primer lugar, con un 51% en las expectativas de aumento el relacionado con la diversificación de las inversiones, colocándose en segundo lugar con un 41% de incremento respecto al modelo de negocios el tema concerniente con las diversificación de los productos y servicios ofrecidos y, en tercer término, el precio de los mismos con un 35% de aumento esperado. Los otros aspectos juegan un papel menos relevante, tales como la diversificación geográfica de la cual se espera una disminución del 27% en el modelo de negocios, a la par, con el mismo porcentaje de reducción de la asunción interna de riesgos.

Sería conveniente, en nuestra opinión, que el sector asegurador español adquiriese una mayor conciencia de las oportunidades que los futuros cambios legislativos y normativos le deparan y asumiese una actitud pro activa similar a la Suiza, país que dadas sus connotaciones financieras y de economía muy abierta internacionalmente ocupa un lugar importante en el seguro mundial.

## 8<sup>va</sup> CONCLUSIÓN IMPORTANCIA Y NECESIDAD DE UN PLAN ESTRATÉGICO PARA EL CONJUNTO DEL SECTOR

En una muy estrecha correlación con los profundos cambios previstos en el mundo asegurador en un futuro muy cercano se encuentra, según nuestra opinión, aquello relacionado con el posible diseño, a nivel de mercado, de un plan estratégico para el sector. La buena experiencia con el realizado en 1974 y su posterior actualización años más tarde hace varios años por ICEA, en colaboración con el *Stanford Research Institute*, nos inclina a pensar que serían varias las ventajas que se derivarían de una iniciativa de este tenor. Ellas suelen ser evidentes en periodo de cierta incertidumbre legislativa y normativa, de mercados y competencia, porque contribuye efectivamente a auscultar la opinión y temores de las entidades aseguradoras y extraer las consecuencias más convenientes para afrontar los retos.

En ocasiones los sectores se ensimisman y no poseen la suficiente visión para proyectar una perspectiva de futuro, en muchas ocasiones a causa de que sus integrantes se encuentran demasiado inmersos en afrontar sus propios problemas y en diseñar sus estrategias individuales, olvidándose de ciertos aspectos y soluciones comunes a todos. No se trata de analizar y discernir sobre temas puntuales o muy específicos como son estudiados con regularidad por grupos de trabajo constituidos en el seno de las entidades gremiales y de investigación del sector, sino, como toda estrategia implica, de temas globales y muy interrelacionados, de tal manera que los planes estratégicos a nivel de empresas no excluyen esta clase de reflexiones.

## 8<sup>va</sup> SUGERENCIA POSIBLES RESPUESTAS DEL SECTOR ASEGURADOR

El Grupo de Reflexión sobre Políticas Públicas, configurado a muy alto nivel por UNESPA en 2011, podría dar cabida a esta iniciativa, aunque su acción inicial se concentro en el tema exclusivo del sistema de pensiones y su viabilidad futura, pero, opinamos, su elaboración constituyó la tarea de personalidades o técnicos individuales y no de un equipo interdisciplinario de trabajo más amplio como la problemática descrita lo exige.

Solamente a título de ejemplo, nos parece que para determinar la estrategia sobre el futuro de la actividad aseguradora española, la metodología del estudio realizado en Suiza por el *Zentrum für Risk & Insurance ZHAW Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften* y del cual dimos cuenta detallada al final del *Capítulo IV* podría resultar de interés dado su enfoque simple y fácil de realizar mediante la utilización de la *Matriz de Vester*, porque al tratarse de una metodología de fácil aplicación y en vista del proceso de globalización del seguro los elementos o factores que determinan su futuro no difieren sustancialmente entre los dos países.

## 9<sup>na</sup> CONCLUSIÓN PÉRDIDA PRINCIPIOS ÉTICOS

Sin el menor ánimo de ser un *predicador moralista*, nos parece que a lo largo del trabajo se ha podido traslucir con relativa claridad que la especulación – fenómeno tan antiguo como la misma humanidad - y un deseo empresarial de obtener pingües beneficios en muy corto plazo, así como cierto grado de avaricia por parte de los inversores individuales han ocasionado uno de los más importantes elementos psicológicos y sociológicos de las crisis y diseminación del riesgo sistémico. En pocas palabras, se han desvanecido ciertos principios éticos que deben regir a la actividad económica e invertido la escala de valores, pasando un economismo a ocupar el primer lugar, desplazando al segundo a la ética económica.

Ya a principios del siglo pasado el gran pensador y economista Wilhelm Röpke se refería con profusión y criticaba acerbamente en sus obras a los fenómenos que definía *ismos*, tales como el utilitarismo y el relativismo, el individualismo y el secularismo, el racionalismo y algunos más. Sus conclusiones reflejan uno de los puntos clave de la actual crisis: la prelación casi absoluta de lo económico sobre lo social, con el no siempre alcanzable convencimiento de que lo primero traerá automáticamente lo segundo. Para evitarlo pregonaba *“Un carácter o esencia social común en la que predominasen los postulados de la justicia social y la equiparación de los diferentes intereses y que fuera consciente de los valores éticos en la vida socioeconómica de los pueblos”*.

## 9<sup>na</sup> SUGERENCIA RESPUESTA DEL SECTOR ASEGURADOR RECUPERACIÓN VALORES ÉTICOS EN LA SOCIEDAD

Obviamente, el sector asegurador puede contribuir a recuperar los principios éticos que, a nuestro juicio, deben regir el quehacer económico, aunque es cierto que ya sea por la estructura de negocio en sí misma o por razones de ética profesional ha sido por lo general ajeno a las exageradas prácticas de apalancamiento financiero, motivo por el cual creemos aceptaría el establecimiento voluntario de un autocontrol plasmado en un Código de Ética Aseguradora. ■

# FUENTES BIBLIOGRÁFICAS

**ACHLEITNER, PAUL** (2010) *Finanzmärkte im Zeichen der “Neuen Normalität”*, 4. Bayerischer Finanzgipfel, 25. Oktober 2010, München.

**AEBERSOLD SZALAY, CLAUDIA** (2011) Es regiert das Misstrauen; Verspannungen am Interbankenmarkt als Krisenbarometer, en *Neue Zürcher Zeitung* 24.11.2011, Zurich.

**AIG** (2009) *Is the Risk Systemic?*, DRAFT – February 26, 2009, Strictly Confidential, procedencia desconocida, [www.freerepublic.com/focus/f-news/2204017/posts](http://www.freerepublic.com/focus/f-news/2204017/posts)

**ALESINA, ALBERTO AND GIAVAZZI, FRANCESCO** (2006) *The Future of Europe: Reform or Decline*, Massachusetts Institute of Technology, <http://mitpress-ebooks.mit.edu/reader/future-europe>

**ALONSO, ALBERTO A.** (2008) SOLVENCIA II para Aseguradores No-Vida, en *Gerencia de Riesgos y Seguros* Nº 102—2008, Fundación Mapfre, Instituto de las Ciencias de Seguro, Madrid, [www.fundacionmapfre.com/cienciasdelseguro](http://www.fundacionmapfre.com/cienciasdelseguro)

**ANGUREN, REBECA, VAN RIXTEL, ADRIAN Y ROMO, LUNA** (2012) Evolución Reciente de los Mercados Internacionales de Deuda, en *Boletín Económico, Febrero 2012*, Banco de España, Madrid, [www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/12/Feb/Fich/art6.pdf](http://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/12/Feb/Fich/art6.pdf)

**BALCEROWICZ, LESZEK, ISSING, OTMAR, MASERA, RAINER, MC CARTHY, CALLUM NYBERG, LARS, PÉREZ, JOSÉ AND RUDING, ONNO** (2009) *Larosière Group report, Brussels*, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)

**BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS**, [www.bis.org](http://www.bis.org)

(2011) *Fixed income strategies of insurance companies and pension funds*, Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System, CGFS Papers No 44.

