

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

La industria de seguros de vida sustenta su solvencia y capacidad crediticia en una estructura financiera que, en lo medular, condiciona el cumplimiento de sus obligaciones de largo plazo a la calidad de su cartera de inversiones.

A septiembre de 2005, las reservas técnicas equivalían al 88,6% de las inversiones de la industria. De esas reservas, un 91,7% correspondía a seguros previsionales. Las inversiones, en tanto, representaban el 95,4% de los activos totales.

**Cuadro de inversiones**

*(En millones de pesos)*

	2002	2003	2004	Sep. 05
Activos	9.915.297	10.906.070	11.893.720	12.377.150
Inversiones	9.566.189	10.445.893	11.342.057	11.808.415
Inv. financieras	8.700.452	9.442.228	10.177.043	10.544.687
Inv. inmobiliarias y similares	717.482	784.711	874.813	921.784
Inversiones en CUI	148.254	218.954	290.202	341.944
Pasivos	9.915.297	10.906.070	11.893.720	12.377.150
Reservas técnicas	8.568.945	9.277.242	10.071.339	10.462.085
Reserva seguros previsionales (D.L. 3500)	7.996.201	8.606.108	9.273.340	9.595.787
Reserva seguros no previsionales	530.646	628.229	753.690	831.088
Otros pasivos	203.610	257.325	309.178	312.115
Patrimonio	1.055.154	1.280.290	1.395.507	1.474.830

A la misma fecha, las reservas técnicas más patrimonio de riesgo de la industria alcanzaban a \$11.379.322 millones, equivalentes al 96% 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 –en términos globales, la ley permite un endeudamiento máximo de 15 veces el patrimonio–. De esta forma, alrededor de un 4% de las inversiones de la industria tienen el carácter de libre disponibilidad.

Por lo señalado, parte significativa de los fundamentos de la solvencia de la industria aseguradora se encuentra sustentada por la calidad y desempeño de las inversiones financieras e inmobiliarias que respaldan las obligaciones de seguros.

Feller Rate sustenta sus análisis de riesgo en una metodología base, que pondera los diversos factores que intervienen en los fundamentos de la clasificación, entre ellos, las características de las carteras de inversiones, su diversificación, calidad crediticia y desempeño histórico. No obstante, estas características son finalmente la resultante de la aplicación de políticas de administración de activos y de entornos de supervisión. Por ello, parte del análisis de solvencia se orienta a la evaluación de la administración y de sus políticas, tanto de gestión como de control de riesgos.

En opinión de Feller Rate, la calidad de las inversiones se relaciona fundamentalmente con el respaldo crediticio, siendo relevante la política de diversificación y los mecanismos de toma de decisiones de compra y venta de activos. Estos factores incidirán, finalmente, en la rentabilidad, volatilidad, capacidad de inmunización y protección patrimonial que entrega el portafolio.

Por otra parte, las características de las inversiones deben estar directamente vinculadas al perfil de las obligaciones de seguros que buscan respaldar. Ello, en cuanto a los riesgos involucrados en los pasivos cubiertos, como calce de plazos y monedas, riesgo de reinversión, liquidez de corto plazo, rentabilidad y volatilidad.

En última instancia, la gestión de inversiones debe responder a las proyecciones de rentabilidad de los accionistas. Esto, porque en buena medida, la rentabilidad de la industria de seguros de vida está vinculada al spread entre los ingresos financieros y los costos de las reservas, en su gran mayoría de rentas vitalicias. El costo relevante está determinado por la tasa de interés técnica implícita en la determinación de la reserva o pasivo de seguros. Por otra parte, una adecuada rentabilidad patrimonial contribuye a la estabilidad de la propiedad, factor relevante en la evaluación crediticia de una aseguradora, cuyas obligaciones se perfilan en el largo plazo.

La composición de las inversiones está fuertemente regulada por la ley de seguros (DFL N°251), contando con un marco de referencia que, con el tiempo, ha liberado restricciones, entregando mayor flexibilidad a las aseguradoras en la administración de sus activos. Actualmente, este marco regulatorio mantiene límites máximos para algunos instrumentos, así como para el conjunto de instrumentos emitidos por un mismo emisor y grupo económico. También considera limitaciones para las inversiones en grupos relacionados con la compañía aseguradora.

