

ROL DE LAS INVERSIONES EN LA SOLVENCIA DE LA INDUSTRIA DE SEGUROS DE VIDA

Contactos: Eduardo Ferretti - eduardo.ferretti@feller-rate.cl // Marianne Illanes - marianne.illanes@feller-rate.cl

Entre los aspectos fundamentales necesarios de evaluar al momento de analizar la solvencia de las compañías de seguros de vida se encuentra la capacidad de soporte de sus carteras de inversiones. Una alta cuota de dependencia en el cumplimiento de las obligaciones comprometidas con sus asegurados, tanto en la oportunidad como en la forma que cada contrato determina, descansa en la generación de ingresos de los activos financieros.

Por ello, periódicamente Feller Rate evalúa el desempeño de las carteras de inversiones de las compañías, de forma de contar con una visión global del comportamiento de los portafolios en relación con las obligaciones que cubren. El análisis intenta, además, proyectar el desempeño y las exigencias futuras, a la luz de los fenómenos cíclicos de mercado enfrentados desde agosto de 2007, de los cuales todavía persisten diversas incertidumbres. Finalmente, el análisis se focaliza en subrayar las principales fortalezas y riesgos que han venido enfrentando los diversos portafolios presentes en la industria, con énfasis en los impactos más recientes.

VISIÓN GLOBAL DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

En la tabla 1 se aprecia la evolución de la estructura financiera del mercado asegurador de vida, donde se aprecia una alta estabilidad en los diversos componentes de activos, pasivos y patrimonio. A junio de 2008, las reservas técnicas representaban el 84,8% de los pasivos de la industria; el 73,9% correspondía a reservas de rentas vitalicias, por lejos el pasivo más relevante. Las inversiones, por su parte, representaban el 96% de los activos totales.

No obstante, a lo largo de los años la composición de las reservas se ha ido modificando, aumentando el peso relativo de los seguros con Reserva de Valor del Fondo (Seguros con ahorro y APV). Por su parte, el patrimonio se ha mantenido relativamente estable, aunque su composición ha cambiado, aumentando las reservas y utilidades retenidas en relación al capital pagado. Esto es reflejo de una mayor madurez del ciclo de ventas de rentas vitalicias, debido a un relativo freno en la comercialización de esos

negocios, por tanto, con menos exigencias de capital fresco, pero también evidencia un periodo bastante extenso de favorables retornos de activos financieros, que fortalecieron las utilidades del sector.

Una mirada a la estructura de los principales ingresos y gastos de la industria permite apreciar que, entre 2002 y 2006, el retorno de inversiones aportó sobre el 30% de los ingresos totales de la industria, cayendo a sólo un 20% en 2008, lo que repercutió drásticamente en el retorno final del sector.

En cuanto a los gastos, se aprecian cambios en la composición relativa, atribuido a la reestructuración del portafolio de negocios, con creciente importancia de seguros masivos y bancarizados, incrementando los costos de siniestros y los gastos de operación atribuibles a la remuneración de los canales.

En relación con la distribución de la cartera de activos se ha observado un incremento en bienes raíces y en aquellos activos que respaldan las "Reservas de Valor del Fondo". Por su parte, las inversiones financieras, que actualmente representan el 82% del portafolio, se han configurado bajo diversas políticas de riesgo financiero, dependiendo de las características de los grupos controladores, evolucionando hacia portafolios focalizados fundamentalmente en controlar el riesgo de reinversión o hacia la búsqueda de combinaciones más eficientes de la relación riesgo/retorno.

Desde una perspectiva global, a lo largo de estos años las reservas técnicas, que contabilizan las obligaciones de seguros, han representado una proporción bastante estable de los pasivos totales. En tanto, las inversiones que respaldan estas reservas se han comportado muy similarmente. La diferencia entre ambas corresponde, en buena medida, al patrimonio que los accionistas de la industria deben aportar. Con esta estructura financiera y patrimonial, el Índice De Cobertura de inversiones sobre reservas técnicas se ha mantenido muy estable, en torno a 109% a lo largo del periodo analizado.