(2009) *Consultative Document International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*.

(2002) *Risk measurement and systemic risk*, Committee on the Global Financial System, Proceedings of the Third Joint Central Bank Research Conference.

**BARANOFF, ETTI**

(2012) Financial Stability in Insurance— A Built-in Resilience Mechanism, en *Insurance and Finance Newsletter* No. 9, February 2012, [www.genevaassociation.org](http://www.genevaassociation.org)

(2011) Editorial: Systemic Risk vs. The 10-year old HIH Insurance Failure in Australia, en *Insurance and Finance Newsletter* No. 8, August 2011, [www.genevaassociation.org](http://www.genevaassociation.org)

**BARTH, JAMES R., CAPRIO JR., GERARD AND LEVINE, ROSS** (2012) *Guardians of Finance - Making Regulators Work for Us*, Massachusetts Institute of Technology, <http://mitpress-ebooks.mit.edu/reader/guardians-finance>

**BAUER, RICHARD** (2011) Austerität ist in der Krise; laut UNCTAD die falsche Medizin, en *Neue Zürcher Zeitung* vom 28.12.2011, Zürich.

**BAUTISTA, LUIS** (2011) *El nuevo régimen de solvencia en Europa*, Presentación, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, Fundación Mapfre – AMIS, México, 13 de abril de 2011.

**BAYERISCHE RÜCKVERSICHERUNG A.G.**

(1993) (Hrsg.) *Risiko ist ein Konstrukt*, München/Karlsruhe.

(1987) (Hrsg.) *Gesellschaft und Risiko, Vorwort*, München/Karlsruhe.

**BEHRENDT, RICHARD F.** (1965) *Soziale Strategie für Entwicklungsländer*, S.Fischer Verlag, Frankfurt.

**BENTOLILA, SAMUEL, BOLDRIN, MICHELE, DÍAZ-GIMÉNEZ JAVIER Y DOLADO, JUAN J.** (2009) Coordinadores, Introducción, en *La Crisis de la Economía Española. Análisis Económico de la Gran Recesión*, Monografías FEDEA [www.crisis09.es/crisis.html](http://www.crisis09.es/crisis.html)

**BERNANKE, BEN S.** (2009) *Financial Reform to Address Systemic Risk*, Discurso pronunciado ante The Council on Foreign Relations, Washington, D.C., [www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm)

**BLOOMBERG** (2012) *Spain Not Greece Is the Real Test for the European Union*, Bloomberg editorial, Apr 5, 2012 <http://www.bloomberg.com/news/2012-04-04/spain-not-greece-is-the-real-test-for-the-european-union.html>

**BUTRICA, BARBARA A., JOHNSON, RICHARD W. AND SMITH, KAREN E.** (2011) *Potential Impacts of the Great Recession on Future Retirement Incomes*, Pension Research Council Working Paper PRC WP2011-08, The Wharton School, University of Pennsylvania, [www.pensionresearchcouncil.org](http://www.pensionresearchcouncil.org)

**CAMACHO, MÁXIMO, PÉREZ-QUIRÓS, GABRIEL Y PONCELA, PILAR** (2009) ¿Brotos verdes? ¿Dónde, cuándo y cómo? en *La Crisis de la Economía Española. Análisis Económico de la Gran Recesión*, Monografías FEDEA, coordinadores, Samuel Bentolila, Michele Boldrin, Javier Díaz-Giménez y Juan J. Dolado, <http://www.crisis09.es/crisis.html>

**CEA**, [www.cea.eu](http://www.cea.eu)

(2011) *CEA response to the invitation to comment on the work of the FSC on global systemically important insurers (G-SIIs)*

(2010) *Insurance: a unique sector, why insurers differ from banks.*

(2008) *Eight key messages on the financial turmoil.*

**CENTRO DE ECONOMÍA APLICADA Y POLÍTICAS PÚBLICAS** (2005) *Estudio sobre la Deducibilidad Fiscal de las Primas del Seguro de Vida para Personas Físicas*, México D.F.

**COMISIÓN EUROPEA**, [http://ec.europa.eu/index\\_es.htm](http://ec.europa.eu/index_es.htm)

(2011) *Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre el «Libro Blanco: Sistemas de garantía de seguros»*, Ponente: Joachim Wuermeling, Diario Oficial de la Unión Europea, 23.7.2011, C 218/61.

(2010) *Sistemas de garantía de seguros*, Libro Blanco, COM (2010)370 final.

(2009) *Solvency II*, Directive 2009/138/EC of The European Parliament and of The Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II), Official Journal of the European Union 17.12.2009.

**COMMITTEE OF EUROPEAN INSURANCE AND OCCUPATIONAL PENSIONS SUPERVISORS EIOPS**, <https://eiopa.europa.eu/>

(2011) *Financial Stability Report 2011- Second half year report*, [https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx\\_dam/files/publications/reports/FSC-Report-Autumn-2011/EIOPA\\_Financial\\_Stability\\_Report\\_2011.pdf](https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/publications/reports/FSC-Report-Autumn-2011/EIOPA_Financial_Stability_Report_2011.pdf)

(2010) *Financial Stability Report 2010 Second half-yearly report.*

(2010a) *Financial Stability Report, Spring Report 2010.*

(2008) *Report on financial conditions and financial stability in the European Insurance and Occupational pension fund sectors 2007 -2008.*

(2007) *Financial Conditions and Financial Stability in the European Insurance and Occupational Pension Fund Sector 2006-2007 Risk Outlook.*

**COMMITTEE ON FINANCIAL SERVICES U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES**

(2009) *Systemic Risk and Insurance*, Hearing before The Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises, Serial No. 111-44, U.S. Government Printing Office, Washington, 2009.

**CORONADO, JULIA AND DYNAN, KAREN** (2011) *Changing Retirement Behavior in the Wake of the Financial Crisis*, PRC WP2011-07, Pension Research Council Working Paper Pension Research Council, [www.pensionresearchcouncil.org](http://www.pensionresearchcouncil.org)

**CROCKETT, ANDREW** (2002) Introductory remarks, en *Risk measurement and systemic risk* Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System, Proceedings of the Third Joint Central Bank Research Conference, Basel.

**CROXSON, KAREN, LUND, SUSAN AND ROXBURGH, CHARLES** (2012) *Working out of debt*, McKinsey Global Institute, [http://ww1.mckinsey.com/mgi/reports/freepass\\_pdfs/debt\\_and\\_deleveraging/debt\\_and\\_deleveraging\\_full\\_report.pdf](http://ww1.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/debt_and_deleveraging/debt_and_deleveraging_full_report.pdf)

**CROXSON, KAREN; LUND, SUSAN; WMMER, TONY; AMAR, ERIC; ATKINS, CHARLES; KWEK, JU-HON; DOBBS, RICHARD AND MANYIKA, JAMES** (2010) *Debt an deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*, McKinsey Global Institute,

[http://ww1.mckinsey.com/mgi/reports/freepass\\_pdfs/debt\\_and\\_deleveraging/debt\\_and\\_deleveraging\\_full\\_report.pdf](http://ww1.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/debt_and_deleveraging/debt_and_deleveraging_full_report.pdf)

**CUMMINS, J. DAVID AND WEISS, MARY A.** (2010) *Systemic Risk and the U.S. Insurance Sector*, Temple University Department of Risk, Insurance, and Healthcare Management, <http://sbm.temple.edu/dept/rihm/>

**CUTHBERT CHIIMBILA, JOJO** (2012) *Aplicación de la Matriz Vester*, <http://www.monografias.com/trabajos72/aplicacion-matriz-vester/aplicacion-matriz-vester2.shtml>

**DANGIBEAUD, MICHEL** (1964) *L'assurance et la croissance économique*, L'Argus, Paris.

**DAULA, TOM** (2010) *Systemic Risk: Relevance, Risk Management Challenges and Open Questions*, Presentación Morgan Stanley, Chief Risk Officer.