A continuación se presentan algunos indicadores de la industria de seguros de vida. El detalle de los indicadores por compañía, incluyendo los de seguros generales, se encuentra disponible en [www.feller-rate.cl](http://www.feller-rate.cl) sección "Reportes Sectoriales". Para el análisis se han utilizado las cifras informadas por las aseguradoras a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

## DISTRIBUCIÓN DE INVERSIONES

Las inversiones están distribuidas en un conjunto de 14 tipos de instrumentos, con calidades crediticias, perfiles de liquidez y riesgos operacionales disímiles. En el cuadro 1 se aprecia la evolución de la importancia relativa de los diversos instrumentos en los cuales las compañías de seguros invierten sus recursos.

En los últimos años, se puede apreciar un aumento de los bonos corporativos, en reemplazo de letras hipotecarias, lo que tiene su explicación en el alto volumen de prepagos ocurrido en años recientes y en la amplia oferta de papeles corporativos, destinados a financiamiento de infraestructura y para refinanciamiento de pasivos.

La cartera de instrumentos estatales también muestra una reducción paulatina, como resultado de una menor importancia de los bonos de reconocimiento en la venta de rentas vitalicias y de la reducción de la oferta de papeles de largo plazo, expresados en UF, del Banco Central.

En general, se aprecia una alta concentración en instrumentos de largo plazo en UF, lo que es coherente con la reajustabilidad de los pasivos, que, como se ha señalado, en su gran mayoría corresponden a rentas vitalicias previsionales.

Cuadro 1. Distribución de inversiones

	Jun. 03	Dic. 04	Sep. 05
Bonos corporativos	25,4%	33,2%	34,5%
Instrumentos Estado	18,5%	17,0%	16,1%
Letras hipotecarias	20,9%	14,8%	12,1%
Mutuos hipotecarios	10,5%	9,1%	9,2%
Bonos bancarios	8,0%	7,1%	7,7%
Acciones Soc. Anónimas	2,9%	3,4%	3,9%
Leasing	3,5%	3,8%	3,9%
Inv. inmobiliarias	3,7%	3,7%	3,8%
Inversión extranjero	1,8%	2,6%	2,9%
Depósitos a plazo	1,8%	1,8%	2,5%
Fondo inversión	1,0%	1,2%	1,2%
Fondos mutuos	0,4%	0,7%	0,9%
Av. Tenedores pólizas	1,0%	0,9%	0,9%
Otros	0,4%	0,3%	0,3%
Cuentas corrientes	0,2%	0,2%	0,1%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: SVS

Porcentajes calculados sobre el total de inversiones (incluido inversiones en CUI)

## CALIDAD CREDITICIA

Como se señaló, uno de los aspectos más relevantes a considerar es la calidad crediticia de la cartera, para lo cual el presente estudio utiliza la clasificación asignada por Feller Rate. El criterio utilizado consiste en agrupar los instrumentos, conforme a la clasificación asignada al emisor, sobre la base de la información global proporcionada por la SVS. Si no se dispone de información detallada de la emisión se utiliza la clasificación más baja asignada al emisor.

El cuadro siguiente presenta la evolución de la clasificación de riesgo de la cartera. A través del tiempo se ha ido dispersando la estructura de clasificaciones, aumentando los instrumentos sin rating. De estos, son las acciones y las inversiones en el extranjero las que han registrado aumentos porcentuales de mayor relevancia. El 86% de los instrumentos con rating cuenta con calificaciones AA y AAA.

Cuadro 2. Clasificación cartera de inversiones

	Jun. 03	Mar. 04	Sep. 05
AAA	25%	28%	20%
AA	39%	36%	39%
A	8%	7%	9%
BBB o inferior	2%	2%	1%
Sin rating	26%	27%	31%
Total	100%	100%	100%
<b>Con rating Feller Rate</b>	<b>74%</b>	<b>73%</b>	<b>69%</b>

Fuente: SVS y Feller Rate

Sin Rating: Incluye mutuos hipotecarios, inversiones inmobiliarias, acciones, inversiones en el exterior, fondos de inversión y fondos mutuos, y otros. Incluye, además, todos los papeles que no cuentan con clasificación de Feller Rate.

Con Rating: Incluye instrumentos estatales, letras hipotecarias, depósitos a plazo y bonos corporativos clasificados por Feller Rate.

AAA: Incluye los instrumentos estatales.

Las clasificaciones de los instrumentos corresponden a diciembre 2005.

