

Solvencia de Compañías de Seguros de Vida: El rol fundamental de las inversiones financieras

ContactosEduardo Ferretti / eduardo.ferretti@feller-rate.cl (562) 757-0423Cristián Rosales / cristian.rosales@feller-rate.cl (562) 757-0474

Entre los aspectos fundamentales de la solvencia de las compañías de seguros de vida, Feller Rate evalúa permanentemente la capacidad de las carteras de inversiones para generar recursos suficientes para cumplir, tanto en la oportunidad como en la forma, con las obligaciones comprometidas.

En el presente reporte se actualiza el análisis y monitoreo periódico de las características que definen, a juicio de Feller Rate, los potenciales riesgos implícitos en las carteras de inversiones que respaldan las obligaciones de seguros.

En el siguiente cuadro se aprecia la evolución de la estructura financiera del mercado asegurador de vida. A septiembre de 2006, las reservas técnicas representaban el 84,8% de los pasivos de la industria; de ellas, el 91% correspondía a reservas de seguros previsionales. Las inversiones, por su parte, representaban el 95,5% de los activos totales.

Cuadro 1: Inversiones

(En millones de pesos de septiembre 2006)

	2002	2003	2004	2005	Sep. 06
Activos	10.228.207	11.212.893	12.228.432	13.065.277	13.505.616
Inversiones	9.868.082	10.739.770	11.661.244	12.417.641	12.899.591
Inversiones Financieras	8.975.025	9.707.869	10.463.443	11.042.038	11.396.948
Inmobiliarias y Similares	740.125	806.787	899.431	1.007.989	1.077.456
Inversiones CUI	152.932	225.114	298.369	367.614	425.187
Otros Activos	285.745	364.489	454.173	539.471	496.437
Pasivos	10.228.207	11.212.893	12.228.432	13.065.277	13.505.616
Reservas Técnicas	8.839.367	9.538.241	10.354.765	11.061.437	11.451.754
Reservas de Seguros Previsionales (D.L 3500)	8.248.548	8.848.226	9.534.309	10.134.479	10.424.400
Reservas Seguros no Previsionales	547.393	645.903	774.900	892.256	992.912
Reservas Adicionales	43.426	44.112	45.557	34.703	34.442
Otros Pasivos	210.036	264.565	317.879	391.491	335.516
Patrimonio	1.088.453	1.316.308	1.434.780	1.481.172	1.572.406
Activos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Inversiones	96,5%	95,8%	95,4%	95,0%	95,5%
Inversiones Financieras	87,7%	86,6%	85,6%	84,5%	84,4%
Inmobiliarias y Similares	7,2%	7,2%	7,4%	7,7%	8,0%
Inversiones CUI	1,5%	2,0%	2,4%	2,8%	3,1%
Otros Activos	2,8%	3,3%	3,7%	4,1%	3,7%
Pasivos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Reservas Técnicas	86,4%	85,1%	84,7%	84,7%	84,8%
Reservas de Seguros Previsionales (D.L 3500)	80,6%	78,9%	78,0%	77,6%	77,2%
Reservas Seguros no Previsionales	5,4%	5,8%	6,3%	6,8%	7,4%
Reservas Adicionales	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Otros Pasivos	2,1%	2,4%	2,6%	3,0%	2,5%
Patrimonio	10,6%	11,7%	11,7%	11,3%	11,6%

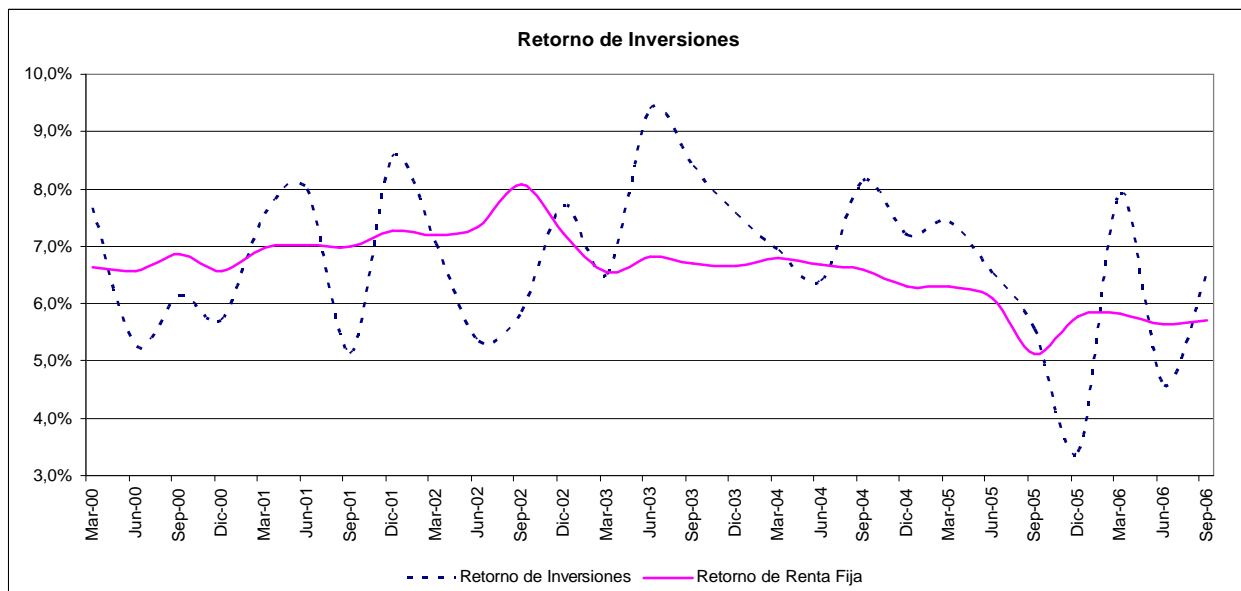
A junio de 2006, las reservas técnicas más el patrimonio de riesgo de la industria alcanzaban a \$12.069.727 millones, equivalentes al 96,2% de las inversiones totales. El patrimonio de riesgo es el capital necesario para respaldar el volumen de reservas y pasivos, conforme a los límites de endeudamiento y de margen de solvencia que la Ley de Seguros contempla. De esta forma, cerca del 2,3% de las inversiones de la industria tienen el carácter de libre disposición.

