

LAS INVERSIONES DEL SECTOR ASEGURADOR ESPAÑOL, 1984-2015

1.- Introducción

Los poderes públicos deben velar por la protección de los asegurados¹, y por este motivo, el sector asegurador es una de las actividades económicas con mayor regulación. Así pues, el supervisor evalúa trimestralmente la situación financiera de las entidades, con especial énfasis en la solvencia, para que las compañías aseguradoras puedan hacer frente a sus obligaciones presentes y futuras. Solo de esta manera se puede garantizar que, en el momento que ocurra un siniestro, la entidad aseguradora sea capaz de respetar los compromisos adquiridos en el momento de la suscripción de la póliza. En consecuencia, resulta de interés analizar la naturaleza de las inversiones de las entidades, para determinar si su grado de solvencia es suficiente.

Esta investigación pretende responder a la cuestión primordial de cómo ha gestionado el sector asegurador español sus inversiones desde la entrada en Europa. Para ello, se examina el comportamiento de diversas variables financieras de la cartera de inversiones para el periodo 1984-2015 y se comparan determinados aspectos con lo sucedido en el ámbito europeo. Este periodo temporal conforma una unidad de análisis desde el punto de vista legislativo, en un contexto histórico de fuertes transformaciones económicas y sectoriales.

El inicio del periodo objeto de estudio de este artículo, el año 1984, viene determinado por la entrada en vigor de la Ley 33/1984, de Ordenación del Seguro Privado, de 2 de agosto de 1984. Esta ley supuso la ruptura con la ley del año 1954, impulsando la modernización y liberalización del sector. Durante el periodo analizado (1984-2015), el marco asegurador ha estado regulado también por la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados y por el Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, por el cual se aprueba el texto refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados. Estas dos disposiciones normativas han adoptado el ordenamiento jurídico comunitario y han adaptado la legislación a la evolución de la actividad aseguradora, pero no han supuesto un cambio radical en el modelo asegurador. El final del periodo analizado, el año 2015, viene marcado por la entrada en vigor de Solvencia II, el 1 de enero de 2016. Esta Directiva europea sí que ha

¹ Así lo ha establecido la exposición de motivos del ordenamiento jurídico asegurador español a lo largo del periodo analizado: 1) Ley 33/1984, de 2 de agosto, de Ordenación del Seguro Privado, 2) Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, 3) Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, por el cual se aprueba el texto refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, y 4) Ley 20/2015, de 14 de julio, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras.

implicado una rotura con la legislación anterior. Solvencia II consagra el control y medición de los riesgos como uno de los principios rectores de la gestión de las entidades aseguradoras, y establece el capital necesario que debe mantener una entidad para afrontar el riesgo de insolvencia.

El Cuadro 1 ilustra la creciente importancia del sector asegurador en el marco de la economía española. El despegue experimentado por el sector asegurador español durante los últimos treinta años se ha atribuido a dos factores. El primero de ellos es el crecimiento económico conseguido por la sociedad española. El segundo motivo es la eliminación de la legislación intervencionista franquista, que requería la aprobación previa de las pólizas y las tarifas, y a la liberalización de las inversiones que introdujo la Ley 33/1984 (Tortella, 2014). Esta ley adecuó el ordenamiento jurídico del sector a las leyes europeas, para facilitar el encaje en el seno de la Comunidad Económica Europea (CEE), donde España no ingresó hasta 1986.

Cuadro 1
El sector asegurador español en la economía española

| Magnitud | 1984 | 2015 |
|---|----------------------|---------|
| Tasa de penetración (primas / PIB) | 1,99% | 5,28% |
| Tasa de densidad (primas / habitante) | 80 € | 1.224 € |
| Cuota de mercado del seguro español en el mundo | 0,54% ¹ | 1,35% |
| Distribución por ramos | | |
| - Vida | 11,61% | 45,19% |
| - No vida | 88,39% | 54,81% |
| Ahorro financiero de las familias en productos aseguradores | 1,70% ¹ | 10,70% |
| Número de entidades operativas | 610 | 267 |
| Cuota de mercado de las 10 primeras entidades | 29,84% ² | 48,04% |
| Margen de solvencia | 228,10% ³ | 299,60% |
| Saldo inversor del sector asegurador respecto al PIB | 3,29% ⁴ | 21,03% |
| Tasa de inversiones sobre primas | 1,06 ⁴ | 3,98 |

Fuente: DGSFP, ICEA, Inverco y Swiss Re.

¹ Dato correspondiente a 1985. / ² Dato correspondiente a 1990. / ³ Dato correspondiente a 2000.

⁴ Dato correspondiente a 1986.