Tabla1: Evolución de la Estructura Financiera de Activos y Pasivos de Seguros de Vida

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Jun. 08
Activos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Inversiones	96,5%	95,8%	95,4%	95,0%	96,0%	95,8%	96,0%
Financieras	87,7%	86,6%	85,6%	84,5%	84,3%	82,6%	82,4%
Inmobiliarias y Similares	7,2%	7,2%	7,4%	7,7%	8,4%	9,4%	9,7%
Inversiones CUI	1,5%	2,0%	2,4%	2,8%	3,3%	3,8%	3,9%
Otros Activos	3,5%	4,2%	4,6%	5,0%	4,0%	4,2%	4,0%
Pasivos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Reservas Técnicas	86,0%	84,7%	84,3%	84,4%	84,0%	84,1%	84,8%
Rentas Vitalicias por Pagar	78,3%	76,6%	75,6%	75,2%	74,0%	73,5%	73,9%
Reservas SIS	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%	2,6%
Reservas Seguros no Prev.	3,8%	3,8%	4,0%	4,1%	4,3%	4,4%	4,6%
Reserva Valor del Fondo	1,5%	2,0%	2,4%	2,7%	3,3%	3,7%	3,8%
Otros Pasivos	14,0%	15,3%	15,7%	15,6%	16,0%	15,9%	15,2%
Total Pasivo Exigible	89,4%	88,3%	88,3%	88,7%	87,9%	88,1%	88,9%
Patrimonio	10,6%	11,7%	11,7%	11,3%	12,1%	11,9%	11,1%
Capital Pagado	7,7%	7,9%	7,4%	6,1%	5,8%	5,4%	5,1%
Reservas	3,0%	3,8%	4,3%	5,2%	6,2%	6,6%	6,0%

Tabla 2: Evolución de la Estructura de Resultados de Seguros de Vida

(Cifras de 12 meses)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Jun. 08
Total Ingresos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Prima Retenida Neta	68,3%	64,9%	67,5%	69,9%	65,1%	70,7%	79,3%
Resultado de Inversiones*	31,7%	35,1%	32,5%	30,1%	34,9%	29,3%	20,7%
Total Gastos	-98,4%	-91,9%	-92,7%	-94,0%	-89,9%	-92,8%	-100,9%
Costo de Rentas	-66,0%	-58,5%	-57,8%	-54,6%	-47,6%	-50,0%	-56,7%
Costo de Siniestros	-13,9%	-14,3%	-14,8%	-17,3%	-18,4%	-18,7%	-20,7%
Costo de Administración	-9,8%	-9,8%	-10,6%	-13,0%	-13,0%	-13,6%	-14,1%
Resultado de Intermediación	-4,8%	-4,4%	-4,6%	-5,2%	-4,7%	-4,9%	-5,4%
Ajuste Reservas	-3,3%	-3,9%	-4,4%	-3,9%	-5,1%	-4,6%	-3,8%
Otros Gastos	-0,5%	-1,0%	-0,5%	-0,1%	-1,2%	-0,9%	-0,2%
Resultado Neto	1,6%	8,1%	7,3%	6,0%	10,1%	7,2%	-0,9%

* Incluye Corrección Monetaria y Diferencia de Cambio.

Tabla 3: Evolución Indicadores Globales de Solvencia de la Industria

(2002-Junio 2008)

Indicadores Feller Rate	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Jun. 08
Índice de Cobertura	1,089	1,097	1,092	1,082	1,102	1,098	1,09
Endeudamiento Neto	8,86	7,91	7,94	8,13	7,53	7,66	8,40
Endeudamiento Técnico	8,61	7,66	7,65	7,79	7,23	7,35	8,07
Endeudamiento Financiero	0,29	0,29	0,32	0,37	0,32	0,33	0,37

Otra de las características relevantes de la estructura financiera, y pilar fundamental de la solvencia de la industria, es su Endeudamiento Neto, medido como reservas técnicas más pasivos con terceros, sobre el patrimonio, neto de activos no realizables. A junio de 2008, este indicador se encontraba por sobre las 8 veces, registrando un incremento respecto a los años anteriores, pero evidenciando amplia holgura respecto de la regulación aplicada al sector. A lo ancho de la industria la distribución del índice es muy amplia, lo que obedece a las políticas de capitalización y de administración de inversiones, además del foco de negocios.