## DIVERSIFICACIÓN POR SECTOR ECONÓMICO

En la gran mayoría de los casos, las aseguradoras construyen sus portafolios de inversiones utilizando criterios de diversificación. Ello se traduce en un perfil de cartera orientada a ciertos sectores económicos y productivos. En el cuadro 3 se presentan los bonos corporativos y las acciones separadas por sector económico. El ítem “Consolidado” corresponde a la suma de las inversiones en bonos corporativos y acciones, según su peso relativo en términos de monto. El 94% de las inversiones se concentra en 5 de los 16 sectores económicos relevantes.

La mayor concentración se genera en el sector de servicios públicos, que comprende alrededor del 45% de las inversiones. Este sector, cuyo desglose se muestra en el cuadro 4, incluye las industrias eléctrica, sanitaria, de gas y de telecomunicaciones.

**Cuadro 3. Diversificación por sector económico**

*(A septiembre 2005)*

	Bonos Corporativos	Acciones	Consolidado
Servicios públicos	43,3%	40,4%	43,0%
Comerciales y distribuidoras	16,3%	21,7%	16,9%
Alimentos y bebidas	15,7%	4,4%	14,6%
Infraestructura	12,3%	0,0%	10,9%
Inversiones e inmobiliarias	8,5%	10,0%	8,6%
Securitización	4,0%	0,0%	3,5%
Financiero	0,0%	7,9%	0,9%
Mineras	0,0%	6,5%	0,7%
Productos diversos	0,0%	4,1%	0,5%
Metalmeccánicas	0,0%	1,6%	0,2%
Construcción	0,0%	1,0%	0,1%
Marítimas y navieras	0,0%	0,9%	0,1%
Agropecuarias y forestales	0,0%	0,7%	0,1%
Pesqueras	0,0%	0,5%	0,1%
Productos químicos	0,0%	0,2%	0,0%
Total	100%	100%	100%

Fuente: SVS

Supuestos utilizados: Diversificación por sector económico medido sobre bonos corporativos y acciones de sociedades anónimas.

Los sectores se definieron según IGPA y Feller Rate

**Cuadro 4. Diversificación sector servicios públicos**

*(A septiembre 2005)*

	Bonos Corp.	Acciones	Consolidado
Eléctrico	23,0%	10,6%	21,8%
Gas	18,8%	0,0%	16,9%
Telecomunicaciones	1,5%	16,8%	3,0%
Agua Potable	0,0%	11,7%	1,2%
Otros	0,0%	1,3%	0,1%
Total	43,3%	40,4%	43,0%

Otro factor de riesgo considerado en la evaluación del perfil de las inversiones es la concentración por grupo económico. En esta medición, se consideran los grupos económicos de más relevancia definidos y actualizados periódicamente por la SVS. Entre los de mayor presencia, se distinguen las inversiones

estatales y los grupos Luksic y Santander. Sin embargo, en términos generales, no se aprecia una concentración significativa en algún grupo específico. Dentro del concepto “Otros” se encuentran cerca de 20 grupos, con alrededor de 1% de participación cada uno, además de otros de menor relevancia.

**Cuadro 5. Diversificación por grupo económico**

*(A septiembre 2005)*

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

Fuente: SVS.

Los grupos económicos están definidos por la SVS.

El ítem “Otros” corresponde a grupos o inversiones menores al 1%.

## DESEMPEÑO DE LAS INVERSIONES

Entre las mediciones de desempeño efectuadas por Feller Rate a la cartera de inversiones, el retorno es, sin duda, una de las de mayor relevancia. Para generar este índice, se determina el rendimiento promedio trimestral y su volatilidad (desviación estándar), utilizando un período suficientemente extenso –en este caso, desde el año 2000 en adelante–.

### Cartera de acciones

En la evaluación del retorno, hay que tener en cuenta que una proporción del rendimiento contable corresponde a la valorización de las acciones en cartera a su valor de mercado. Éstas, por tanto, son utilidades o pérdidas no realizadas y no devengadas. El gráfico 1 muestra la evolución de la rentabilidad global de las inversiones de la industria, contrastando el retorno total con la porción que representan las provisiones de las acciones una vez ajustado su valor a precios de mercado. En algunos trimestres, estas provisiones han incidido positivamente en el retorno global, en tanto que en otros el efecto ha sido muy desfavorable.