**DE BANDT, OLIVIER AND HARTMANN, PHILIPP** (2000) *Systemic Risk: A Survey*, Working Paper No. 35, European Central Bank, [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

**DE CADENAS-SANTIAGO, G., DE MESA, L. Y SANCHÍS, A.** (2010) *Systemic Risk, An Empirical Approach*, Colección Estudios Económicos 17-2010, [www.fedea.es](http://www.fedea.es)

**DE NICOLÒ, GIANINI AND LUCCHETTA, MARCELLA** (2010) *Systemic Risks and the Macroeconomy*, International Monetary Fund, WP/10/29, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1029.pdf>

**DONGES, JÜRGEN B.** (2011) *Eurozona: alta tensión con perspectivas inciertas*, Conferencia pronunciada en la Fundación Rafael del Pino, <http://www.frdelpino.es/eurozona-alta-tension-perspectivas-inciertas/>

**EICHENGREEN, BERRY** (2011) *Der US-Ökonom Barry Eichengreen fordert ein rigoroses Eingreifen der Notenbank*, entrevista concedida al Neue Zürcher Zeitung, 01.12.2011, Zurich.

**EUROPEAN INSURANCE AND OCCUPATIONAL PENSIONS AUTHORITY - EIOPA**, <https://eiopa.europa.eu/>

(2012) *EIOPA Publishes a Joint Report on Calibration of Risk Factors in the Standard Formula of Solvency II*, Press Release.

[https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx\\_dam/files/Press-Room/Stress-Test-Results-Release.pdf](https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/Press-Room/Stress-Test-Results-Release.pdf)

(2012a) *EIOPA Publishes Final Advice on the IORP Directive Review*, Press Release.

(2011a) *EIOPA announced today the results of its second European insurance stress test*, Press Release, [https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx\\_dam/files/Press-Room/Stress-Test-Results-Release.pdf](https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/Press-Room/Stress-Test-Results-Release.pdf)

(2011b) *EIOPA Stress Test 2011*, Press Briefing, Frankfurt am Main, 4 July 2011

(2011) *Financial Stability Report 2011 First half-year report* 14 June 2011.

**EUCKEN, WALTER** (1970) *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*, Hamburg 1970.

**EUROPEAN CENTRAL BANK – ECB**

(2011) Key ECB interest rates en *Monthly Bulletin - Euro Area Statistics Online*, Data last updated on 10-11-2011 November 2011

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000131>

**EUROPEAN FEDERATION OF INSURANCE INTERMEDIARIES** (2011) *BIPAR RESPONSE European Commission's Consultation document on the Review of the Insurance Mediation Directive (IMD)*,  
<http://www.bipar.eu/en/key-issues-positions/the-imd/from-imd-i-to-imd-ii>

**EVERIS CONSULTING, IT & OUTSOURCING PROFESSIONAL SERVICES** (2011) *Estudio de Gestión de Riesgos en el Sector Asegurador*,  
[www.everis.com/global/en-US/home/Paginas/home.aspx](http://www.everis.com/global/en-US/home/Paginas/home.aspx)

**EXPANSION**, (2011) *¿Habrá bazuca? El BCE podría estar dispuesto a incrementar la compra de bonos si hay integración fiscal en la zona euro*  
<http://www.expansion.com/>

**FAURE, MICHAEL G. AND HARTLIEF, TON** (2003) *Insurance and Expanding Systemic Risks*, Policy Issues in Insurance No. 5, OECD, [www.oecd.org/docuement/34/0,3746,en\\_2649\\_34851\\_13646050\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/docuement/34/0,3746,en_2649_34851_13646050_1_1_1_1,00.html)

**FEDERATION OF EUROPEAN RISK MANAGEMENT ASSOCIATIONS, FERMA** (2012), *FERMA confirms need to include large risks within the scope of the revised Insurance Mediation Directive*, Press release, <http://www.ferma.eu/2011/03/ferma-confirms-need-to-include-large-risks-within-the-scope-of-the-revised-insurance-mediation-directive/>

**FEDEA - FUNDACIÓN DE ESTUDIOS DE ECONOMÍA APLICADA** (2009) *La Crisis de la Economía Española. Análisis Económico de la Gran Recesión*, Colección Monografías Fedea, Samuel Bentolila, Michele Boldrin, Javier Díaz-Giménez y Juan J. Dolado (coordinadores), <http://www.crisis09.es/crisis.html>

**FERNÁNDEZ DE LIS, SANTIAGO** (2010) *Capitalización, riesgo sistémico y disciplina de mercado*, BBVA Research,  
<http://www.bbvaesearch.com/KETD/ketd/esp/sistema/result.jsp>

**FERNÁNDEZ-VILLAVERDE, JESÚS Y OHANIA, LEE** (2009) *The Spanish Crisis from a Global Perspective*, FEDEA,  
[www.crisis09.es/monografia2009/descargas.html](http://www.crisis09.es/monografia2009/descargas.html)

**FINANCIAL STABILITY BOARD FSB** (2011) *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions*,  
[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_111104bb.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104bb.pdf)

**FINANZGRUPE DEUTSCHER SPARKASSEN- UND GIROVERBAND** (2011) *“Too-big-to-fail” – wenn Banken zu Gross werden, Systemische Risiken, “Moral Hazard” und Marktverzerrungen*, [www.dsgv.de/de/](http://www.dsgv.de/de/)

#### **FONDO MONETARIO INTERNACIONAL**

(2011) *Global Financial Stability Report*  
[www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/02/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/02/index.htm)

(2010) *Global Financial Stability Report, Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System* <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/text.pdf>

(2009) *Report to G20 Finance Ministers and Governors. Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, Staff of the International Monetary Fund and the Bank for International Settlements, and the Secretariat of the Financial Stability Board, [www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_091107c.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_091107c.pdf)

(2003) *The Insurance Industry, Fair Value Accounting and Systemic Financial Stability*, [www.imf.org/external/np/speeches/2003/061303.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/061303.htm)

**FOROUGH, K., BARNARD, C.R., BENNETT, R.W., CLAY, D.K., CONWAY, E.L., CORFIELD, S.R., COUGHLAN, A.J., HARRISON, J.S., HIBBETT, G.J., KENDIX, I.V., LANARI-BOISCLAIR, M., O'BRIEN, C.D. AND STRAKER, J.S.K.** (2011) *Insurance accounting: a new era? A discussion paper*, Presented to the Institute and Faculty of Actuaries, 11 April 2011, London, [www.actuaries.org.uk](http://www.actuaries.org.uk)

#### **FRIEDMAN, BENJAMIN**

(2012) *Consecuencias socio-políticas de una economía estancada. El dilema del crecimiento económico*, Conferencia pronunciada en la Fundación Rafael del Pino, Madrid, <http://www.frdepino.es/consecuencias-socio-politicas-de-una-economia-estancada-dilema-crecimiento/>

(2011) La austeridad derivará en una larga recesión, en *EXPANSION*, Miércoles, 29 de febrero de 2012, Madrid.