En perspectiva histórica internacional, cabe señalar que el primer teórico que estructuró unos postulados en relación a cómo debían invertirse las reservas de las entidades aseguradoras fue A. H. Bailey en el año 1861 en el Reino Unido. Según Bailey, el principio rector indiscutible era la preservación del capital. Por consiguiente, las entidades debían invertir en activos que proporcionaran ingresos regulares y una garantía de la devolución del capital invertido. En la época victoriana, sin inflación, los activos que mejor encajaban en esa descripción eran las obligaciones y las hipotecas. Su pensamiento influyó en los gestores de las carteras de inversiones hasta la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, a partir de 1927, aparecen voces discordantes. H. E. Raynes propone destinar una mayor parte de las inversiones hacia la renta variable, para

luchar contra la inflación creciente y también como mecanismo de obtención de mayores ganancias. En esos momentos, el mercado bursátil de Londres ya presentaba gran profundidad y liquidez. Al mismo tiempo, los gestores fueron adquiriendo experiencia en la selección y control de riesgos de las acciones que adquirían, hasta que en el año 1954 la renta variable llegó a ser el principal activo de las carteras de inversión de las compañías aseguradoras británicas (Baker y Collins, 2003).

Los orígenes de la actividad aseguradora moderna se sitúan en el Reino Unido y se vinculan a la expansión del comercio internacional y a la industrialización, en la segunda mitad del siglo XVIII (Borscheid, 2012). La primera ola de globalización tuvo lugar en la década de 1870, cuando las primeras multinacionales francesas, inglesas, estadounidenses y alemanas desembarcaron en España en búsqueda de crecimiento en un mercado por desarrollar. Su influencia fue notable en todos los sentidos. En ese panorama no regulado, la inversión era libre y las multinacionales tenían sus reservas invertidas en valores extranjeros y depositados en sus países de origen. Más adelante, en el año 1909, el Estado fijó una lista de valores elegibles (valores públicos españoles o extranjeros; obligaciones o cédulas hipotecarias industriales o comerciales; inmuebles o préstamos hipotecarios), empezando el camino hacia el intervencionismo y restringiendo el universo de inversión. En 1922, el creciente nacionalismo económico impuso que la totalidad de las reservas debían ser depositadas en España y que como mínimo el 25% de las reservas debían ser invertidas en deuda pública española (Pons, 2003 y 2008). Posteriormente, la elevada inflación del periodo franquista empujó con fuerza a las entidades aseguradoras hacia la inversión inmobiliaria, como cobertura ante la erosión monetaria (Greene, 1972). A diferencia de otros mercados como el inglés o el norte-americano, la renta variable española no era una alternativa viable de inversión, puesto que la bolsa española carecía de la profundidad y liquidez necesarias (García Atance, 1986).

En el año 1976, Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones (ICEA) encargó al *Stanford Research Institute* que redactara un plan estratégico para el sector asegurador español, que identificara los principales problemas del sector. Su diagnóstico fue: (1) atomización empresarial, (2) baja productividad y excesivos gastos, (3) calidad de gestión inferior a la media europea y (4) escaso desarrollo del ramo vida (Tortella, 2015).² En función de los datos disponibles, al menos tres de las problemáticas se han solucionado durante el periodo de tiempo analizado. Primeramente, se puede afirmar que la atomización ya no es una característica del mercado asegurador español del año 2015, ya que sólo cuenta con 267 entidades, frente a las 718 entidades del año 1976. El proceso de consolidación ha corrido en paralelo a la concentración empresarial que también han experimentado la mayoría de sectores aseguradores de la Europa Occidental con la formación del mercado único. En segundo lugar, los gastos de gestión han disminuido desde el 45% de

² ICEA es una organización, fundada el año 1963, que aglutina 200 entidades aseguradoras, las cuales generan un volumen de negocio que representa el 95% de las primas totales del sector y realiza estadísticas y estudios sobre el sector asegurador.

las primas, el año 1980 (Picazo, 1995), hasta el 16% el año 2015³. La productividad también se ha disparado, puesto que la plantilla se ha mantenido estable alrededor de los 45.000 trabajadores, mientras que las primas han repuntado con fuerza. En relación con la cuarta problemática, el ramo vida se ha desarrollado con fuerza, pasando de representar el 12,62% de las primas el año 1975, al 45,19% en el año 2015. La cuestión relativa a la calidad de gestión ya es más difícil de medir.