## ANEXOS

En el Anexo A se compara a las aseguradoras considerando dos variables: retorno promedio desde el año 2000 y desviación estándar del mismo período. Se aprecia cierta concentración de las aseguradoras en un segmento de rentabilidad entre 6% y 7,5% anual, con volatilidades entre 0,2% y 0,6%, particularmente de aquellas entidades con mayor proporción de inversiones en renta fija. Asimismo, se observa que las aseguradoras que tradicionalmente han mantenido una mayor proporción de sus carteras en renta variable presentan una combinación más alta de riesgo-retorno.

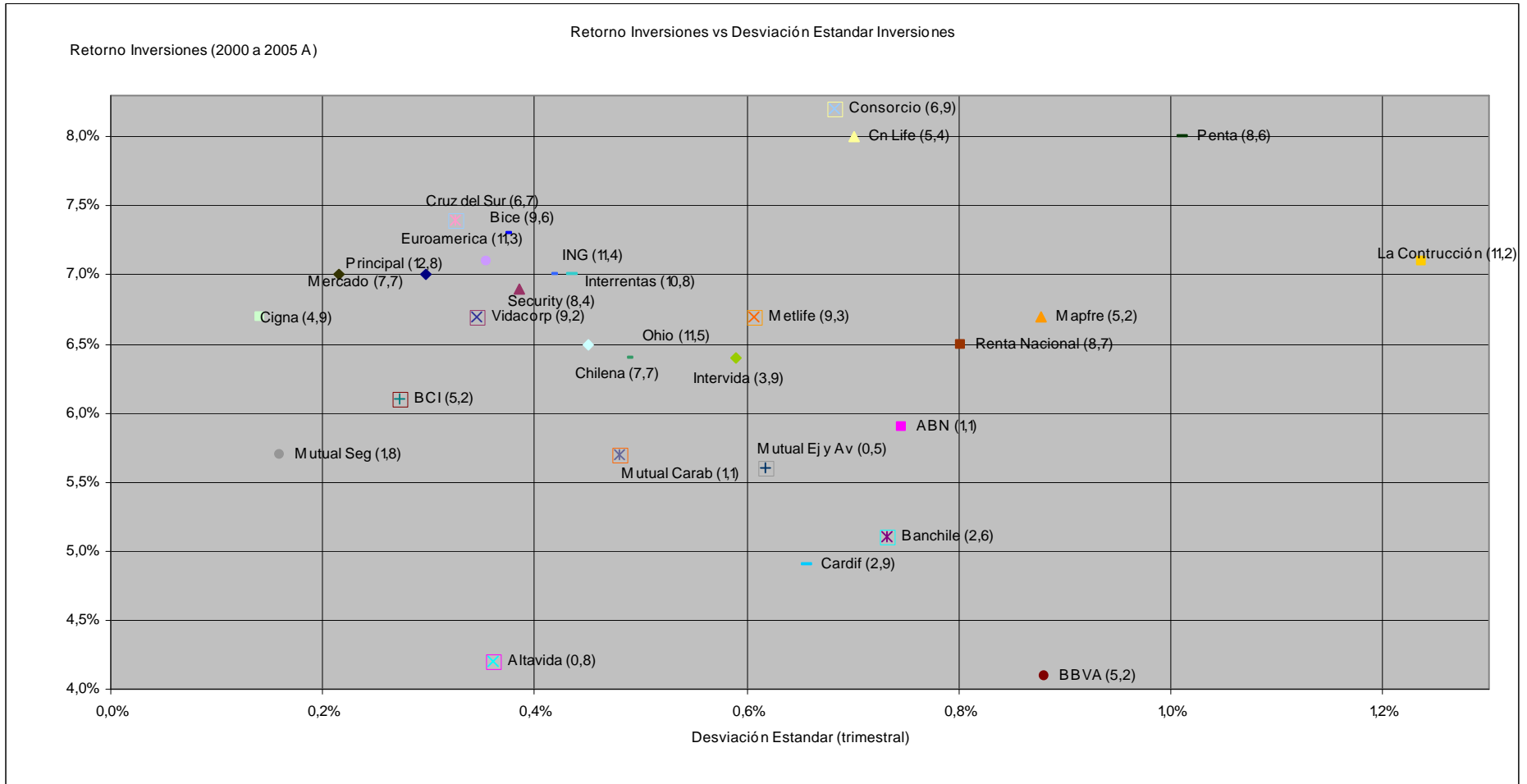
En el Anexo B se compara el retorno con la calidad crediticia de las carteras. Este cuadro muestra que el riesgo de las carteras tiende a concentrarse en el estrato de alta calidad crediticia. El retorno, en tanto, no muestra una tendencia correlacionada con las calidades crediticias de las carteras.