**GAHLEN, BERNHARD** (1987) Innovationen und Strukturwandel in der Produktion von Gütern und Diensten und Nachfrage nach Sicherheit, en *Gesellschaft und Risiko*, Bayerische Rückversicherung A.G. (Hrsg.), München/Karlsruhe.

#### **GERATHEWOHL, KLAUS**

(1980) *Reinsurance, Principles and Practice*, Volume I, Verlag Versicherungswirtschaft e.V. Karlsruhe.

(1979) *Rückversicherung, Grundlagen und Praxis*, Band II, Verlag Versicherungswirtschaft e.V. Karlsruhe.

#### **GESAMTVERBAND DER DEUTSCHEN VERSICHERUNGSWIRTSCHAFT e.V.** Betriebswirtschaftliches Institut [www.gdv.de](http://www.gdv.de)

(2011) *Positionspapier zu notwendigen Änderungen für das Gelingen von Solvency II*.

(2011a) *Stellungnahme zur Mitteilung der Europäischen Kommission zur Stärkung der Sanktionsregelungen im Finanzdienstleistungssektor*.

(2009) *Herausforderung Finanzmarktregulierung, Ein neuer Rahmen für Stabilität, Nachhaltigkeit und Dynamik der Finanzmärkte*. Positionspapier der deutschen Versicherungswirtschaft zu den Regulierungsfolgen der internationalen Bankenkrise.

(2009a) *Position der deutschen Versicherungswirtschaft zu den Entwürfen über die zukünftige EU-Finanzmarktaufsicht*.

(2007) *Operationale Risiken unter Solvency II aus Sicht der deutschen Versicherungswirtschaft und Versicherungsaufsicht*.

#### **GIARINI, ORIO**

(1982) Développement Economique et Croissance des Risques, en *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 7 No 22, janvier 1982, 13-26 [www.genevaassociation.org](http://www.genevaassociation.org)

(1981) Some Considerations on the Activity of Insurance Business and its Relevance for a General Reassessment of Economic Theory en *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 21. October 1981, 84-103, [www.genevaassociation.org](http://www.genevaassociation.org)

(1977) Teoría Económica y Seguro. La evolución de los riesgos en la economía moderna, en *Anales del Instituto de Actuarios Españoles*, Número 18 - 2ª Época, Instituto de Actuarios Españoles, Madrid.

**GISIN SCHWERI, SANDRA, GREBER, DANIEL, FRICK, PETER UND ERNY, MATTHIAS** (2010) *Die Schweizer Versicherungsbranche 2015. Entwicklungen und ihre Auswirkungen auf die Soll-Kompetenzen*, Zentrum für Risk & Insurance Departement W ZHAW, Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften, [www.sml.zhaw.ch](http://www.sml.zhaw.ch)

**GRÜNDL, HELMUT** (2010) Von Versicherern kann ein Systemrisiko ausgehen, Entrevista concedida al *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, F.A.Z // [www.faz.net/aktuell/finanzen/im-gespraech-helm-gruendl-betriebswirtschaftsprofessor-der-goethe-universitaet-frankfurt-von-versicherern-kann-ein-systemrisiko-ausgehen-11054289.html?selectedTab=comments&tabCounter=1&showMarginalSlot=1](http://www.faz.net/aktuell/finanzen/im-gespraech-helm-gruendl-betriebswirtschaftsprofessor-der-goethe-universitaet-frankfurt-von-versicherern-kann-ein-systemrisiko-ausgehen-11054289.html?selectedTab=comments&tabCounter=1&showMarginalSlot=1)

**HAEFELI, DANIEL AND LIEDTKE, PATRICK M.** (2012) Reflections on a High-Quality G-SIFI Designation Process in Insurance, Special Contribution / SC14 April 2012, en *Insurance and Finance*, [http://www.genevaassociation.org/PDF/Insurance\\_And\\_Finance/GA2012-I&FSC14.pdf?utm\\_source=Insurance%26Finance&utm\\_campaign=d6baa7d931-Insurance\\_and\\_Finance\\_Newsletter\\_SC144\\_12\\_2012&utm\\_medium=email](http://www.genevaassociation.org/PDF/Insurance_And_Finance/GA2012-I&FSC14.pdf?utm_source=Insurance%26Finance&utm_campaign=d6baa7d931-Insurance_and_Finance_Newsletter_SC144_12_2012&utm_medium=email)

**HAYEK, FRIEDRICH A.** (1950) *Camino de Servidumbre*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid.

**HARRINGTON, SCOTT E** (2009) *The Financial Crisis, Systemic Risk, and the Future of Insurance Regulation*, National Association of Mutual Insurance Companies [www.scottharringtonphd.com/Financialcrisis.pdf](http://www.scottharringtonphd.com/Financialcrisis.pdf)

**HELLWIG, MARTIN** (1998) *Systemische Risiken im Finanzsektor, Rationalitätskonzepte, Entscheidungsverhalten und ökonomische Modellierung*. Vortrag auf der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik, Universität Mannheim.

**HERNÁNDEZ, AMPARO, MORALEDA, VICTORIA Y SÁNCHEZ, MARÍA TERESA** (2011) Crisis económicas a lo largo de la Historia, Trabajo presentado al V Curso de Alta Especialización en Fiscalidad Financiera, Escuela de la Hacienda Pública del Instituto de Estudios Fiscales en *Cuadernos de Formación*. Volumen 12/2011, Madrid.

**HERAS, ANTONIO, VILLAR, JOSE LUIS Y GUILLÉN, MONSERRAT** (2009) Editores, *Investigaciones en Seguros y Gestión de Riesgos: Riesgo 2009*, Ponencias del II Congreso "Riesgo 2009", Fundación Mapfre, Madrid [www.fundacionmapfre.com/cienciasdelseguro](http://www.fundacionmapfre.com/cienciasdelseguro)

**HOFMANN, THOMAS AND SCHNEIDER, ROLF** (2010) *Eurozone debt crisis: Impact on the economy*, Economic Research & Corporate Development, Working Paper / No. 141 / June 28, 2010, [www.allianz.com/en/economic\\_research/publications/working\\_papers/europe/schulden0610.html](http://www.allianz.com/en/economic_research/publications/working_papers/europe/schulden0610.html)

**HOLZHEU, FRANZ** (1993) Perspektiven der Risikowahrnehmung, en *Konstrukt ist ein Risiko*, Bayerische Rückversicherung A.G. (Hrsg.), München/Karlsruhe

**HÜTHER, MICHAEL** (2011) *Spekulation und systemisches Risiko*, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln, presentación Wirtschaftsethisches Forum, [www.iwkoeln.de/](http://www.iwkoeln.de/)

**HOPT, KLAUS J** (2009) *Auf dem Weg zu einer neuen europäischen und internationalen Finanzmarktarchitektur*, Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg.