Complementariamente con las características de las inversiones, otro pilar fundamental de la solvencia de la industria es su endeudamiento neto (reservas técnicas más pasivos con terceros, medido sobre patrimonio neto), que a septiembre 2006 se encontraba en torno a las 7,9 veces. Ello refleja bastante holgura, puesto que la ley del sector establecía a esa fecha un máximo de 16 veces¹.

El rendimiento de las inversiones es el segundo componente de ingreso de mayor relevancia de la industria, representando alrededor del 30% de los ingresos brutos –el más relevante es, por cierto, el ingreso por primas de seguros–. A lo largo de los años, la principal fuente de ingresos de inversiones ha estado originada en la cartera de renta fija (incluyendo contratos de leasing inmobiliarios), representativa de alrededor del 87% de las inversiones. Como se observa en el gráfico siguiente, el retorno promedio de renta fija ha estado cayendo persistentemente, sustentándose los retornos medios de las inversiones en los ingresos provenientes de otras inversiones, como acciones e inversiones en el extranjero.

De esta forma, uno de los riesgos relevantes que actualmente afecta a la industria de seguros de vida es, precisamente, la caída del retorno de sus activos.

Gráfico 1: Evolución del Retorno Promedio Trimestral de las Inversiones



Nota: Tasa Anualizada.

Entre los factores que han incidido en la caída de los rendimientos de renta fija se encuentra el exceso de liquidez del mercado financiero, fenómeno fortalecido por la depreciación del peso y por la persistente depresión de las tasas largas. Esta situación complica de sobremanera a las aseguradoras de rentas vitalicias, que deben buscar inversiones de largo plazo en moneda reajutable para cubrir las obligaciones asumidas con los pensionados de rentas vitalicias.

¹ El límite regulatorio es dinámico, conforme a un programa de ajuste gradual aplicado por el regulador, en combinación con un aumento exigido a las reservas de rentas vitalicias.

Los recursos que se generan mes a mes, producto de las ventas de seguros y los vencimientos de cupones del portafolio de renta fija deben ser reinvertidos con rendimientos y plazos similares, de forma de no debilitar la estructura financiera. Al no contar con instrumentos de inversión acordes con los plazos requeridos ni con tasas de rendimiento comparables, se generan excesos de liquidez y alzas en el riesgo de reinversión. Esto ha llevado a las aseguradoras a buscar nuevas alternativas, como mutuos hipotecarios, contratos de leasing inmobiliario e instrumentos en el extranjero, estos últimos complementados con swaps de moneda/UF. Algunas aseguradoras han privilegiado la renta variable accionaria como un mecanismo de sustentar el rendimiento proyectado de largo plazo.

A continuación se presenta un conjunto de indicadores de solvencia, relativos al desempeño de inversiones, que Feller Rate utiliza para el análisis de la industria de seguros de vida. El detalle de los indicadores por compañía, incluyendo los de la industria de seguros generales, se encuentra disponible en www.feller-rate.com en la sección "Reportes Sectoriales". Para el análisis se han utilizado las cifras preparadas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) a junio de 2006, además de información FECU, de carácter público, a septiembre de este año.