En el Anexo C se compara la volatilidad con el riesgo crediticio. Se pueden identificar las compañías con carteras más riesgosas y de mayor volatilidad, es decir, el escenario más sensible al riesgo de solvencia. Como se señaló anteriormente, las aseguradoras tienden a concentrarse en un segmento de altas calidades crediticias. La volatilidad de la gran mayoría está en rangos que oscilan entre 0,2% y 0,7%.

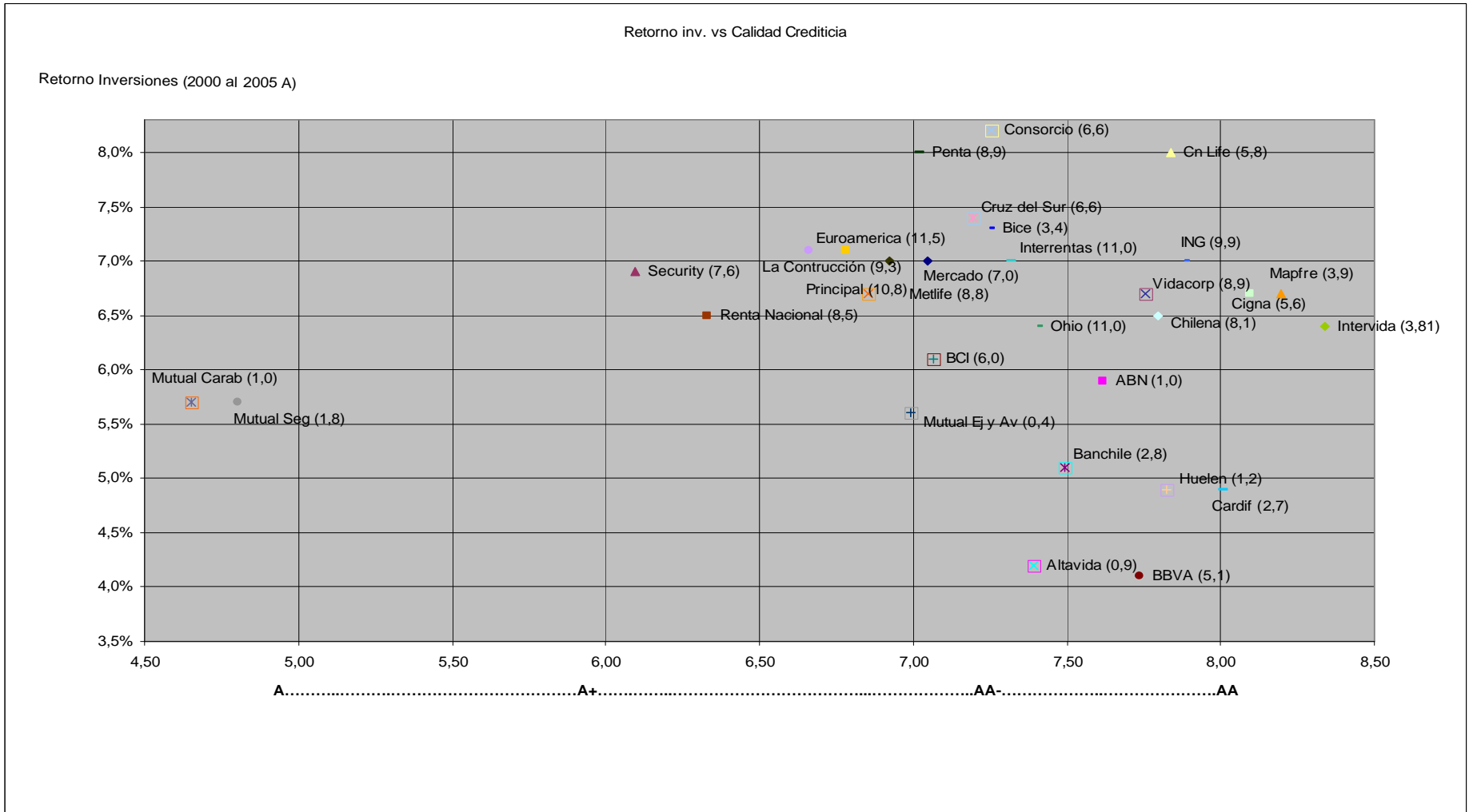
El anexo D muestra la relación entre endeudamiento y volatilidad del retorno. Se evidencia una gran dispersión en el endeudamiento de las aseguradoras, relacionada con el perfil de sus obligaciones de seguros y estructura de sus inversiones. Según se observa, no hay correlación entre el mayor endeudamiento y la volatilidad.