**HORN, KAREN** (2011) *Diesseits von Angebot und Nachfrage - Einige Anmerkungen zur Überdehnung des Gegensatzes zwischen Markt und Moral*, Wilhelm Röpke Institut HWWI Policy Paper 57, Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) [www.hwwi.org](http://www.hwwi.org)

**INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS IAIS**, (2009) *Systemic Risk and the Insurance Sector*, [www.iaisweb.org/\\_\\_temp/Note\\_on\\_systemic\\_risk\\_and\\_the\\_insurance\\_sector.pdf](http://www.iaisweb.org/__temp/Note_on_systemic_risk_and_the_insurance_sector.pdf)

**INSTITUT FÜR VERSICHERUNGSWIRTSCHAFT** (2011) *Die Finanzkrise aus Kundensicht, Implikationen für den Schweizer Versicherungsmarkt*, Universität St. Gallen, [www.ivw.unisg.ch](http://www.ivw.unisg.ch)

**INTERNATIONAL LABOUR ORGANIZATION** (2009) *Impacto de la crisis financiera en los trabajadores del sector financiero*, Ponencia para debate en el Foro de diálogo mundial sobre el impacto de la crisis financiera en los trabajadores del sector financiero Sectoral Activities Programme, [http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed\\_dialogue/---sector/documents/meetingdocument/wcms\\_171796.pdf](http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_dialogue/---sector/documents/meetingdocument/wcms_171796.pdf)

**ICEA** (2011) *Informe Económico del Sector Asegurador. Estadística a septiembre. Año 2011*, [www.icea.es/es-es/informaciondelseguro/paginas/fichadetexto.aspx?idpublicacion=2302](http://www.icea.es/es-es/informaciondelseguro/paginas/fichadetexto.aspx?idpublicacion=2302)

**INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS IAIS** (2011) *Annual Report 2010-2011*, [www.iaisweb.org](http://www.iaisweb.org)

**INTERNATIONAL LABOUR OFFICE** (2009) *Impact of the Financial Crisis on Finance Sector Workers*, Issues paper for discussion at the Global Dialogue Forum on the Impact of the Financial Crisis on Finance Sector Workers, [http://www.ilo.org/global/about-the-ilo/press-and-media-centre/news/WCMS\\_103263/lang--en/index.htm](http://www.ilo.org/global/about-the-ilo/press-and-media-centre/news/WCMS_103263/lang--en/index.htm)

**INTERNATIONAL MONETARY FUND** (2010) *Global Financial Stability Report, Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, [www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/](http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/)

**INTERNATIONAL MONETARY FUND, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, FINANCIAL STABILITY BOARD** (2009) *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, Report to G20 Finance Ministers and Governors, [www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109a.pdf](http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109a.pdf)

**ISSING, OTMAR** (2012) Too Big to Fail undermines the free market faith, en *Financial Times*, January 19, 2012.

**INVESTOPEDIA** (2011) [www.investopedia.com/terms/s/systematicrisk.asp#ixzz1e4oeyawF](http://www.investopedia.com/terms/s/systematicrisk.asp#ixzz1e4oeyawF) *Systematic Risk*.

**JOSEPH H. LAUDER INSTITUTE OF MANAGEMENT & INTERNATIONAL STUDIES AND THE TRUSTEES OF THE UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA** (2011) *Global Risk; New Perspectives and Opportunities*, Globalization Trend Lab 2011 Conference April 2011, Philadelphia  
[http://knowledge.wharton.upenn.edu/papers/download/072011\\_GlobalRisk\\_Book.pdf](http://knowledge.wharton.upenn.edu/papers/download/072011_GlobalRisk_Book.pdf)

**KAUFMAN, GEORG G. AND SCOTT, KENNETH E.** (2003) What Is Systemic Risk; Do Bank Regulators Retard or Contribute to It? en *The Independent Review*, v. VII, n. 3, Winter 2003, pp. 371– 391.

**KASERER, CHRISTPH** (2011) *Solvency II und Basel III*, Ein Gutachten im Auftrag der Finanzplatz München Initiative, Technische Universität München.

**KAUFMAN, GEORG G.** (1995) Comment on Systemic Risk. En *Research in Financial Services: Banking, Financial Markets, and Systemic Risk*, vol. 7, edited by George G. Kaufman, 47–52. Greenwich, Conn.: JAI.

**KING, STEPHAN** (2012) The growing Spanish crisis calls for a fiscal union, en *Financial Times* March 26, 2012, <http://blogs.ft.com/the-a-list/2012/03/26/the-growing-spanish-crisis-calls-for-a-fiscal-union/#axzz1qjwhuorP>

**KNIGHT, FRANK H.** (1921) *Risk, Uncertainty, and Profit*, [www.econlib.org](http://www.econlib.org).

**KOSLOWSKI, PETER** (2011) *The Ethics of Banking: Conclusions from the Financial Crisis*, Issues in Business Ethics, Volume 30, 2011, Springer Verlag, Hamburg.

#### **KPMG HOLDING AG/SA**

(2011) *Regulatorischer Wandel – Chancen und Risiken für die Versicherungsbranche*, Studie der KPMG in Zusammenarbeit mit dem Institut für Betriebswirtschaft der Universität St. Gallen (HSG), [www.kpmg.ch](http://www.kpmg.ch)

(2011a) *IFRS 4 Phase II compared to SST and Solvency II / Insurance / January 2011*, Insurance Financial Services [www.kpmg.ch](http://www.kpmg.ch)

**KRAUSS, HARALD & DAVENPORT, NICHOLAS** (2011) *Hacia el IMD2: El Camino hacia la Mejora de la Transparencia*, <http://www.medi-site.eu/medisite/portal.portal.action>

**KRUGMAN, PAUL** (2009) *De Vuelta de la Economía de la Gran Depresión y la crisis de 2008*. Editorial Norma, Bogotá.

**KULISH, NICHOLAS** (2012) Central Bank Becomes an Unlikely Hero in Euro Crisis, en *The New York Times* Reprints January 20, 2012, [www.nytimes.com/2012/01/21/world/european-central-bank-eases-eurocris](http://www.nytimes.com/2012/01/21/world/european-central-bank-eases-eurocris)

**LEHMANN, AXEL AND TALBI, STAN** (2011) *Assessment of systemic risk indicators in the insurance sector – IAIS Observer Hearing*, The Geneva Association, [www.genevaassociation.org](http://www.genevaassociation.org)

#### **LIEDTKE, PATRICK M.**

(2010) *Stabile Versicherung in instabiler Zukunft*, Presentación Bayerischer Finanzgipfel 2010, [www.finanzgipfel.org/index.php?id=29](http://www.finanzgipfel.org/index.php?id=29)

(2010a) The Lack of an Appropriate Definition of Systemic Risk, en *Insurance and Finance* No 6 July 2010, [www.genevaassociation.org](http://www.genevaassociation.org). Versión española Riesgo Sistémico: Falta una Definición Apropiada, traducción de Mauricio

Kitaigorodzki en *Mercado Asegurador, Buenos Aires*  
[www.mercadoasegurador.com.ar/adetail.asp?id=3490](http://www.mercadoasegurador.com.ar/adetail.asp?id=3490)

(2008) Credit Crisis and Insurance - A Comment on the Role of the Industry en *Insurance and Finance*, The Geneva Association, [www.genevaassociation.org](http://www.genevaassociation.org)

**LIPPE, STEFAN** (2011) Global agierende Assekuranzkonzerne sind keine Bedrohung für das Finanzsystem, vielmehr schützen sie es vor Risiken. Diskussion um Systemrelevanz der Versicherer, *Financial Times Deutschland*, 23.03.2011,  
[www.ftd.de/unternehmen/versicherungen/:diskussion-um-systemrelevanz-vergesst-die-versicherer/60029761.html](http://www.ftd.de/unternehmen/versicherungen/:diskussion-um-systemrelevanz-vergesst-die-versicherer/60029761.html)

**LÓPEZ, PEDRO** (2011) Solvencia II: aplicación en países no pertenecientes al EEE, en *Revista Trébol* No 57, Mapfre Re,  
<http://www.mapfre.com/mapfrere/docs/html/revistas/trebol/n57/index.html>

**LOZANO ARAGÜÉS, RICARDO** (2007) *Disciplina y Supervisión de Entidades Aseguradoras bajo Solvencia II*, Presentación, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones,  
<http://www.dgsfp.meh.es/direcciongeneral/documentos/>

**LÜBBE, HERMANN** (1993) Sicherheit, Risikowahrnehmung in Zivilisationsproseß, en *Konstrukt ist ein Risiko*, Bayerische Rückversicherung A.G. (Hrsg.), München/Karlsruhe.