Las entidades aseguradoras son inversores institucionales con una elevada reputación, y son consideradas como agentes del mercado bien informadas. Por tanto, tienen capacidad de influir en las decisiones de los inversores minoristas, los cuales pueden verse motivados a seguir sus pasos (Scott, 2002). Por otro lado, se estima que el sector asegurador es un inversor institucional que fomenta una asignación de capitales en la economía más eficiente que la asignación de capitales que podrían llevar a cabo los ahorradores y los inversores minoristas, ya que las entidades aseguradoras disponen del tiempo, los recursos y la habilidad de reunir la información necesaria para evaluar los proyectos de inversión que se les presentan. De esta manera, mediante la canalización de una parte de los ahorros de la población, las entidades aseguradoras contribuyen a alcanzar un crecimiento económico más fuerte y desarrollan el mercado de capitales (Skipper, 1997).

Por otro lado, se ha observado que hay una relación entre la composición de los activos de las entidades aseguradoras y la formación de capital de un estado. Cuando una entidad aseguradora decide no invertir, porque tiene una visión negativa de la evolución del mercado, incrementa los saldos de tesorería y detrae capitales de los segmentos del mercado de capitales más arriesgados (renta variable y fondos de capital riesgo, por ejemplo). En cambio, si los gestores de la entidad aseguradora se muestran esperanzados con el futuro, decidirán invertir una mayor proporción de sus activos en posiciones más arriesgadas y facilitarán la obtención de financiación a los emprendedores más arriesgados, aumentando el ritmo de formación de capital del estado (Clayton, 1951). Para analizar el impacto de esta cuestión, se debe observar la evolución de la tesorería en la distribución de activos. Pues bien, en el periodo observado, las entidades aseguradoras españolas han mantenido una media del 15,60% de sus inversiones en tesorería (saldos bancarios, *repos*, pagarés y otros activos del mercado monetario). Si se subdivide el periodo en dos periodos iguales, de 16 años cada uno, la media ha disminuido del 17,00% al 14,10%. Por tanto, las entidades aseguradoras españolas han disminuido el efecto deflacionario que venían ejerciendo al principio del periodo, poniendo el dinero a trabajar en mayor medida.

Así pues, en este proceso de transformación del sector asegurador, resulta de interés conocer con mayor detalle las características de las inversiones del sector y cómo han evolucionado en el tiempo. El objetivo de este estudio es examinar la fortaleza del sector asegurador español entre 1984 y 2015 a través del análisis de sus inversiones y de

³ Los gastos de gestión engloban los gastos de administración (2,50% sobre las primas imputadas) y los gastos de adquisición (13,50% sobre las primas imputadas). Véase ICEA (2016), p. 37.

los cambios en la composición de la cartera y conocer cómo han gestionado las entidades aseguradoras sus inversiones en el contexto de reducción de tipos de interés.

Las fuentes de información utilizadas en la elaboración de este estudio son de tres tipos: estadísticas, legales y descriptivas. Se han reunido datos provenientes de los estudios anuales elaborados por ICEA, a partir de los datos suministrados voluntariamente por las entidades aseguradoras; así pues, la representatividad de estos datos no es homogénea en el tiempo, en el sentido de que, en cada informe anual de ICEA, no participa el mismo número de entidades aseguradoras, ni el volumen de inversiones de estas entidades representa el mismo porcentaje a lo largo del tiempo. Sin embargo, los datos de ICEA constituyen la mejor aproximación disponible para la identificación de las características financieras de la cartera de inversiones del sector, más allá de la clasificación contable que ofrecen las estadísticas anuales de la DGSFP.

La estructura de este texto se organiza de la siguiente manera. La segunda Sección apunta la relación positiva entre actividad económica y crecimiento del sector asegurador, contextualiza el marco sectorial y subraya los principales hitos legislativos referentes al sector asegurador español. En la tercera Sección se expone la evolución de las características de la cartera de inversión de las entidades aseguradoras españolas en el periodo de referencia. En la cuarta Sección se extraen las conclusiones de este análisis y finalmente en la quinta Sección se esbozan posibles áreas de investigación futuras.

2.- El camino hacia la europeización

El sector asegurador español ha protagonizado un intenso proceso de consolidación en el periodo de referencia. El número de compañías operativas ha pasado de 610 en 1984 a 267 entidades en 2015. En relación a la naturaleza jurídica, 233 eran sociedades anónimas (87,27%), 31 mutuas (11,61%) y 3 compañías reaseguradoras (1,12%). A continuación se exponen los diversos factores que han motivado la reestructuración: (1) la implantación de una legislación más restrictiva, (2) la tarea de saneamiento impulsada por la autoridad supervisora, fundamentalmente a través de la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras (CLEA), (3) el desembarco de los campeones internacionales, después de la liberalización introducida con la licencia única del año 1992 y (4) el darwinismo empresarial, que acaba seleccionando las compañías mejor adaptadas al creciente entorno competitivo.