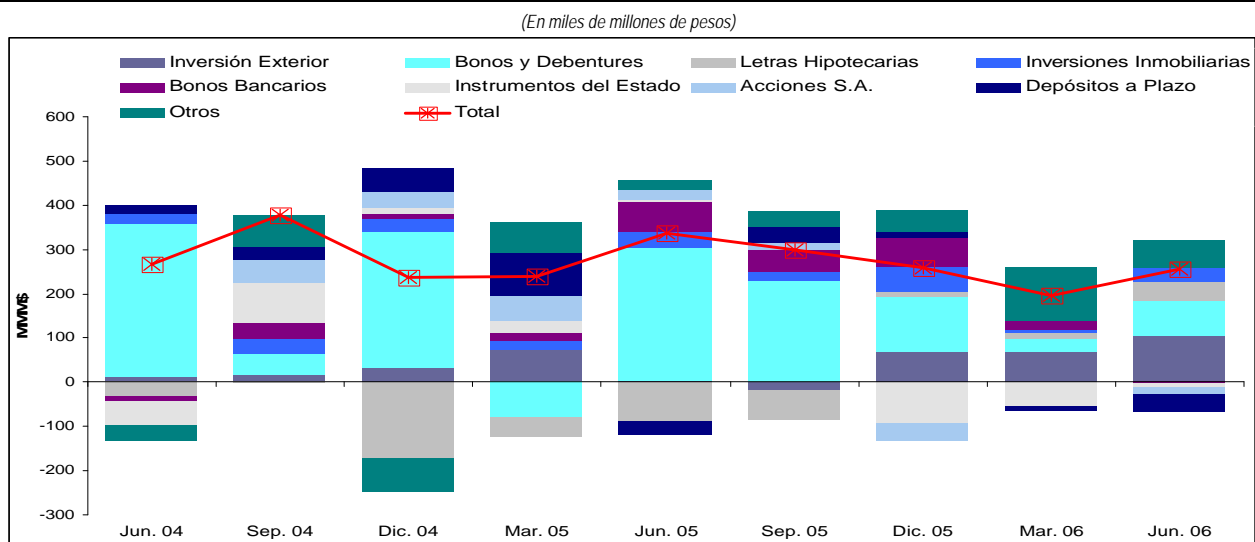
DISTRIBUCIÓN DE INVERSIONES

Las inversiones de la industria aseguradora de vida se distribuyen en un conjunto de más de diez tipos de instrumentos, que cuentan con un abanico de calidades crediticias, perfiles de liquidez y riesgos operacionales.

El gráfico 2 muestra los ajustes al portafolio de inversiones evaluado por tipo de instrumento. Como se observa, durante el periodo de análisis el crecimiento de los "bonos y debentures" supera ampliamente al de otras inversiones, especialmente en algunos trimestres, proceso que se ha reducido en los periodos recientes. En el último tiempo, la industria se ha focalizado en "inversiones extranjeras" y "otros".

Los portafolios más afectados han sido los estatales y las letras hipotecarias, que han descendido sostenidamente a lo largo del periodo de evaluación. La caída en los papeles estatales obedece a la ausencia de emisiones en UF; y la de las letras hipotecarias, al riesgo de prepago.

Gráfico 2: Cambios Netos en el Portafolio de las Compañías de Seguros de Vida



"Otros" incluye: Mutuos Hipotecarios, Fondos de Inversión, Fondos Mutuos, Av. Tenedores de Pólizas, Cuentas Corrientes, Acciones de S.A. Cerradas, Inversiones Mobiliarias y Otros.

Fuente: SVS

El cuadro 2 muestra una comparación, entre los años 2004 y 2006, de la cartera de letras hipotecarias del mercado clasificada por emisor, donde es posible apreciar el ajuste señalado. A nivel de industria, las inversiones en letras hipotecarias han disminuido un 18,5%.

Cuadro 2: Inversiones en Letras Hipotecarias por Emisor

(En millones de pesos)				
	Mar. 04	Jun. 06	Var (%)	Diferencia (MMS)
Citibank	55.218	20.235	-63,4%	-34.984
Scotiabank	61.190	26.332	-57,0%	-34.858
Banco de Chile	281.885	148.159	-47,4%	-133.727
Banco Santander	400.270	219.429	-45,2%	-180.840
Banco Bci	125.759	85.363	-32,1%	-40.396
Bank Boston	83.127	61.445	-26,1%	-21.682
Banco BBVA	101.125	77.633	-23,2%	-23.492
Internacional	370	299	-19,2%	-71
Corpbanca	82.516	73.502	-10,9%	-9.014
Banco Estado	497.489	578.597	16,3%	81.108
Banco Bice	11.451	13.826	20,7%	2.374
Banco Security	21.572	27.738	28,6%	6.166
Banco del Desarrollo	69.888	103.536	48,1%	33.648
Banco Falabella	13.225	30.172	128,1%	16.947
Banco Ripley	1.556	5.366	244,8%	3.810
Total	1.806.641	1.471.631	-18,5%	-335.010

Fuente: SVS

Por otra parte, la búsqueda de mayores rentabilidades, la menor importancia de los bonos de reconocimiento en la venta de rentas vitalicias y la baja disponibilidad de instrumentos de deuda de largo plazo expresados en UF se han reflejado en una menor participación de los papeles estatales dentro de las carteras de inversiones.

En el cuadro siguiente se aprecia la evolución de la importancia relativa de los diversos instrumentos que componen la cartera de inversiones de la industria

Cuadro3: Distribución de Inversiones

	2003	2004	2005	Jun. 06
Bonos y Debentures	25,4%	31,9%	33,5%	34,5%
Instrumentos del Estado	18,5%	17,1%	16,5%	14,0%
Letras Hipotecarias	20,9%	17,3%	12,8%	11,8%
Mutuos Hipotecarios	10,5%	9,8%	9,1%	10,2%
Bonos Bancarios	8,0%	7,1%	7,5%	8,0%
Inversiones Inmobiliarias	7,0%	7,3%	7,5%	7,9%
Inversión Exterior	1,8%	2,3%	3,2%	4,7%
Acciones S.A.	2,9%	2,7%	3,9%	3,3%
Depósitos a Plazo	1,8%	1,0%	2,3%	2,1%
Fondos de Inversión	1,0%	1,0%	1,1%	1,2%
Fondos Mutuos	0,6%	1,0%	1,1%	1,0%
Av. Tenedores de Pólizas	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%
Otros ¹	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Cuentas Corrientes	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: SVS

1. Porcentajes calculados sobre el total de inversiones.

2. Considera inversiones en CUI, de acuerdo a la distribución que la SVS efectúa.

El positivo retorno de las inversiones en moneda extranjera y la ausencia de papeles en UF han fomentado la exposición externa, cubriendo el riesgo cambiario con operaciones swaps “a la medida”. Las características de estas operaciones hacen que su impacto en el calce de largo plazo genere algún grado de riesgo adicional por concentración.