**LUMPKIN, STEPHEN** (2011) Risks in Financial Group Structures en OECD, en *Journal: Financial Market Trends*, Volume 2010- Issue 2, Pre-publication version February 2011, [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

**LUTTERMANN, CLAUS** (2008) Der Wahrheitsstandard einer Weltfinanzordnung, en *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 10. November 2008, Frankfurt, <http://www.faz.net>

**MAHR, WERNER** (1951) *Einführung in die Versicherungswirtschaft*, Berlín.

**MELGAREJO, JOAQUÍN** (2011) Solvencia II: La autoevaluación de fondos propios, en *Revista Trébol* No 58, Mapfre Re,  
<http://www.mapfre.com/mapfrere/docs/html/revistas/trebol/n58/index.html>

**MERCADO ASEGURADOR** (2011) *Riesgo Sistémico: Definiciones y Peligros y Riesgo Sistémico: Falta una Definición Apropiada*, Por Patrick M. Liedtke,  
<http://www.mercadoasegurador.com.ar/adetail.asp?id=3490>

**MASTERS, BROOKE** (2012) Big banks had €486bn capital shortfall, en *Financial Times*, April 12, 2012,  
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4b41b40a-84a7-11e1-b6f5-00144feab49a.html#axzz1s08O877I>

**MISHKIN, FREDERIC S.** (2007) *Monetary Policy Strategy*, Massachusetts Institute of Technology,  
<http://mitpress-ebooks.mit.edu/reader/monetary-policy-strategy>

**MICHEL-KERJAN, ERWANN** (2011) The Davos barometer: Risks ahead, en *Washington Post*, January 24, 2011,  
[http://voices.washingtonpost.com/davos-diary/2011/01/the\\_davos\\_barometer\\_risks\\_ahea.html?wprss=davos-diary](http://voices.washingtonpost.com/davos-diary/2011/01/the_davos_barometer_risks_ahea.html?wprss=davos-diary)

**MICHEL-KERJAN, ERWANN AND SLOVIC, PAUL** (2010) A More Dangerous World, Why we misunderstand risk. en *Newsweek* Mar 1, 2010, International edition, [www.newsweek.com/id/233838](http://www.newsweek.com/id/233838)

**MÍGUEZ, A** (2012) La telaraña de la deuda europea, en *La Gaceta de los Negocios* 03 FEB 2012, comentarios al artículo original The Great EU Debt Write Off, [www.eudebtwriteoff.com/](http://www.eudebtwriteoff.com/)  
[www.intereconomia.com/noticias-gaceta/economia/telarana-deuda-europea-20120202](http://www.intereconomia.com/noticias-gaceta/economia/telarana-deuda-europea-20120202)

### **MÜNCHAU, WOLFGANG**

(2012b) The G20 should say no to the eurozone, en *Financial Times* April 1, 2012, London, [www.ft.com/intl/cms/s/0/8a784232-7a53-11e1-839f-00144feab49a.html#axzz1r5rTKg1M](http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8a784232-7a53-11e1-839f-00144feab49a.html#axzz1r5rTKg1M)

(2012a) There is no Spanish siesta for the eurozone, en *Financial Times* March 18, 2012, London, [www.ft.com/intl/cms/s/0/28a4cfdc-6f6b-11e1-9c57-00144feab49a.html#axzz1pxTZakHP](http://www.ft.com/intl/cms/s/0/28a4cfdc-6f6b-11e1-9c57-00144feab49a.html#axzz1pxTZakHP)

(2012) The Bundesbank has no right at all to be baffled, en *Financial Times*, March 4, 2012, London, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6d05188a-639f-11e1-b85b-00144feabdc0.html#axzz1oMJSRHIZ>

**NATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE COMMISSIONERS** (2009), *Perspectives on Systemic Risk*, Testimony de Therese M. Vaughan, Before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises Committee on Financial Services United States House of Representatives.

**NECKAND, REINHARD AND STURM, JAN-EGBERT** (2008) Editors, *Sustainability of Public Debt*, CESifo, Seminar Series, Edited by Hans-Werner Sinn, Massachusetts Institute of Technology  
<http://mitpress-ebooks.mit.edu/reader/sustainability-public-debt>

**NEW YORK TIMES** (2012) *An Overdose of Pain*, Editorial April 12, 2012, New York, [http://www.nytimes.com/2012/04/13/opinion/an-overdose-of-pain-for-spain.html?\\_r=1&scp=2&sq=spain&st=cse](http://www.nytimes.com/2012/04/13/opinion/an-overdose-of-pain-for-spain.html?_r=1&scp=2&sq=spain&st=cse)

### **OECD [www.oecd.org](http://www.oecd.org)**

(2011) *The Impact of the Financial Crisis on the Insurance Sector and Policy Responses*, OECD Publishing, edición preparada por Timothy Bishop and Jean-Marc Salou <http://dx.doi.org/9789264092211-en>

(2011a) *Risk Awareness, Capital Markets and Catastrophic Risks*, Policy Issues in Insurance, No. 14, [www.oecd.org/publishing/corrigenda](http://www.oecd.org/publishing/corrigenda).

(2003) *Emerging Systemic Risks in the 21st Century: An Agenda for Action*, Steering Group, [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

**OFICINA INTERNACIONAL DEL TRABAJO, OIT** (2009) *Impacto de la crisis financiera en los trabajadores del sector financiero*: Ponencia para debate en el Foro de diálogo mundial sobre el impacto de la crisis financiera en los trabajadores del sector financiero, [http://www.ilo.org/sector/Resources/publications/WCMS\\_171796/lang--es/index.htm](http://www.ilo.org/sector/Resources/publications/WCMS_171796/lang--es/index.htm)

**PASCUAL CAMINO, RAFAEL Y LINARES CALPE, CRISTINA** (2010) Nuevos retos de la Gerencia de Riesgos: El envejecimiento de la población ¿es un riesgo sistémico? En *Revista Gerencia de Riesgos y Seguros*, Nº 107-2010, Fundación

Mapfre, Instituto de Ciencias del Seguro, Madrid  
[www.mapfre.com/fundacion/es/centrodocs/revista-grs.shtml](http://www.mapfre.com/fundacion/es/centrodocs/revista-grs.shtml)

**PÉREZ-FRUCTUOSO, MARIA JOSE** (2008) Estrés, Desarrollo de Pruebas en Entidades Aseguradoras bajo Solvencia II, en *Gerencia de Riesgos y Seguros* Nº 101—2008, Fundación Mapfre, Instituto de Ciencias del Seguro, Madrid  
[www.fundacionmapfre.com/cienciasdelseguro](http://www.fundacionmapfre.com/cienciasdelseguro)

**PFISTER, BRUNO** (2012) The More Underlying Capital, the Greater the Financial and Societal Stability? en *Insurance and Finance / SC13*,  
[www.genevaassociation.org/PDF/Insurance\\_And\\_Finance/GA2012\\_I&FSC13.pdf](http://www.genevaassociation.org/PDF/Insurance_And_Finance/GA2012_I&FSC13.pdf)

**PIESCHACON, CAMILO**  
(2007) *El Seguro de Pensiones*, Fundación Mapfre, Instituto de Ciencias del Seguro  
[www.mapfre.com/fundacion/es/publicaciones/ciencias-seguros/libros-cuadernos/li-42.shtml](http://www.mapfre.com/fundacion/es/publicaciones/ciencias-seguros/libros-cuadernos/li-42.shtml)