Una propiedad fundamental de las inversiones es el retorno con que es capaz de contribuir al conjunto de ingresos de la operación. Dichos recursos, junto con los flujos de caja generados por las amortizaciones de cupones y la venta de cartera, son destinados a cumplir con las obligaciones contractuales de seguros y gastos operacionales. Por esta razón, reducciones al rendimiento promedio de las inversiones se traducen en incremento del riesgo del sector.

DISTRIBUCIÓN DE INVERSIONES

Las inversiones de la industria aseguradora de vida se distribuyen en un conjunto muy amplio de instrumentos, con diversas características de calidad crediticia, perfil de liquidez y riesgo operacional, básicamente sujeto a un marco de regulación que, hasta el momento, ha fomentado la mitigación del riesgo crediticio y de reinversión.

Durante el periodo de análisis y medido en porcentaje de participación, la cartera de renta fija ha disminuido, dando paso a una mayor proporción de inversión extranjera, bienes raíces y renta variable local. También destaca

la creciente proporción de la cartera en instrumentos CUI, destinados a respaldar las reservas "Valor del Fondo", segmento que no involucra riesgos patrimoniales relevantes en relación con la evolución de sus retornos o desempeño crediticio.

Una mirada desde la perspectiva de los flujos canalizados permite apreciar que entre 2002 y junio de 2008 se invirtió un stock neto de UF 250 millones, es decir, del orden de UF 46 millones anuales, dependiendo en cada periodo, fundamentalmente, de la dinámica de las rentas vitalicias.

Un 50% de los flujos se canalizó a renta fija, principalmente bonos corporativos. En tanto, la cartera del sistema financiero se redujo, al verse enfrentada a un durísimo escenario de prepagos de instrumentos hipotecarios. El flujo de inversión en mutuos se recuperó, después de haber transitado también por periodos de alto prepago. La cartera de papeles estatales también se fue reduciendo, debido a los bajos retornos asociados.

Las opciones se fueron abriendo a papeles emitidos en el extranjero, que captaron un 13% de las nuevas inversiones, mayormente de renta fija. La renta variable interna, tanto en acciones de Sociedades Anónimas abiertas como fondos de inversión, atrajo también una porción adicional.

La colocación en bienes raíces para renta o uso propio y contratos de leasing inmobiliario tuvo un empuje importante, captando el 16% de las colocaciones. Sin duda que el sector inmobiliario se ha convertido en un fuerte polo de inversión, atrayendo no sólo a inversionistas institucionales locales sino también a fondos de inversión extranjeros, que han ido incrementando sus posiciones en el territorio.

El creciente interés en las carteras de mutuos hipotecarios endosados refleja la motivación de las administradoras ligadas a las propias aseguradoras por participar en un nicho que genera amplias sinergias para los inversionistas del sector.

Tabla 4: Cartera de Inversiones

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Jun. 08
Inversiones	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Financieras	91,0%	90,4%	89,7%	88,9%	87,7%	86,2%	85,8%
Renta Fija	83,0%	82,7%	81,1%	79,9%	75,2%	72,4%	72,5%
Renta Variable	4,3%	4,7%	5,2%	4,9%	5,7%	5,8%	5,0%
Inversiones en el Extranjero	2,5%	1,8%	2,3%	3,1%	5,3%	6,2%	5,9%
Otras Inversiones	1,2%	1,2%	1,2%	1,0%	1,6%	1,9%	2,4%
Inmobiliarias y Similares	7,5%	7,5%	7,7%	8,1%	8,8%	9,8%	10,1%
Inversiones CUI	1,5%	2,1%	2,6%	3,0%	3,5%	3,9%	4,0%

Los principales activos extranjeros se clasifican como bonos de sociedades financieras y corporaciones, y representan actualmente sobre el 60% de ese tipo de instrumentos. En general, se pueden calificar como notas estructuradas, bonos bullets o cero cupones, emitidos o gestionados por instituciones financieras o corporaciones internacionales, que son utilizadas por las aseguradoras para cubrir fundamentalmente sus pasivos de largo plazo.