Por otra parte, a junio 2006, la cartera accionaria representa el 3,3% del total de las inversiones. La rentabilidad media trimestral de este portafolio es superior al promedio de renta fija; sin embargo, producto de los ajustes de precios, contiene una alta volatilidad, lo que se traduce finalmente en mayor exposición patrimonial a pérdidas financieras. En el periodo de rentabilidad accionaria más desfavorable (diciembre de 2005), el retorno anualizado del portafolio de renta variable alcanzó a -51%, resultado de la fuerte provisión de ajuste a valor de mercado; en esa fecha, la cartera representaba un 3,7% del total de inversiones y 30% del patrimonio. Ello permite afirmar que dicho escenario redujo el patrimonio en cerca de un 4%.

CALIDAD CREDITICIA

Para el estudio de la capacidad de recuperación de los activos se utilizan las clasificaciones de riesgo asignadas por Feller Rate o, en su defecto, aquellas asignadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo. El criterio utilizado consiste en agrupar los instrumentos conforme a la clasificación de riesgo asignada al emisor, sobre la base de la inversión informada por la Superintendencia de Valores y Seguros. En general, no se dispone de información detallada por instrumento corporativo, de modo que se utiliza la clasificación asignada al emisor.

En el cuadro 4 se aprecia la evolución de la clasificación de riesgo del portafolio de las compañías entre junio de 2003 y junio de 2006. A través del tiempo se ha ido dispersando la estructura de riesgo crediticio, aumentando los instrumentos sin rating al 30,1% de la cartera. De estos, son las inversiones en el exterior las que han registrado incrementos porcentuales de mayor relevancia.

Cuadro 4. Riesgo Crediticio de la Cartera

	Jun. 03	Mar. 04	Dic. 05	Jun. 06
AAA	25%	28%	30%	28%
AA	39%	36%	33%	32%
A	8%	7%	8%	9%
BBB o Inferior	2%	2%	1%	0%
Total con Rating	74%	73%	72%	70%
Sin Rating	26%	27%	28%	30%
Total	100%	100%	100%	100%

Fuente: SVS y Feller Rate

Sin Rating: incluye letras hipotecarias, depósitos a plazo, bonos bancarios y bonos corporativos que no cuentan con clasificación de Feller Rate ni de la Comisión Clasificadora de Riesgo.

Con Rating: Incluye instrumentos estatales en AAA, letras hipotecarias, depósitos a plazo y bonos corporativos y securitizados clasificados por Feller Rate o por la Comisión Clasificadora de Riesgo.

DIVERSIFICACIÓN POR SECTOR ECONÓMICO

En el cuadro 5 se aprecia la diversificación por sector económico de los bonos corporativos y acciones. Por su parte, el ítem “Consolidado” corresponde a la suma de las inversiones en bonos corporativos y acciones, según su peso relativo en términos de monto dentro de la cartera.

Cuadro 5. Diversificación por Sector Económico

	Septiembre 2005			Junio 2006		
	Bonos Corporativos	Acciones	Consolidado	Bonos Corporativos	Acciones	Consolidado
Servicios Públicos	43,3%	40,4%	43,2%	42,7%	42,2%	42,6%
Infraestructura	12,3%	0,0%	10,7%	24,6%	0,0%	22,5%
Inversiones e inmobiliarias	8,4%	10,0%	8,6%	7,8%	14,4%	8,3%
Comerciales y Distribuidoras	16,3%	21,8%	16,6%	6,7%	24,1%	8,2%
Securitización	4,0%	0,0%	3,5%	6,7%	0,0%	6,2%
Alimenticio y Bebidas	15,7%	4,4%	14,6%	3,9%	3,2%	3,9%
Mineras	0,0%	6,5%	0,7%	2,4%	2,1%	2,4%
Productor Diversos	0,0%	4,1%	0,5%	1,4%	1,0%	1,4%
Metalmecánica	0,0%	1,6%	0,2%	1,2%	2,2%	1,2%
Construcción	0,0%	1,0%	0,1%	1,1%	0,5%	1,1%
Productos Químicos	0,0%	0,2%	0,1%	0,4%	4,1%	0,7%
Agropecuarias y Forestales	0,0%	0,7%	0,1%	0,6%	0,8%	0,6%
Marítimas y Navieras	0,0%	0,9%	0,1%	0,6%	0,5%	0,6%
Financiero	0,0%	7,9%	0,9%	0,0%	4,2%	0,4%
Pesqueras	0,0%	0,5%	0,1%	0,0%	0,7%	0,1%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: SVS

Definición de sectores económicos: Bolsa de Comercio

Es posible apreciar que sobre el 90%% de las inversiones se concentra en 6 de los 15 sectores económicos relevantes. Se mantiene la concentración de inversiones en el sector de servicios públicos, que incluye las industrias de telecomunicaciones, sanitaria, gas y eléctrica. Al mismo tiempo, los bonos de infraestructura han tomado mayor importancia dentro de la cartera, alcanzando un 22,5%, desplazando a las inversiones en el sector retail.