**POST, JAMES E.** (1976) *Risk and Response*, Lexington, Massachusetts, Toronto

**PRICEWATERHOUSECOOPERS AG** (2011) *Antworten mit Fragezeichen. IFRS 4 Phase II*, Estudio-encuesta realizada por PwC Schweiz y el Institut für Versicherungswirtschaft, Universität St. Gallen (I.VW-HSG)  
[www.pwc.ch/versicherungen](http://www.pwc.ch/versicherungen) y [www.ivw.unisg.ch](http://www.ivw.unisg.ch)

**RADICE, MARC PHILIPPE** (2010) *Systemische Risiken im Versicherungssektor? Betrachtungen mit Fokus auf die schweizerische Assekuranz*, FINMA Working Paper Juni/2010 [www.finma.ch](http://www.finma.ch)

**RISIKO MANAGER** (2011) Die Reportage: Versicherung gegen systemische Risiken, en *Fachzeitschrift für Risk Professionals*, 13.12.2011, Köln  
[www.risiko-manager.com/index.php?id=25](http://www.risiko-manager.com/index.php?id=25)

**RODRÍGUEZ-PONGA, FLAVIA** (2012) *Retos y Objetivos para el Sector Asegurador*,  
<http://www.DGSyFP.meh.es/direcciongeneral/documentos/Perspectivas%20ESADE%2028%20FEBRERO%202012.pdf>

**ROHDE, LARS** (2011) Lessons from the Last Financial Crisis and the Future Role of Institutional Investors, en *Financial Markets Trends*, OECD Journal, Volume 2011 – Issue 1.

**ROMERO, ÁLVARO Y DE BARRÓN, IÑIGO** (2012) La banca española acapara la mitad del crédito solicitado al BCE en febrero, en *EL PAÍS* 14.03.2012, Madrid  
[http://economia.elpais.com/economia/2012/03/14/actualidad/1331718857\\_670090.html](http://economia.elpais.com/economia/2012/03/14/actualidad/1331718857_670090.html)

**ROOSEBEKE VAN, BERT** (2011) *Sicherungssysteme für Versicherungen*, EU-Weißbuch KOM(2010) 370 vom 12. Juli 2010, Centrum für Europäische Politik, [www.cep.eu](http://www.cep.eu)

**ROXBURGH, CHARLES et al** (2012) *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*, The McKinsey Global Institute,  
[www.mckinsey.com/mgi](http://www.mckinsey.com/mgi)

**RUDOLPH, BERND** (2009) *Ursachen und Lehren der Finanzkrise aus akademischer Sicht*, Institut für Kapitalmarktforschung und Finanzierung, Tagung des Arbeitskreis Strategieentwicklung und Controlling in Banken der Schmalenbach-Gesellschaft, [www.kmf.bwl.uni.muenchen.de](http://www.kmf.bwl.uni.muenchen.de)

**SCHICH, SEBASTIAN** (2010) The role of insurance in the recent financial crisis, en *Insurance Markets and Companies: Analyses and Actuarial Computations*, Volume 1, Issue 1, 2010.

**SCHIRMER, ULRICH** (1971) *Der Einfluss paramonetärer Institutionen auf die Vermögensbildung, das Kreditangebot und die Geldpolitik*, Berlín.

**SCHUMPETER, JOSEPH A.** (1952) *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, Berlín y (1961) *The theory of economic development*, New York.

**SCHWARCZ, STEVEN L.** (2008) *Systemic Risk*, Duke Law School Legal Studies Research Paper Series Research Paper No. 163 March 2008.  
<http://ssrn.com/abstract=1008326>

**SCHMEISER, HATO UND WAGNER, JOËL** (2010) *The Impact of Introducing Insurance Guaranty Schemes on Pricing and Capital Structure*, Working Papers on Risk Management and Insurance No. 80, Edited by H. Schmeiser, Institute of Insurance Economics University of St. Gallen,  
[www.ivw.unisg.ch/Forschung/Grundlagenforschung/Working+Papers.aspx](http://www.ivw.unisg.ch/Forschung/Grundlagenforschung/Working+Papers.aspx)

**SCORBUREANU ALEXANDRINA UND HOLZHAUSEN, ARNE** (2011) *The Composite Index of Propensity to Risk – CIPR*, Economic Research & Corporate Development, Working Paper / No. 147 /April 12, 2011,  
[www.allianz.com/en/economic\\_research/publications/working\\_papers/index.html](http://www.allianz.com/en/economic_research/publications/working_papers/index.html)

**SEBASTIÁN CASTRO, FRANCISCO** (2010) El sector asegurador y los mercados financieros, en *Gerencia de Riesgos y Seguros* Nº 106—2010, Fundación Mapfre, Ciencias del Seguro, Madrid  
[www.mapfre.com/fundacion/es/centrodocs/revista-grs.shtml](http://www.mapfre.com/fundacion/es/centrodocs/revista-grs.shtml)

**SHERMAN, H. J.** (1991) *Growth and crisis under capitalism*, Princeton University Press, Princeton NJ.

**SKERMAN, RONALD** (1998) Actuaries and Life Insurance, en *Life, Death and Money, 1848-1998, The actuarial Profession, 150 years*, The Institute of Actuaries, Oxford UK.

**SNOWER, DENNIS J.** (2011) Die Lösung der Euro-Schuldenkrise, en *Neue Zürcher Zeitung* vom 21.12.2011, Zürich,  
[www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/die\\_loesung\\_der\\_euro\\_schuldenkrise\\_1.13742510.html](http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/die_loesung_der_euro_schuldenkrise_1.13742510.html)

**SOZIALWISSENSCHAFTEN UND IHRE DIDAKTIK** (2011) *Kojunktur*, Unterrichtsmaterialien aus dem Vergangenen, sowi-online,  
<http://www.sowi-online.de/>

**SPIEGEL, PETER AND JOHNSON, MILES** (2012) Europe warned crisis not over yet en *Financial Times* March 30, 2012, London  
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e07e1b8e-7a8a-11e1-8ae6-00144feab49a.html#axzz1qgkCHO4o>

**STRAUBHAAR, THOMAS** (2007) *Die Soziale Marktwirtschaft ist mehr als die soziale Marktwirtschaft*, Wilhelm-Röpke Vorlesung anlässlich der Eröffnung der Zweigniederlassung Thüringen der Hamburgischen WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) gGmbH, Wilhelm-Röpke Institut, Hamburg <http://www.hwwi.org/>

**SWISS RE**, [www.swissre.com](http://www.swissre.com)

(2009) *La función de los índices en la transferencia de riesgos del seguro a los mercados de capitales*, Revista SIGMA, Nº 4/2009, Zurich

(2003) *El reaseguro: ¿un riesgo sistémico?*, Sigma No. 5/2003, Zurich.

**STAATSEKRETARIAT FÜR INTERNATIONALE FINANZFRAGEN SIF**

(2010) *Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen*, [www.sif.admin.ch/dokumentation/00514/00519/00592/index.html?lang=de](http://www.sif.admin.ch/dokumentation/00514/00519/00592/index.html?lang=de)

**SULLIVAN, LYNDA, KEESE, BURKHARD AND SAUER, ROMAN** (2012)

The Insurance Industry's Financial Reporting/Accounting Update and Challenges, en *Insurance and Finance Newsletter* No. 9, February 2012, [www.genevaassociation.org](http://www.genevaassociation.org)

**TANG, GARRY AND UPPER, CHRISTIAN** (2010) Debt reduction after crises, en *BIS Quarterly Review*, September 2010, [www.bis.org](http://www.bis.org)

**THE ECONOMIST** (2008) *Risk management – Next year's model?* March 1st 2008, London.

**THE GENEVA ASSOCIATION, [www.genevaassociation.org](http://www.genevaassociation.org)**

(2012) *Insurance Companies' Highly Controlled Use of Derivatives Has Also Resulted in Protection from the Rogue Trader Problem*, Insurance and Finance Newsletter, Special Contribution / SC12 January 2012.