Como consecuencia de la crisis subprime, el valor de mercado de algunas de estas inversiones sufrió ajustes significativos. Por ello, se debieron aplicar criterios conservadores de valorización, provisionando reservas patrimoniales, que generaron impactos de alguna relevancia en los retornos, que se hicieron más evidentes durante el primer trimestre de 2008.

Ante la incertidumbre existente, tanto desde la perspectiva del valor de mercado como de las revisiones efectuadas a sus clasificaciones de riesgo, parece del todo razonable optar por provisionar reservas patrimoniales a la espera de una mayor estabilización de los mercados financieros y una recuperación de los spreads.

Los índices de precios de las bolsas también han continuado mostrando volatilidad, siguiendo las tendencias mundiales de la inflación y tasas de interés, por lo que todavía es incipiente asegurar un pronóstico alentador para el corto o mediano plazo de la renta variable en general.

CALIDAD CREDITICIA

En el último tiempo diversos factores han modificado los fundamentos del perfil de riesgo de las carteras de inversiones. Y aunque en la suma del análisis no se perciben ajustes significativos al perfil de riesgo crediticio global, es necesario hacer un análisis más acabado de cada uno de los elementos que pueden incidir en la calidad y solvencia de los activos, puesto que para cada aseguradora ello puede significar un impacto relativo distinto.

Entre los factores crediticios más importantes es posible mencionar, al menos, los siguientes:

- ajustes al perfil de riesgo de las aseguradoras internacionales de bonos, también conocidas como "monoliners", que garantizan bonos locales de infraestructura;
- incremento del riesgo financiero de las contrapartes de las notas estructuradas y bonos extranjeros en general; y
- factores de presión macro y microeconómicas al interior de nuestra propia economía.

Entre estos últimos se puede destacar: alzas en las tarifas de producción de energía eléctrica, alzas de los costos del combustible, volatilidad del dólar, presiones diversas en los costos laborales, incremento de la inflación interna y presiones sobre la productividad.

En el sector financiero, tanto internacional como local, es posible observar también

Tabla 6: Riesgo Crediticio de la Cartera Global

Tipo de Instrumento	Mar. 08
Estatales (AAA por definición)	11,6%
Instrumentos con Clasificación CCR:	54,5%
AAA	14,8%
AA	27,7%
A	11,7%
BBB	0,3%
Renta Fija sin clasificación	0,2%
Cartera sin rating local	33,9%
Total	100,0%

Fuente: cifras de SVS y ratings de CCR.

contracción en el crédito bancario, a la par de la desaceleración que están manifestando las diversas economías, reducción de la liquidez, además de un incremento en las provisiones de cartera riesgosa y alzas en las tasas de interés.

En el sector externo ello es la resultante de escenarios de contracción en la actividad económica norteamericana y de los altos precios de los "commodities". También es consecuencia de la aplicación de criterios más conservadores por parte de las instituciones financieras, como resultado de la crisis de mercado que se viene enfrentando.

Con el propósito de evaluar el comportamiento crediticio y de solvencia de

Tabla 5: Colocación Neta Anual Relevante

(Miles de UF)

	Cartera a Dic. 2002	Diversificación a Dic. 2002	Incremento en flujo 2002-Jun. 08	Distribución porcentual del incremento	Cartera a Jun. 2008	Diversificación a Jun. 2008
INVERSIONES	531.853	100,0%	250.572	100,0%	782.425	100,0%
FINANCIERAS	483.720	91,0%	187.924	75,0%	671.644	85,8%
Renta Fija	441.183	83,0%	125.957	50,3%	567.140	72,5%
Títulos de Deuda Estado y Banco Central	99.340	18,7%	-18.329	-7,3%	81.011	10,4%
Títulos de Deuda Sistema Bancario y Financiero	159.029	29,9%	-4.135	-1,7%	154.895	19,8%
Títulos de Deuda Sociedades Inscritas en S.V.S.	126.771	23,8%	114.521	45,7%	241.292	30,8%
Mutuos Hipotecarios Endosables	56.043	10,5%	33.900	13,5%	89.943	11,5%
Renta Variable	22.754	4,3%	16.189	6,5%	38.943	5,0%
Acciones	14.729	2,8%	7.360	2,9%	22.089	2,8%
Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas	13.917	2,6%	6.454	2,6%	20.371	2,6%
Cuotas de Fondos de Inversión	5.233	1,0%	7.598	3,0%	12.832	1,6%
Inversiones en el extranjero	13.229	2,5%	33.180	13,2%	46.409	5,9%
Bonos Sociedades o Corporaciones Extranjeras	1.705	0,3%	26.281	10,5%	27.986	3,6%
INMOBILIARIAS Y SIMILARES	39.890	7,5%	39.450	15,7%	79.340	10,1%
Bienes Raíces	38.702	7,3%	39.642	15,8%	78.344	10,0%
Bienes Raíces Urbanos	21.154	4,0%	16.982	6,8%	38.136	4,9%
Bienes Raíces en Leasing	17.516	3,3%	22.657	9,0%	40.173	5,1%
Inversiones CUI	8.242	1,5%	23.198	9,3%	31.441	4,0%