Dentro de la evaluación del perfil de inversiones, existe otro factor de riesgo relevante que es necesario considerar: es la concentración por grupo económico. Para este estudio se consideraron los grupos de mayor importancia definidos por la SVS (cuadro 6).

Cuadro 6. Diversificación por Grupo Económico¹

	Sep. 05	Jun. 06
Estatales	21,4%	22,5%
Luksic	7,6%	10,1%
Santander	6,5%	8,6%
BCI	4,1%	5,8%
CGE	4,3%	5,3%
Endesa Esp.	2,9%	4,4%
Matte	3,0%	4,3%
BBVA	2,2%	3,9%
Cintra	3,0%	3,7%
Falabella	2,2%	2,8%
Security	1,6%	2,8%
Saieh	1,8%	2,8%
Consortio	1,5%	2,6%
Claro	2,0%	2,6%
Entel	1,2%	2,2%
Otros	34,7%	15,5%
Total	100,0%	100,0%

Fuente: SVS

1. Grupos económicos definidos por la SVS.

Entre los grupos de mayor presencia, se encuentran las inversiones en papeles estatales y en los grupos Luksic y Santander, los que han aumentado su participación a junio de 2006. En términos generales, no se aprecia una concentración significativa en algún grupo específico, sin embargo, existe una tendencia hacia la concentración. Dentro del concepto "Otros" se clasifican alrededor de 20 grupos, con menos de 2% de participación cada uno.

DESEMPEÑO DE LAS INVERSIONES

Dentro de las mediciones de desempeño de inversiones de las compañías, el retorno es una de las de mayor relevancia. Este indicador se genera determinando el rendimiento promedio trimestral y su volatilidad, considerando un periodo suficientemente extenso para que tenga alguna validez estadística.

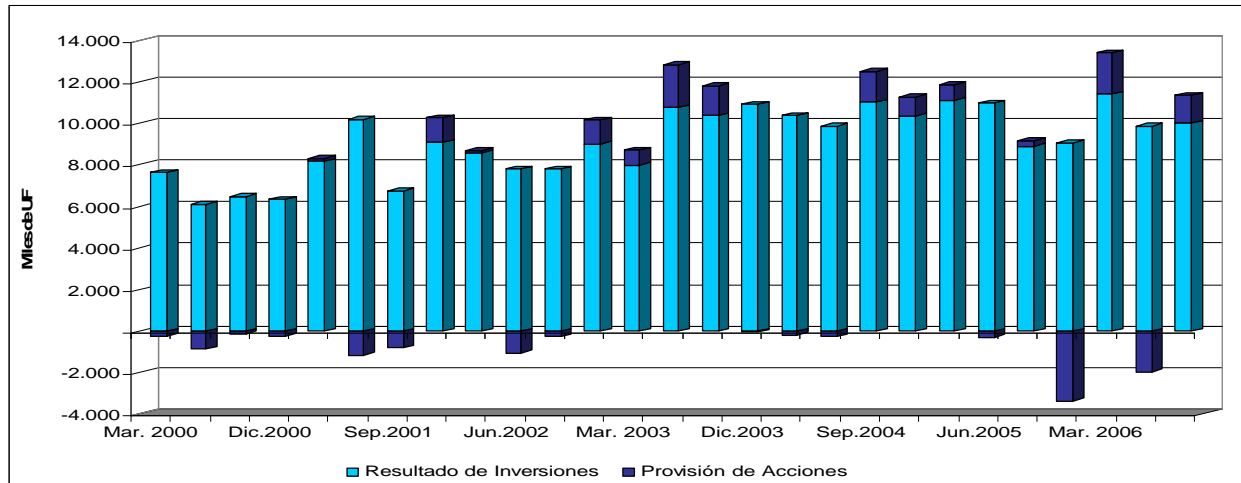
Cartera de Acciones

Para la evaluación del retorno de la cartera de inversiones se debe considerar que una proporción del rendimiento contable corresponde a la valorización de la cartera de acciones a su valor de mercado. Por lo tanto, las utilidades contables no realizadas, desde una perspectiva de largo plazo no son relevantes y sólo han generado mayor volatilidad.

En la práctica, si se ajusta el retorno de inversiones por este concepto, el ROA se reduce sólo en 10 bps, en tanto que la volatilidad disminuye en 50 bps.

El gráfico 3 muestra la evolución de la rentabilidad global de la cartera de inversiones de la industria, en donde se contrasta el retorno total con la porción que representan las provisiones de acciones a valor de mercado. Se puede observar el impacto de las provisiones en algunos trimestres. Sin duda que las carteras accionarias clasificadas para "trading" debieran ajustarse a mercado y respaldarse con volúmenes de patrimonio asignados especialmente para sostener su volatilidad; no obstante, no es necesariamente así en el caso de carteras accionarias de largo plazo.