Según datos oficiales de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP), en el año 2015, el sector asegurador español generó un volumen de negocio de 57.073 millones de euros, equivalentes al 5,28% del Producto Interior Bruto (PIB) español, mientras que en el año 1984 el volumen de primas era de 3.050 millones de euros, lo que representaba el 1,99% del PIB.⁴ Se considera que el sector asegurador

⁴ DGSFP es el organismo administrativo que depende del Ministerio de Economía y Competitividad que tiene encomendada la supervisión financiera de las entidades aseguradoras.

hora de determinar la curva de tipos de interés. El tipo de interés oficial de intervención se utiliza para aquellas operaciones que tienen como finalidad la financiación de la cobertura de los coeficientes de caja al cual todas las entidades financieras están obligadas a tener depositadas en el BCE (Knop, 2006).

Desde que se introdujo el euro en el ámbito financiero, el año 1999, se pueden distinguir tres grandes periodos, en relación a los movimientos del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo (BCE). En un primer periodo (octubre 2000 - noviembre 2005), el tipo de interés disminuyó, pasando del 4,75% al 2,00%. En este mismo intervalo temporal, los gestores de la cartera de renta fija de las entidades aseguradoras ajustaron al alza la duración de su cartera de bonos: la duración del ramo vida pasó de 6,2 años a 8,0 años, y la duración del ramo no vida se incrementó desde 4,7 años hasta 5,4 años.

En un segundo periodo (diciembre 2005 - julio 2008), el tipo de interés se incrementó, pasando del 2,25% al 4,25%. Consecuentemente, los gestores de la cartera de renta fija de las entidades aseguradoras disminuyeron la duración de la cartera, para preservar su valor y evitar el impacto negativo de las caídas de precio de los bonos. Se puede observar en el Gráfico 3.3 cómo las duraciones se ajustaron a la baja, pasando de 8,0 años el año 2005 a 6,4 años el año 2008, en relación al ramo vida. En el caso del ramo no vida, el ajuste también se produjo, disminuyendo desde los 5,4 años el año 2005, hasta 2,8 años el año 2008.

Finalmente, en un tercer periodo (julio 2008 - diciembre 2015), el tipo de interés ha disminuido, pasando del 4,25% al 0,05%. Una vez más, la duración se ha ajustado a la inversa. Respecto al ramo vida, la duración se incrementó desde los 6,4 años hasta los 7,3 años, y en relación al ramo no vida, la duración aumentó desde los 2,8 años hasta los 4,6 años.

3.5.- Calificación crediticia

La calificación crediticia o *rating* mide la capacidad de una entidad para pagar puntualmente los intereses y devolver el capital a la fecha de vencimiento. AAA es la máxima calificación posible e implica la menor probabilidad de **riesgo de insolvencia o de impago** (*default*). Así pues, el *rating* no es más que la opinión emitida por una agencia de calificación de riesgos¹⁷, y tradicionalmente es uno de los elementos más utilizados por parte de la comunidad inversora internacional a la hora de evaluar la

depósito: el tipo que las entidades de crédito reciben por sus depósitos a un día en el banco central (<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-the-deposit-facility-rate.es.html>).

¹⁷ Las tres agencias con mayor reputación en el mercado de capitales son Standard & Poor's (S&P), Moody's y Fitch Ratings. No solo son las tres agencias con mayor reputación. También son las agencias con mayor cuota de mercado. El año 2014, en el ámbito de la Unión Europea, S&P tenía una cuota de mercado del 40,42%; Moody's acaparaba el 34,67% y Fitch Ratings acumulaba el 16,80%. Comisión Europea (2016), p. 12.

calidad de la deuda y el **riesgo de crédito**¹⁸. El *rating* es el factor principal que determina el rendimiento de un título de deuda soberana (Cantor y Packer, 1996).

El Cuadro 8 expone la evolución temporal de los *ratings* de las inversiones del sector asegurador español, según las notas otorgadas por Standard & Poor's, desde el año 1999 hasta el año 2015. El deterioro en las calificaciones crediticias experimentado en los últimos años es muy remarcable y sin duda está ligado a las modificaciones en el *rating* del Reino de España, que es el principal emisor de los bonos que el sector mantiene en cartera¹⁹. Esta relación se puede observar en el Gráfico 4.