los activos se recurre a las clasificaciones de riesgo en escala local, vigentes a la fecha más reciente, utilizadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR). El procedimiento utilizado consiste en agrupar los instrumentos conforme a la clasificación de riesgo asignada al emisor, sobre la base de la distribución y clasificación de las inversiones, informada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), a la fecha, disponible a marzo de 2008. Para efectos de ampliar la base de medición se ha asignado a las acciones la clasificación de solvencia del respectivo emisor, incorporando un 3% de activos adicionales, la gran mayoría entre "A" y "AA".

De la tabla 6 es posible concluir que cerca del 70% de la cartera cuenta con una solvencia públicamente conocida y evaluada por al menos dos de las cuatro agencias de rating que operan en Chile, bajo el régimen de la Ley de Mercado de Valores.

La distribución de riesgos en escala local es muy sólida. Un 54% de la cartera cuenta con una muy alta capacidad de pago (AA o superior o con garantía estatal equivalente a AAA), en tanto que sólo el 12% es evaluado en riesgo A, definido de todas formas como "una muy buena capacidad de solvencia crediticia". El rango de categorías A se diferencia de aquellas de calidad superior, por contemplar alguna probabilidad de deterioro de la solvencia, ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

No obstante que la ley autoriza hasta un 5% de la inversión en activos de renta fija privada o soberana, con baja calidad crediticia o sin rating público, prácticamente no se encuentran activos de esta naturaleza en el entorno local.

En tanto, un 34% de la cartera no cuenta con clasificación de riesgo en escala local. Este ítem está constituido por inversiones extranjeras, bienes raíces, la mitad de ellos contratos de leasing, mutuos hipotecarios, fondos mutuos y de inversión, más otros activos menores.

La creciente inversión en instrumentos extranjeros ha ido incrementando la base de inversiones sin clasificación de riesgo en escala local. No obstante, estas inversiones se ciñen a un marco regulatorio que, entre otros aspectos, exige calificaciones como mínimo en categoría "BB" en escala internacional para la renta fija y requisitos de presencia, liquidez y riesgo soberano del país en que se transan aquellos instrumentos de renta variable.

Tabla 7: Distribución Sectorial de la Cartera Local

(A Marzo 2008, MMS)

Sector	Inversión en RF	Acciones	Total	Composición
DP's LH y Bonos Bancarios	3.164.169	51.216	3.215.385	32,0%
Garantía Estatal	2.555.964	0	2.555.964	25,5%
Servicios Públicos	1.330.050	182.252	1.512.302	15,1%
Infraestructura	1.069.182	0	1.069.182	10,7%
Inversiones e Inmobiliarias	302.098	50.120	352.217	3,5%
Comerciales y Distribuidoras	260.699	79.043	339.742	3,4%
Productos y Servicios Diversos	233.676	66.612	300.288	3,0%
Securizadoras	292.187	0	292.187	2,9%
Alimenticio y Bebidas	165.885	22.739	188.624	1,9%
Metalmecánicas	64.485	6.505	70.990	0,7%
Agropecuarias y Forestales	61.879	2.324	64.203	0,6%
Marítimas y Navieras	26.763	2.629	29.392	0,3%
Mineras	16.030	6.214	22.244	0,2%
Construcción	18.337	212	18.548	0,2%
Total	9.561.404	476.277	10.037.681	100,0%

Fuente: SVS.