Como se puede apreciar, la industria tiende a concentrarse en torno a niveles de retorno y riesgo relativamente similares, pero con sesgos propios del mercado al cual se orientan.

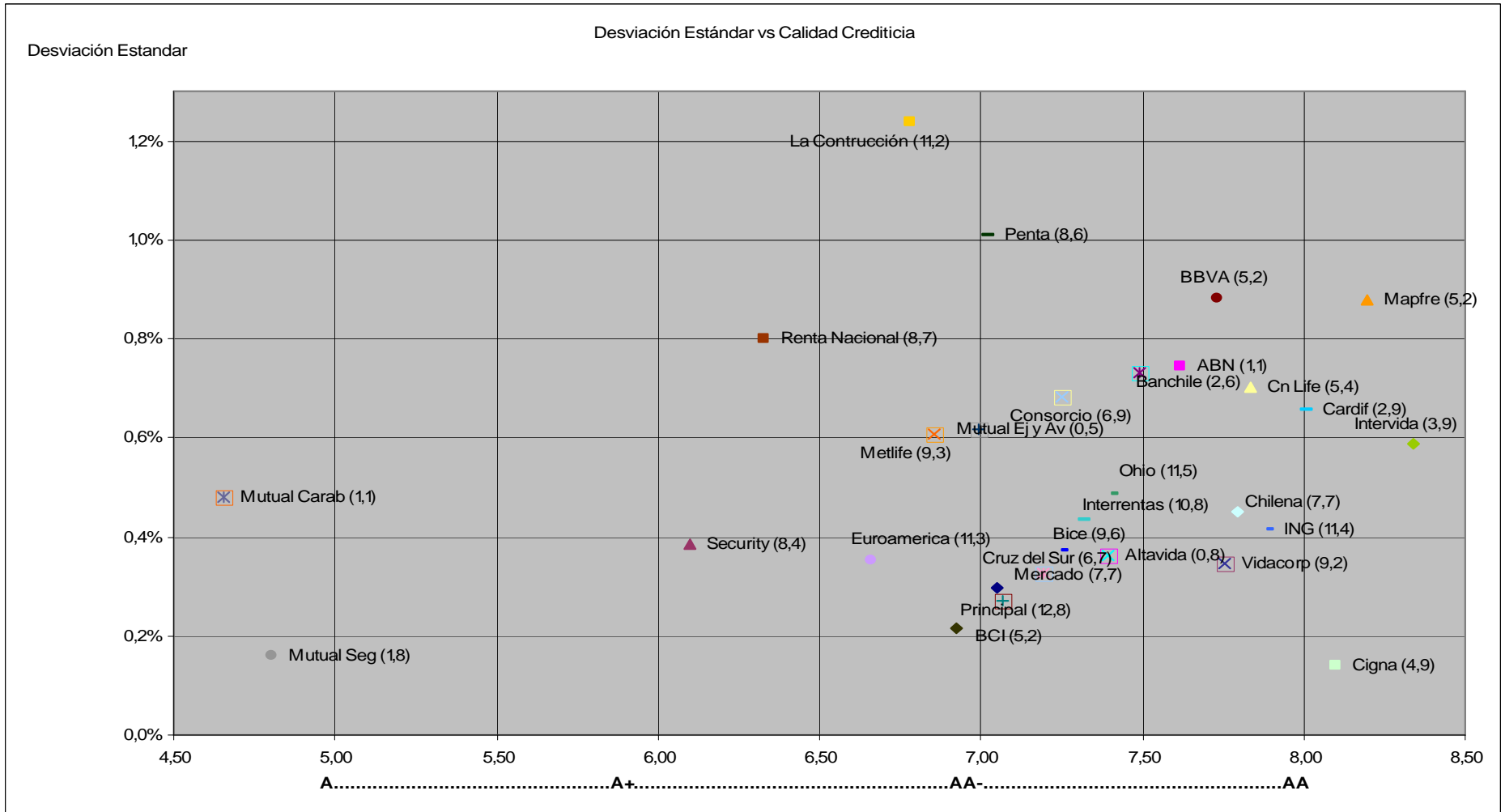
**ANEXO.A**



**ANEXO.B**



**ANEXO.C**



**ANEXO.D**