Cuadro 8
Ratings de las inversiones del sector asegurador, 1999-2015

| Año | S&P | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | AAA | AA | A | BBB | BB, B |
| 1999 | 22,90 | 62,50 | 13,40 | 1,10 | 0,00 |
| 2000 | 17,70 | 66,90 | 13,80 | 1,50 | 0,00 |
| 2001 | 45,20 | 37,70 | 13,90 | 3,20 | 0,00 |
| 2002 | 38,90 | 41,20 | 16,00 | 3,60 | 0,30 |
| 2003 | 33,10 | 46,10 | 16,80 | 3,80 | 0,20 |
| 2004 | 33,00 | 45,00 | 18,60 | 3,30 | 0,10 |
| 2005 | 36,30 | 40,80 | 20,40 | 2,30 | 0,20 |
| 2006 | 39,10 | 39,40 | 18,30 | 3,00 | 0,20 |
| 2007 | 38,00 | 39,80 | 19,50 | 2,60 | 0,20 |
| 2008 | 40,40 | 28,60 | 26,70 | 3,70 | 0,20 |
| 2009 | 16,91 | 33,60 | 39,50 | 7,47 | 1,98 |
| 2010 | 16,71 | 36,19 | 37,99 | 7,36 | 1,58 |
| 2011 | 8,19 | 17,19 | 62,65 | 8,58 | 3,40 |
| 2012 | 3,82 | 10,41 | 14,96 | 64,56 | 6,25 |
| 2013 | 3,84 | 5,82 | 15,25 | 70,74 | 4,25 |
| 2014 | 3,62 | 7,99 | 14,35 | 71,19 | 2,84 |
| 2015 | 3,00 | 8,81 | 11,89 | 73,63 | 2,64 |

Fuente: ICEA, *Las inversiones de las Entidades Aseguradoras*.

Datos expresados en porcentaje.

En el ámbito internacional también se ha observado un deterioro de la calidad crediticia de las inversiones de las entidades aseguradoras del ramo vida. A raíz de la crisis financiera global del año 2007, las agencias de calificación han endurecido sus criterios y cada vez hay menos papel con *rating* de la máxima calidad. Por ejemplo, en la Zona

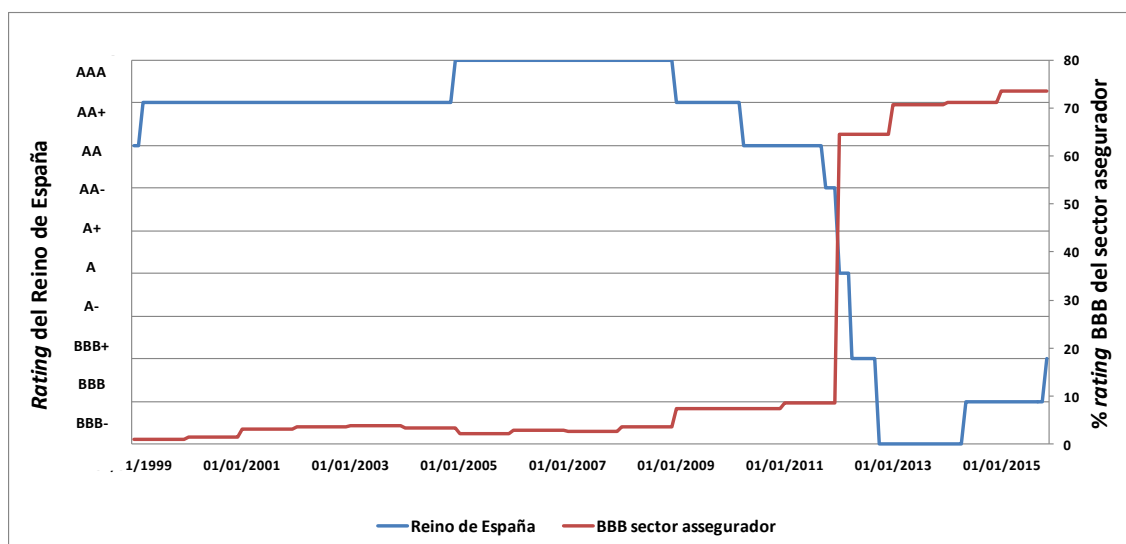
¹⁸ Se pueden distinguir dos grandes bloques de *ratings*: Grado de inversión (*Investment Grade*, o IG) y Grado de especulación (*High Yield*, o HY). Los bonos IG tienen notas que van en sentido decreciente desde AAA hasta BBB-. Los bonos HY comprenden las notas que van desde BB+ como mejor hasta CCC- como peor nota. Esta segmentación de los *ratings* de los bonos se hace para distinguir los bonos que presentan un bajo riesgo de crédito (IG) de los bonos que presentan un elevado riesgo de incumplimiento (HY). Se considera que los emisores de los bonos con *rating* IG tienen una capacidad de pago adecuada, mientras que los emisores de los bonos con *rating* HY tienen una capacidad de pago incierta. Martínez Abascal *et al.* (2002), p. 70.