Uno de los efectos colaterales de la crisis subprime ha estado vinculado a presiones sobre el perfil crediticio de las entidades financieras, muchas de ellas contrapartes de las inversiones efectuadas por la industria. Una proporción de estas instituciones ha enfrentado bajas de calificaciones lo que pudiera repercutir en la capacidad futura de algunas inversiones para continuar cubriendo las reservas y patrimonio de riesgo.

Ello incorporaría presiones adicionales sobre el patrimonio y flexibilidad financiera de las aseguradoras, cuyos test de solvencia se verían más ajustados.

El perfil de riesgo de la cartera está también vinculado a la distribución sectorial de la cartera. La tabla 7 muestra la diversificación por sector de las inversiones en bonos y acciones, activos que representan un 34% del total de las inversiones. Destaca la inversión en el sector financiero y estatal, que en conjunto cubren cerca del 60% del segmento. Los instrumentos de deuda de infraestructura representan alrededor del 11% de la cartera. La mayoría de estas inversiones se encuentran garantizadas por aseguradoras de bonos, conocidas como "monoliners" o "bond insurers". Producto del impacto crediticio de la crisis subprime algunas instituciones sufrieron pérdidas patrimoniales de relevancia, que derivaron en reducción de su calidad crediticia y rating de solvencia, lo que se ha traducido en algunos ajustes a la calidad de las inversiones locales.

DESEMPEÑO DEL RETORNO DE INVERSIONES

Entre las características que permiten discriminar el perfil de las inversiones de las compañías, el retorno y su volatilidad son aspectos claramente diferenciadores. Feller Rate analiza estos índices sobre la base del ingreso neto y la cartera promedio, determinados sobre la base de la información pública trimestral.

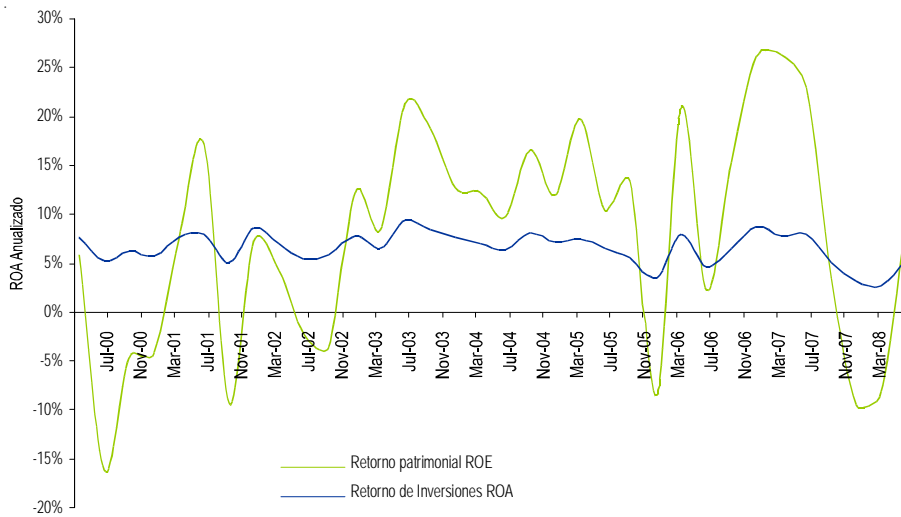
El gráfico 1 contiene información relevante para el periodo marzo de 2000 a junio de 2008. Este muestra la evolución de dos índices: el retorno global de la cartera y el retorno patrimonial, donde se puede apreciar la correlación existente entre ambos.

Como se observa en el gráfico 1, el retorno medio de la cartera de inversiones es bastante estable a través del tiempo, registrando una volatilidad (desviación estándar) de 1,6% para una rentabilidad media de 6,6%. Por su parte, en los siete años del estudio la rentabilidad promedio, sólo de las acciones, ha sido del 13,2% anual, pero con una volatilidad muy alta, del 32,1%.

El desempeño de las inversiones extranjeras ha sido menos favorable, reportando un rendimiento promedio de -1,3% y una volatilidad de 20,2%, incluido los costos de las diferencias de cambio. La tabla 8 muestra también que, en el periodo analizado, la cartera de renta fija por sí sola ha obtenido retornos similares al índice global, pero con una volatilidad significativamente inferior.