(2011) *Orientation Paper for Systemically Important Financial Institutions (SIFIs) Discussions in Insurance*, 07/04/.

(2011a) *The Future Regulation of Insurance Regulation and Supervision; A Global Perspective*, edited by Patrick M. Liedke and Jan Monkiewicz, Palgrave Macmillan, London/New York.

(2010) Anatomy of the credit crisis: An insurance reader from The Geneva Association, en *The Geneva Reports - Risk and Insurance Research No 3*, edited by Patrick M. Liedtke.

(2009) *The Credit Crisis and the Insurance Industry: 10 Frequently Asked Questions*, Etudes et Dossiers No. 351.

**THORNHILL, JOHN** (2012) Spectre of 1930s haunts Europe's periphery en *Financial Times*, April 2, 2012, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/161839c0-7cd2-11e1-a676-00144feab49a.html#axzz1r5rTKg1M>

**TRAINAR, PHILIPPE** (2010?) ¿Son las Operaciones de Seguros y Reaseguros Fuente de Riesgo Sistémico? en *Riesgo Sistémico: Definiciones y Peligros Mercado Asegurador*, Buenos Aires [www.mercadoasegurador.com.ar/adetail.asp?id=3490](http://www.mercadoasegurador.com.ar/adetail.asp?id=3490)

**TUMA, JAROSLAV** (1932) *Wirtschaftliche Theorie der Rückversicherung*, Prag y versión inglesa *The Economic Theory of Reinsurance*. - Paper before Insurance Institute of London, 1932.

## **UNESPA**

(2012) *Tendencias de Empleo en el Sector Asegurador - El Seguro y sus trabajadores*, [www.unespa.es/adjuntos/fichero\\_3360\\_20120127.pdf](http://www.unespa.es/adjuntos/fichero_3360_20120127.pdf)

(2011) *Memoria Social del Seguro Español 2010*, [www.unespa.es/documentacion/memoria\\_social\\_unespa2010/index.html](http://www.unespa.es/documentacion/memoria_social_unespa2010/index.html)

(2009) *Memoria Social del Seguro Español '09*, [www.unespa.es/documentacion/mem\\_social\\_2009/MEMORIA\\_SOCIAL\\_2009.pdf](http://www.unespa.es/documentacion/mem_social_2009/MEMORIA_SOCIAL_2009.pdf)

**U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES** (2009) *Systemic Risk and Insurance*, HEARING Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government sponsored Enterprises of The Committee on Financial Services, Washington.

**VAUGHAN, THERESE M.** (2009) *Perspectives on Systemic Risk*, Testimony Before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises Committee on Financial Services United States House of Representatives, Washington, [www.naic.org/index.htm](http://www.naic.org/index.htm)

**VERSICHERUNGSJOURNAL** (2012) *BaFin will Änderung bei Bewertungsreserven*, Ahrensburg [www.versicherungsjournal.de/versicherungen-und-finanzen/bafin-will-aenderung-bei-bewertungsreserven-110850.php](http://www.versicherungsjournal.de/versicherungen-und-finanzen/bafin-will-aenderung-bei-bewertungsreserven-110850.php)

**WEISS, MARY A.** (2010) Riesgo Sistémico en los seguros, en *Temas* Nº 18, General Re Corporation y General Reinsurance.

**WICKSELL, KNUT** (1978 y 1977) *Lectures on Political Economy, General Theory*, Volume One and *Money*, Volume Two, Augustus M. Kelley Publishers Fairfield <http://mises.org/books/LPEvol1.pdf>

## **WIKIPEDIA (2012)**

*Burbuja del Mar del Sur*,

[http://es.wikipedia.org/wiki/Compa%C3%B1%C3%ADa\\_del\\_Mar\\_del\\_Sur](http://es.wikipedia.org/wiki/Compa%C3%B1%C3%ADa_del_Mar_del_Sur)

*Konjunktur*, <http://de.wikipedia.org/wiki/Konjunktur>

*Multiplicador bancario*, [http://es.wikipedia.org/wiki/Multiplicador\\_monetario](http://es.wikipedia.org/wiki/Multiplicador_monetario)

*Reserva fraccionaria*, [http://es.wikipedia.org/wiki/Reforma\\_monetaria#Reserva\\_fraccionaria](http://es.wikipedia.org/wiki/Reforma_monetaria#Reserva_fraccionaria)

*Riesgo sistémico*, [http://es.wikipedia.org/wiki/Riesgo\\_sist%C3%A9mico](http://es.wikipedia.org/wiki/Riesgo_sist%C3%A9mico)

*South Sea Company*, [http://en.wikipedia.org/wiki/South\\_Sea\\_Company](http://en.wikipedia.org/wiki/South_Sea_Company)

*Systemic Risk*,

*Teoría del Ciclo*, [http://es.wikipedia.org/wiki/Ciclo\\_econ%C3%B3mico](http://es.wikipedia.org/wiki/Ciclo_econ%C3%B3mico)

*Teoría de sistemas*, [http://es.wikipedia.org/wiki/Teor%C3%ADa\\_de\\_sistemas](http://es.wikipedia.org/wiki/Teor%C3%ADa_de_sistemas)

*Tulipomanía*, <http://es.wikipedia.org/wiki/Tulipoman%C3%ADa>

**WILSON, TOM** (2009) *“Regulate Me, Please”*, en *The New York Times*, 16 April 2009 [www.nytimes.com/2009/04/16/opinion/16wilson.html](http://www.nytimes.com/2009/04/16/opinion/16wilson.html)

## **WOLF, MARTIN**

(2012) *Why the Bundesbank is wrong*, *Financial Times*, April 10, 2012, London <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f07a9aa6-8234-11e1-b06d-00144feab49a.html#axzz1s08O877l>

(2012a) Why quantitative easing is the only game in town, en *Financial Times*, March 15, 2012, London [www.ft.com/intl/cms/s/0/de9be724-6df6-11e1-baa5-00144feab49a.html#axzz1pK0yNyJa](http://www.ft.com/intl/cms/s/0/de9be724-6df6-11e1-baa5-00144feab49a.html#axzz1pK0yNyJa)

(2012b) The pain in Spain will test the euro, en *Financial Times*, March 6, 2012, London, [www.ft.com/intl/cms/s/0/f54332d2-66dc-11e1-9e53-00144feabdc0.html#axzz1oTzHQ800](http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f54332d2-66dc-11e1-9e53-00144feabdc0.html#axzz1oTzHQ800)

(2011) Merkozy failed to save the eurozone, en *Financial Times*, December 6, 2011, London.

**WORLD ECONOMIC FORUM [www.weforum.org](http://www.weforum.org)**

(2012) *Global Risks 2012*.

(2011) *Global Risks 2011*, An initiative of the Risk Response Network in collaboration with: Marsh & McLennan Companies; Swiss Reinsurance Company; Wharton Center for Risk Management, University of Pennsylvania and Zurich Financial Services.

(2010) *Rethinking Systemic Financial Risk*, [https://members.weforum.org/pdf/AM\\_2010/transcripts/financial-risk.pdf](https://members.weforum.org/pdf/AM_2010/transcripts/financial-risk.pdf)

(2008) *Global Risks 2008*.

(2006) *Europe@Risk*.