Gráfico 3. Retorno Trimestral Cartera de Inversiones



Feller Rate evalúa y califica la volatilidad sobre la base del comportamiento de la cartera de acciones de la bolsa local, en cuartiles de comportamiento, para un periodo de tres meses móviles de exposición.

El cuadro 7 muestra la distribución de la cartera accionaria del mercado a junio de 2006 comparada con septiembre de 2005, con el respectivo cuartil en que se califique. Además, muestra la volatilidad registrada por cada cuartil a junio de este año.

Como se observa, en el año anterior el 21% de la cartera de acciones no estaba clasificado dentro de ningún cuartil, debido a la baja presencia bursátil de algunas acciones o a la ausencia de información relevante. Actualmente, sólo el 0,5% de la cartera no cuenta con clasificación de volatilidad.

Cuadro 7. Distribución Cartera Accionaria Según Cuartil

	Sep. 05	Jun. 06	Desv. Estándar (A)
Cuartil 1	18,5%	34,9%	0,0%
Cuartil 2	19,5%	57,8%	18,7%
Cuartil 3	36,3%	3,8%	26,8%
Cuartil 4	4,4%	2,9%	47,9%
Sin Clasificación	21,1%	0,5%	-
IPSA	-	-	14,7%
IGPA	-	-	10,3%

Fuente: SVS y Feller Rate

Supuestos: mensualmente Feller Rate evalúa la volatilidad accionaria, sobre una base de 90 observaciones, separándola en cuartiles, quedando en el primer cuartil las acciones con menor volatilidad.

(A): anualizado a junio 2006.

RIESGO V/S RETORNO, UN DILEMA PERMANENTE

Con el fin de establecer mediciones relativas al desempeño de las carteras de inversiones Feller Rate, lleva a cabo un análisis comparativo de dos variables: el retorno promedio y la desviación estándar o riesgo asociado, sobre un horizonte de seis años y mediciones trimestrales. Se toman en consideración tres instancias de evaluación: el retorno total de inversiones, el retorno de renta fija y el retorno de renta variable accionaria.

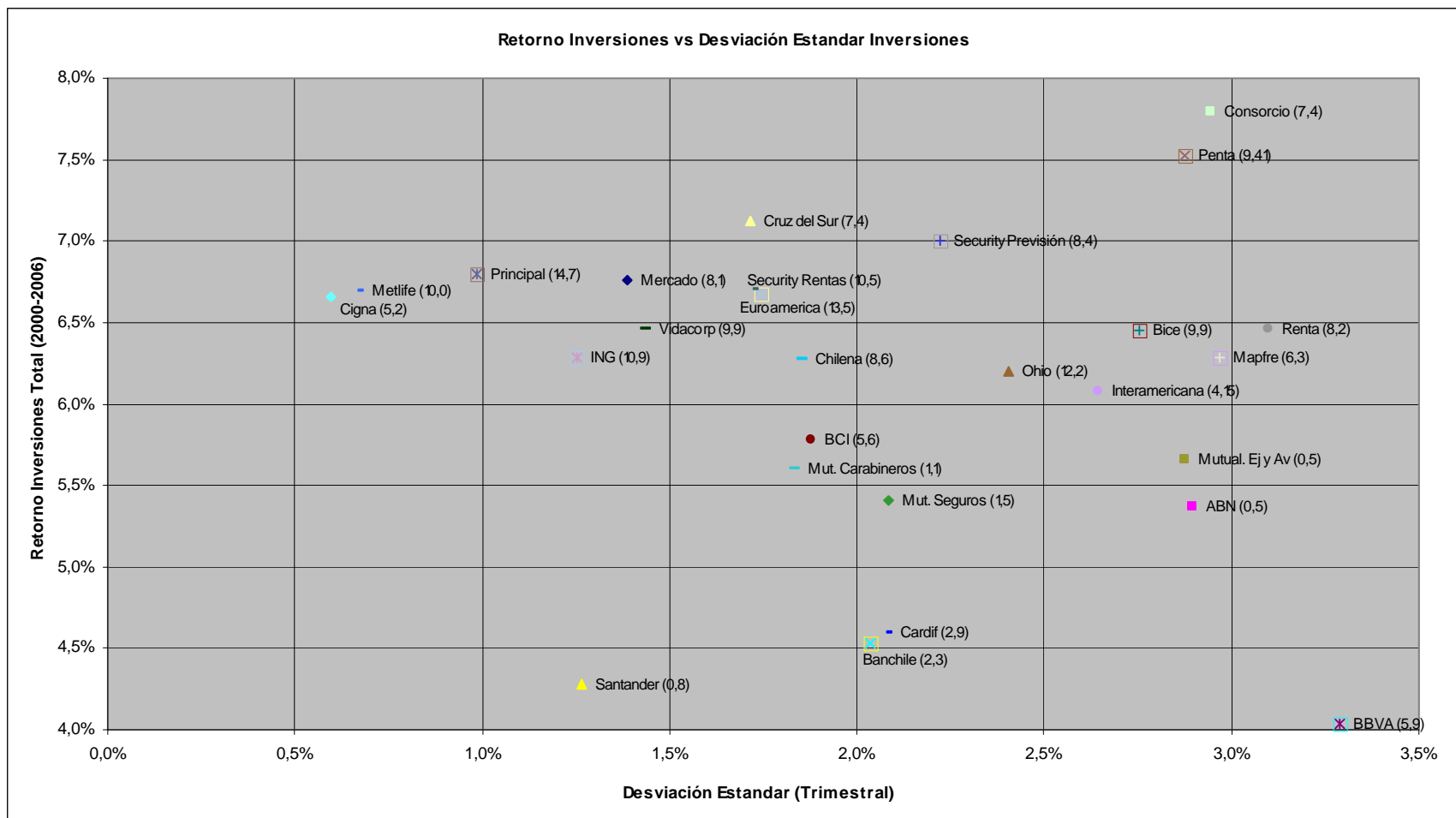
En el Anexo A se puede apreciar el resultado del análisis del retorno total. En una primera evaluación se observa una cierta concentración de las aseguradoras en un segmento de rentabilidades altas, por sobre el 6% anual, en tanto que las volatilidades se distribuyen a lo ancho del intervalo. Los niveles más elevados de rentabilidad y volatilidad se asocian a aseguradoras con mayor proporción en renta variable.