Gráfico 1: Comparación ROA v/s ROE

(2000-Junio 2008)



Desempeño de la renta fija

Con poco más del 80% de los ingresos, la cartera de renta fija local es el principal componente generador de estabilidad y fortaleza en el retorno medio de inversiones. En los últimos años, el rendimiento promedio de la renta fija ha enfrentado reducciones, como resultado de las deprimidas tasas de interés registradas en el mercado financiero, exacerbado, además, por extensos periodos de prepagos.

La maduración normal de las carteras de activos de renta fija obliga a reinvertir cada año una proporción de activos excedentes, presionando a ajustes en el devengo. Los recursos que se generan mes a mes, producto de las ventas de seguros, especialmente rentas vitalicias, y de los vencimientos de cupones del portafolio de renta fija, deben ser reinvertidos a plazos y con rendimientos acordes a las obligaciones cubiertas, de modo de fortalecer las estructuras financieras y no reducir la solvencia.

Al enfrentarse "gaps" entre la oferta y demanda de instrumentos de inversión, la dificultad para encontrar activos con plazos y tasas de rendimiento acordes a los compromisos existentes genera presiones de descalce y alzas en el riesgo de reinversión. Esto ha llevado a las aseguradoras a la búsqueda de nuevas alternativas de inversión en renta fija, como mutuos hipotecarios, contratos de leasing inmobiliario e instrumentos en el extranjero, muchos de estos

Producto de los diversos ajustes y crisis de mercado enfrentadas desde agosto de 2007, se ha manifestado una creciente volatilidad en los retornos, lo que se traduce también en presiones patrimoniales. En el gráfico 2 se aprecia la evolución de la rentabilidad patrimonial, del retorno de las acciones y de la cartera de renta fija, para un índice promedio móvil de dos años. La correlación es muy alta y permite explicar alrededor del 90%, reafirmando la trascendencia de la gestión de inversiones.

algunos meses más, hasta que se logre alcanzar niveles de actividad económica, precios de "commodities" y del sector inmobiliario norteamericano más sólidos y estables. En el entorno local, la rentabilidad de las inversiones de renta variable debiera tender a reflejar la solidez de sus proyecciones y fundamentos de largo plazo.

La industria ha enfrentado diversos escenarios de desfavorables retornos trimestrales para el segmento de renta variable con efectos adversos sobre la rentabilidad patrimonial. No obstante, como se aprecia en el gráfico, los ciclos positivos de los precios de mercado de los activos han jugado en favor del retorno patrimonial de la industria en una alta proporción del periodo analizado. Incluso más, en los últimos dos años la renta variable ha rentado por sobre el 15%, contra menos del 7% que ha reportado la renta fija.

La extensión temporal que registren los efectos financieros de la crisis de los mercados subprime es materia de variadas interpretaciones, existiendo algunos signos de recuperación. No obstante, la volatilidad de los mercados podría extenderse durante

Gráfico 2: Evolución del riesgo/retorno promedio móvil

(2000-Junio 2008)

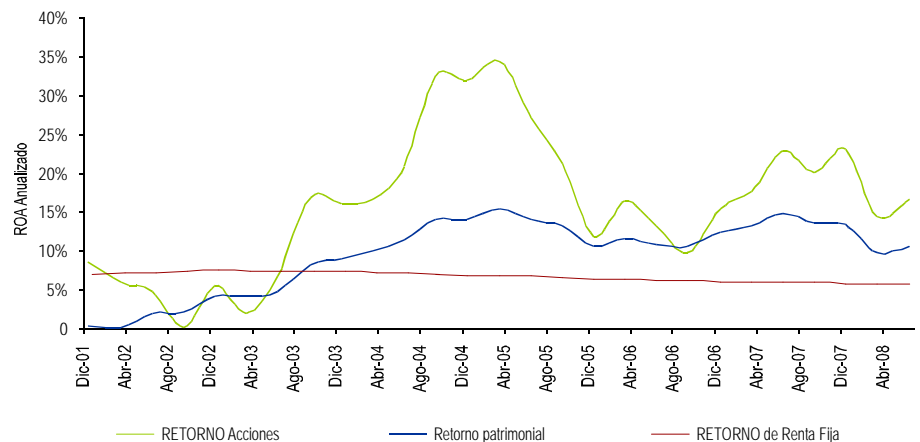


Tabla 8: Desempeño de Inversiones

(Marzo 2000-Junio 2008)