¹⁹ Además, el *rating* de un estado conforma un techo para el *rating* de los emisores corporativos de aquel estado, a no ser que tengan suficiente diversificación de ingresos como para no ser considerados emisores domésticos. Mascareñas Pérez-Íñigo (2002), p. 73.

Euro la proporción de inversiones con *rating* igual o superior a A disminuyó desde el 89% el año 2007 hasta el 67% el año 2014 (The Geneva Association, 2016).

Gráfico 4

Rating del Reino de España y porcentaje del *rating* BBB del sector asegurador, según S&P, 1999-2015



Fuente: ICEA, *Las inversiones de las Entidades Aseguradoras* y Bloomberg.

En el año 1999²⁰, las emisiones AAA y AA conformaban el 85,40% del total de la cartera de inversión de las entidades aseguradoras españolas; en cambio, en el año 2015, no llegaron al 12%. En el otro extremo, las emisiones *High Yield* eran unas auténticas desconocidas en las carteras de las entidades aseguradoras, hasta el año 2001; aún así, estas emisiones HY se han ido abriendo paso, aunque aún tienen una presencia más bien residual.

El Anexo 3 plasma la evolución del *rating* del Reino de España, desde el año 1988 hasta el año 2015, según las tres principales agencias de *rating* anteriormente mencionadas, especificando la fecha en que se ha producido el cambio de calificación. De esta secuencia llama la atención la estabilidad en los *ratings* durante los primeros veinte años (1988-2009), y la rápida corrección posterior (2010-2014), correspondiente a los fuertes desequilibrios macroeconómicos de la economía española, como los desajustes en el déficit público, la acumulación creciente de la deuda pública, el estancamiento del PIB y el elevado déficit comercial.

²⁰ El artículo 11 de la Orden Ministerial de 23 de diciembre de 1998, por la cual se desarrollan determinados preceptos de la normativa reguladora de los seguros privados y se establecen las obligaciones de información como consecuencia de la introducción del euro, define los *ratings* aplicables para determinar las primas de riesgo a aplicar en la valoración de los títulos de renta fija, según la norma 5a 1.f) del Plan Contable de las entidades aseguradoras. Es por este motivo que esta serie estadística arranca en el año 1999.

Se ha observado que el ciclo de bajadas y subidas de *rating* de los bonos soberanos es asimétrico. Es decir, la fase de corrección negativa es abrupta, rápida y con efectos procíclicos negativos, mientras que la fase de mejora es lenta y no sigue el ritmo de los fundamentales económicos (Kiff, Kisser y Schumacher, 2013). Este patrón de comportamiento tiene implicaciones en el ámbito de la estabilidad del mercado, ya que la sucesión de diversas bajadas de *rating* en un intervalo de tiempo corto puede desencadenar la venta masiva de la deuda pública de un determinado país, lo cual hunde la cotización de estos activos, elevando los costes de financiación del sector público y en última instancia, puede llegar a expulsar la deuda de ese país del mercado de capitales.

También hay que señalar que el prestigio y la credibilidad de las agencias calificadoras ha quedado maltrecho, a raíz de su inhabilidad para predecir las dos grandes crisis de los últimos veinte años (la crisis del Sud-Este Asiático, el año 1997 y la crisis de Lehman Brothers, el año 2008). Esta falta de predicción puso la reputación de las agencias de *rating* en duda y por ello éstas sobre-reaccionaron y tendieron a recortar los *ratings* más de lo que es justificable en función de las variables fundamentales (Ferri, Liu y Stiglitz, 1999).

3.6.- Distribución geográfica

El Cuadro 9 pone de relieve la concentración de las inversiones del sector asegurador experimentada en los últimos siete años en títulos españoles, ordenando las inversiones de mayor a menor en el año 2015. El año 2009, el 49,33% de las inversiones del sector asegurador se localizaban en España, mientras que en el año 2015 ya representaban el 70,28% del total. Así pues, coincidiendo con el escenario de desconfianza hacia la salud económica de España que se ha vivido en los mercados financieros recientemente, el sector asegurador español ha reafirmado su apuesta, contribuyendo a la estabilización del mercado de la deuda (ICEA, 2014). Por otro lado, también cabe destacar la trivial presencia de las inversiones del sector fuera del ámbito de la Unión Europea.

El objetivo de la diversificación geográfica consiste en suavizar el rendimiento obtenido de la cartera mediante la inversión en diferentes países. Como que no todas las áreas geográficas entran en recesión económica al mismo tiempo, la diversificación proporciona un cojín de seguridad y permite al inversor nivelar las pérdidas obtenidas en activos de un país que está en crisis con las ganancias obtenidas en activos de un país que se encuentre en un momento de expansión económica. Pues bien, en función de los datos disponibles, las entidades aseguradoras españolas no han aplicado esta técnica de mitigación de riesgos de una manera activa y a parte de centrarse en activos españoles, la escasa diversificación se ha efectuado en los países vecinos, los cuales presentan una elevada correlación entre ellos respecto a la marcha global de su economía.