Entre paréntesis se observa el nivel de endeudamiento de cada aseguradora. Niveles más altos de endeudamiento se condicen con menor volatilidad del portafolio, en general asociado a una menor participación de la renta variable accionaria.

En el Anexo B se compara a las aseguradoras considerando el retorno promedio de la cartera de renta fija y su desviación estándar. Gran parte de las aseguradoras se concentran en rentabilidades altas, entre 6,5% y 8%, y volatilidades muy acotadas, entre 0,5% y 2%.

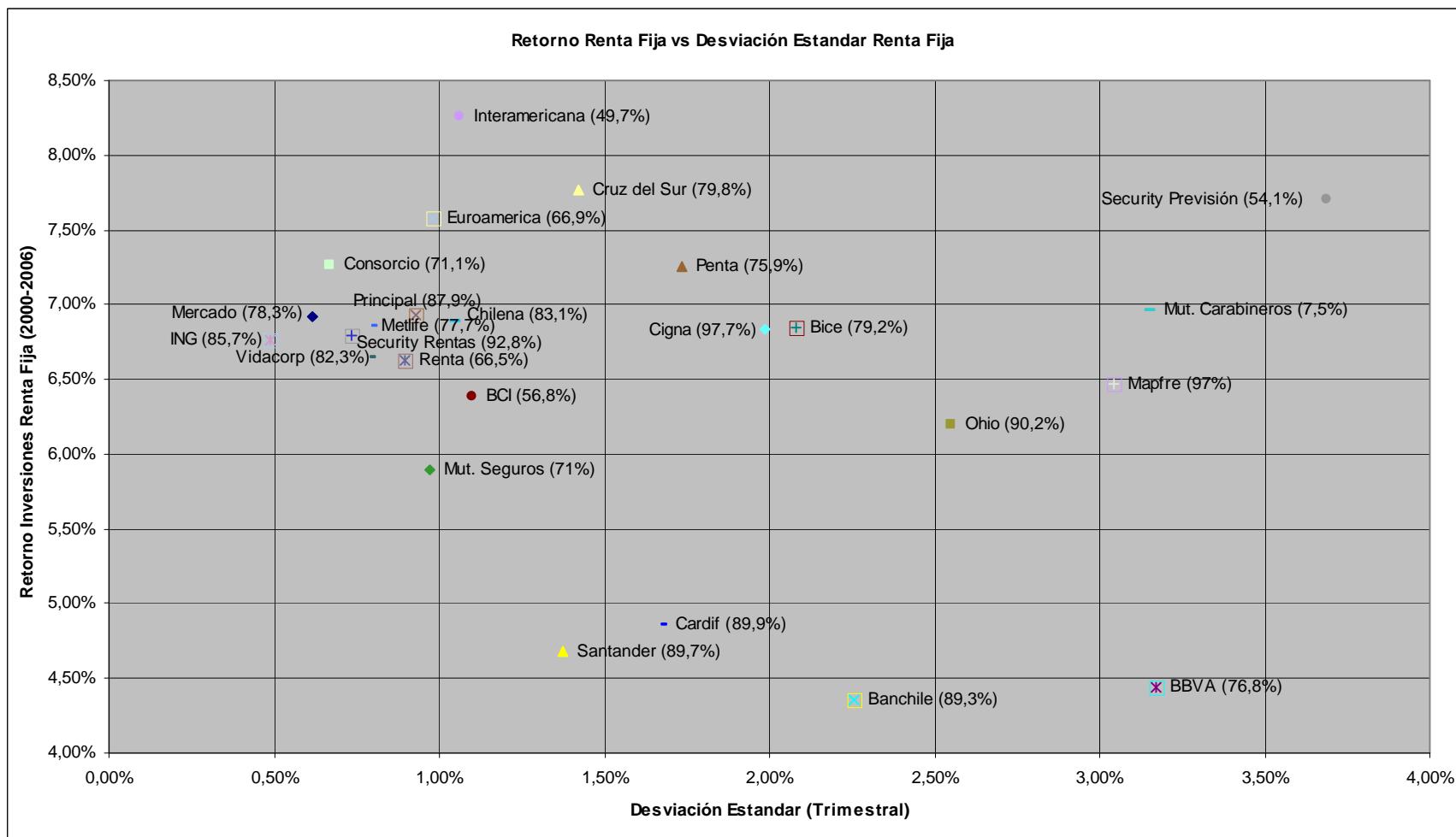
Por último, en el Anexo C se compara a las aseguradoras según el retorno promedio de la cartera de renta variable y su desviación estándar. Las carteras de renta variable consideran dentro de sus activos inversiones en acciones de sociedades anónimas abiertas y cerradas, además de cuotas de fondos de inversión. Las rentabilidades de las carteras de renta variable se concentran en torno al 9% y 16%, con volatilidades entre 20% y 35%.