	Promedio	D. Std.
Retorno de Inversiones (RI)	6,6%	1,6%
Retorno de Renta Fija	6,7%	0,7%
Retorno Renta Variable (RRV)	10,4%	24,0%
Retorno Acciones	13,2%	32,1%
Retorno Invers Extranjeras	-1,3%	20,2%
Retorno Patrimonial (RP)	7,9%	11,2%

complementados con coberturas de reajustabilidad de la moneda, que los facultan para ser incorporados al sistema de calce de las reservas de rentas vitalicias. Ello ha logrado reducir las tasas de reinversión calculadas por el test de suficiencia de activos aplicado por el regulador.

La demanda de los inversionistas institucionales por bonos de renta fija expresados en UF seguirá siendo elevada, no sólo por la presión inflacionaria, sino también por la demanda de largo plazo generada por la captación de rentas vitalicias, por lo que se estima que las emisiones corporativas presupuestadas para el año 2008, del orden de UF 18 millones, enfrentarán una sobredemanda y altos precios. De esta forma es poco probable que las tasas de rentabilidad de estas inversiones logren repuntes de relevancia, manteniendo la presión sobre el devengo promedio de la cartera. Por otra parte, eventuales rebajas a los ratings de las notas estructuradas y bonos extranjeros en

calce podría generar una presión adicional ante la necesidad de reposicionar las inversiones de largo plazo. Y, aunque los spreads de estos papeles puedan reposicionarse en niveles más favorables, el riesgo financiero que continúa latente desincentiva su utilización.

PROYECCIONES

Los escenarios de mayor volatilidad que han estado enfrentando las entidades aseguradoras han puesto a prueba las diversas estrategias y políticas de gestión de activos, además de la capacidad de reestructurar carteras bajo presiones de mercado y de rentabilidad exigida por sus pasivos. También pone a prueba el funcionamiento del marco regulatorio y de medición de solvencia incluyendo, por cierto, el desempeño de las agencias de clasificación crediticia.

Recientemente el marco regulatorio de inversiones ha enfrentado ajustes, flexibilizando las exigencias para inversiones de respaldo de reservas técnicas más patrimonio de riesgo, autorizando nuevas clases de activos, sin exigencias de clasificación crediticia ni mercado secundario. En otras palabras, se le entrega a la política de inversiones de cada aseguradora una alta cuota de responsabilidad para diseñar el perfil de riesgo. Ya algunas aseguradoras han inscrito prospectos para estas nuevas inversiones.

En el mediano plazo, el marco regulatorio contempla nuevos cambios, relacionados con

el régimen de solvencia, de administración de riesgos y de gobiernos corporativos, que otorgará una amplia flexibilidad en la elección de activos para respaldar reservas y patrimonio, asignando al Directorio de cada entidad alta flexibilidad para definir las políticas de inversiones. Todo ello bajo un régimen de medición del capital de solvencia determinado sobre la base de evaluaciones de riesgos financieros, técnicos y operacionales, aplicables por tipo de activos y pasivos, además del entorno de riesgos operacionales que cada aseguradora enfrenta.

De esta forma, cada Directorio se verá enfrentado a la responsabilidad de diseñar políticas de inversiones acordes al perfil de riesgo del accionista, a la disponibilidad de capital para respaldar su estructura de negocios y a las características de sus obligaciones con el público.

Los cambios propuestos apuntan en el mismo sentido que transitan las normas internacionales, tales como Solvencia II, por ejemplo, aplicadas actualmente en la Comunidad Económica Europea, destinadas a fortalecer la solvencia sobre la base de mecanismos dinámicos de análisis de riesgo que tomen en consideración las estructuras de conglomerados.

Por otra parte, en el último tiempo se ha comenzado a perfilar la reforma MKIII, destinada a dar un impulso adicional relevante a la industria financiera y al mercado de capitales. La aplicación de este nuevo paquete de reformas dotará a las aseguradoras de nuevas oportunidades de inversión.