Cuadro 9
Distribución geográfica de las inversiones, 2009-2015

| País | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| España | 49,33 | 54,87 | 65,88 | 69,92 | 72,47 | 71,09 | 70,28 |
| Italia | 4,26 | 3,53 | 2,95 | 3,02 | 3,63 | 4,86 | 5,14 |
| Luxemburgo | 2,95 | 3,16 | 3,04 | 3,79 | 3,70 | 4,24 | 4,69 |
| Francia | 6,92 | 5,66 | 4,83 | 3,92 | 3,36 | 3,55 | 3,54 |
| Alemania | 5,72 | 5,21 | 4,15 | 3,58 | 2,70 | 2,41 | 2,26 |
| Reino Unido | 2,90 | 2,75 | 2,50 | 2,38 | 1,96 | 1,95 | 2,08 |
| Estados Unidos | 5,15 | 3,58 | 3,27 | 2,38 | 2,08 | 2,13 | 2,05 |
| Holanda | 3,33 | 2,63 | 2,15 | 2,21 | 1,97 | 1,94 | 1,94 |
| Irlanda | 1,23 | 1,13 | 1,05 | 0,79 | 0,74 | 0,90 | 0,86 |
| Bélgica | 1,04 | 0,84 | 0,61 | 0,69 | 0,64 | 0,60 | 0,66 |
| Portugal | 0,94 | 1,23 | 0,90 | 0,83 | 0,65 | 0,66 | 0,54 |
| Áustria | 0,85 | 0,72 | 0,60 | 0,57 | 0,49 | 0,40 | 0,34 |
| Suiza | 0,66 | 0,70 | --- | --- | 0,26 | 0,25 | 0,32 |
| Grecia | 0,54 | 0,60 | 0,35 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Otros | 14,18 | 13,39 | 7,72 | 5,92 | 5,35 | 5,02 | 5,30 |
| Total | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |

Fuente: ICEA, *Las inversiones de las Entidades Aseguradoras*.

Datos expresados en porcentaje.

--- indica que el dato no está disponible.

¿Qué ha pasado en el ámbito europeo? En el periodo de liberalización del mercado asegurador que empezó en la década de los años 90 del siglo XX, las carteras de inversión de las entidades aseguradoras europeas se han vuelto más internacionales que nunca (Borscheid y Viggo Haueter, 2012). Precisamente por ello, el mayor sesgo doméstico que recientemente está tomando la cartera de inversiones de las entidades aseguradoras españolas contrasta con lo que han observado estos autores.

3.7.- Distribución sectorial

Las entidades aseguradoras son grandes financiadoras del sector público y de las entidades financieras²¹. El Cuadro 10 indica la exposición sectorial de las inversiones del sector asegurador español en el septenio 2009-2015, ordenando las inversiones de mayor a menor en el año 2015. Se puede observar cómo la deuda pública ha pasado del 30,33% al 56,88% de la inversión total²². La interpretación de este cuadro pone de manifiesto que el sector público español es el gran receptor de la financiación del sector asegurador español.

²¹ Según datos estadísticos publicados por la OCDE relativas al tercer trimestre del año 2010, en el ámbito europeo, la cartera de inversión de renta fija de las entidades aseguradoras del ramo vida y los fondos de pensiones tenían una proporción del 53,00% en bonos gubernamentales del área Euro y del 28,40% en bonos de instituciones financieras y monetarias del área Euro. Banco de Pagos Internacionales (2011), p. 13.

²² ICEA (2016), p. 21. En particular, el año 2009, el 30,70% de la inversión en renta fija era renta fija pública. El año 2015, el 62,30% de la inversión en renta fija era renta fija pública.