ANEXO A



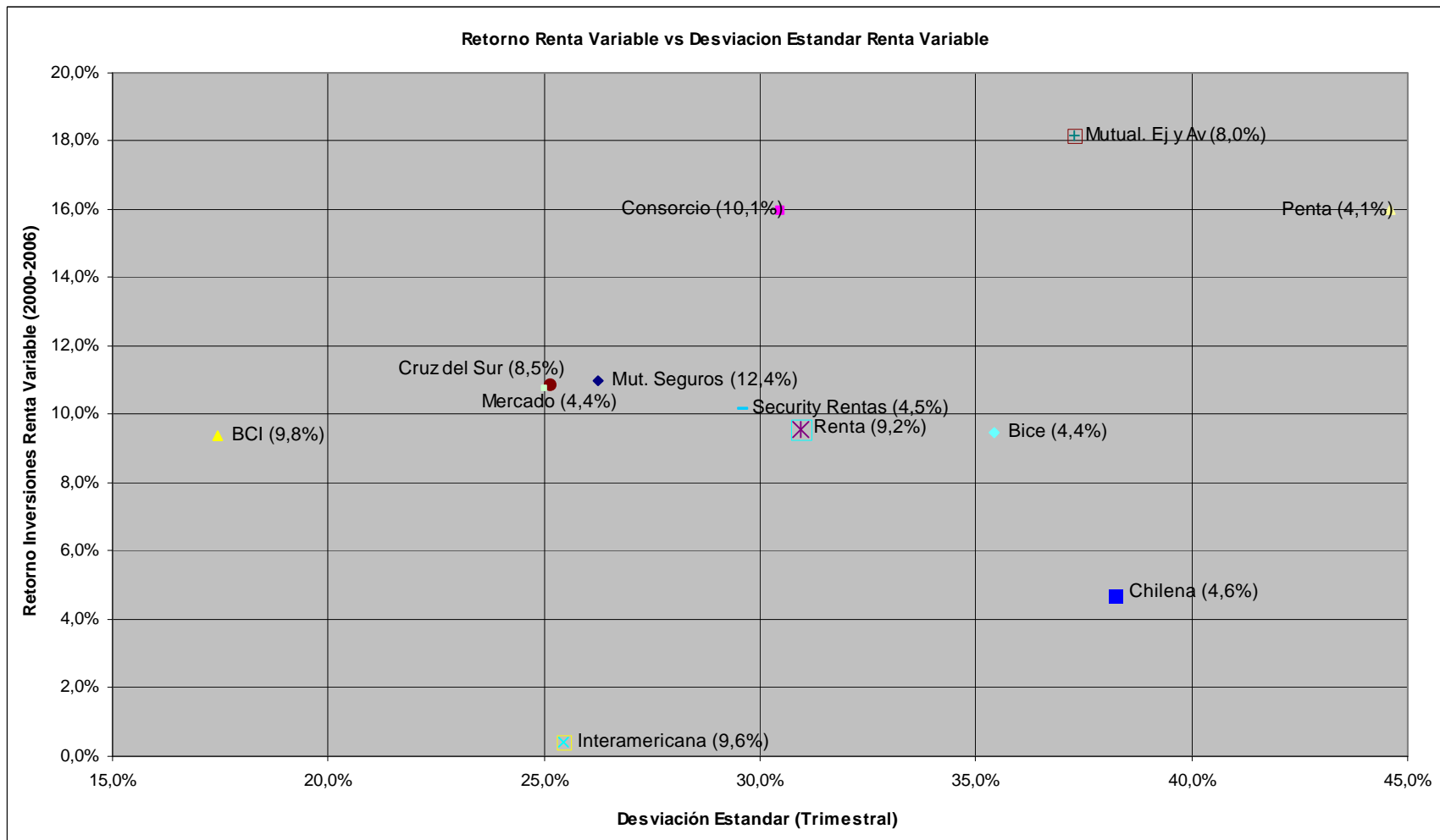
Nota: En paréntesis se expresa el endeudamiento neto de cada compañía.

ANEXO B



Nota: En paréntesis se expresa la proporción de la cartera de renta fija sobre la cartera total de inversiones.

ANEXO C



Notas:

- (1) En paréntesis se expresa la proporción de la cartera de renta variable sobre la cartera total de inversiones. La cartera de renta variable excluye la inversión en cuotas de fondos mutuos.
- (2) Para el estudio se excluyeron aquellas compañías cuyas inversiones en renta variable representarían menos del 4% de la cartera total de inversiones.