Cuadro 10
Distribución sectorial de las inversiones, 2009-2015

| Sector | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Deuda pública | 30,33 | 36,70 | 40,90 | 46,85 | 51,00 | 52,99 | 56,88 |
| Financiero | 43,78 | 39,39 | 40,18 | 35,95 | 32,88 | 29,21 | 25,35 |
| Fondos de inversión | 6,93 | 6,93 | 7,24 | 6,63 | 6,81 | 8,21 | 8,53 |
| Servicios públicos | 6,48 | 5,97 | 3,91 | 3,49 | 2,99 | 2,80 | 2,51 |
| Consumo no cíclico | 2,88 | 2,39 | 2,03 | 1,76 | 1,52 | 1,56 | 1,62 |
| Comunicaciones | 3,63 | 3,18 | 2,05 | 1,81 | 1,62 | 1,65 | 1,54 |
| Industria | 2,22 | 1,90 | 1,04 | 0,98 | 0,81 | 0,84 | 0,84 |
| Consumo cíclico | 0,30 | 0,50 | 0,48 | 0,46 | 0,41 | 0,71 | 0,78 |
| Energía | 1,66 | 1,52 | 1,08 | 0,94 | 0,75 | 0,70 | 0,68 |
| Bonos hipotecarios | 0,69 | 0,58 | 0,40 | 0,59 | 0,67 | 0,72 | 0,65 |
| Materias primas | 0,65 | 0,58 | 0,46 | 0,27 | 0,23 | 0,30 | 0,29 |
| Tecnología | 0,10 | 0,09 | 0,04 | 0,05 | 0,09 | 0,10 | 0,18 |
| Titulizaciones (ABS) | 0,18 | 0,12 | 0,06 | 0,04 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| Otros | 0,17 | 0,15 | 0,13 | 0,18 | 0,21 | 0,20 | 0,14 |
| Total | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |

Fuente: ICEA, *Las inversiones de las Entidades Aseguradoras*.

Datos expresados en porcentaje.

La diversificación sectorial viene motivada por el hecho de que no todos los sectores de actividad presentan el mismo comportamiento a lo largo del ciclo económico. En épocas de bonanza, las empresas constructoras, las corporaciones tecnológicas y los bancos evolucionan mejor que las firmas de los sectores defensivos (alimentación, energía, medicamentos). Y en momentos de crisis, los sectores defensivos se comportan mejor que los sectores pro-cíclicos. Pues bien, según los datos del Cuadro 10, las entidades aseguradoras no han diversificado sectorialmente sus inversiones de una manera activa.

De los cuadros 9 y 10 se desprende que el sector asegurador español se ha volcado en la deuda pública doméstica. ¿Ocurrió lo mismo en Europa? En el año 2013, las entidades aseguradoras del conjunto de estados miembros de la Zona Euro tenían el 29% de sus inversiones depositadas en deuda pública (doméstica y no doméstica). En cambio, las compañías aseguradoras españolas tenían el 41%. Además, la media del sesgo doméstico de las inversiones soberanas de las entidades aseguradoras de la Zona Euro era del 63%, mientras que la proporción de deuda soberana doméstica respecto a la deuda soberana de la Zona Euro en las compañías aseguradoras españolas era del 90% (European Systemic Risk Board, 2015).

Durante la década de 1960, el gobierno de Australia concedió exenciones fiscales a aquellas instituciones que invirtiesen al menos el 30% de sus activos en deuda pública, incluyendo el 20% en activos de la *Commonwealth*. Esta regulación se introdujo para frenar la disminución en la proporción de deuda pública en las carteras de las entidades aseguradoras australianas, la cual había bajado del 52% el año 1945 al 35% el año 1960 (Keneley, 2004). Para ganar el interés del sector, el gobierno australiano ofreció algo a cambio. Llama la atención cómo al gobierno español le ha salido gratis el acentuado incremento en la financiación que el sector asegurador le ha concedido en el periodo 2009-2015.

3.8.- Papel institucional

Las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones²³ son unos de los participantes del mercado de la deuda pública estatal con una representación más relevante, aunque con una importancia relativa decreciente. No obstante lo anterior, hay que reconocer que la inyección de recursos hacia la financiación de la deuda pública ha sido muy destacable en los últimos años. De la observación de la serie en valores absolutos, que no se muestra en este trabajo, destaca el salto del 216,12% experimentado desde el año 2008 (las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones eran propietarios de 27.532 millones de euros en Bonos y Obligaciones del Estado) hasta el año 2015 (las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones eran propietarios de 87.035 millones de euros en Bonos y Obligaciones del Estado). En este mismo intervalo temporal, el saldo nominal ha pasado de 295.888 millones de euros a 789.327 millones de euros, que es un incremento del 166,77%.

Según datos del Banco de España, recopilados en el Cuadro 11, en el año 1997, el 17,25% de los Bonos y Obligaciones del Estado eran propiedad de las entidades aseguradoras y de los fondos de pensiones. En aquellos momentos, eran el tercer agente del mercado, solo por detrás de las instituciones de inversión colectiva, que atesoraban el 38,09% y de los no residentes, que acumulaban el 18,02% del total. Pues bien, en el año 2015, las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones han disminuido su participación en el total de los bonos y obligaciones del Estado, ya que actualmente poseen el 11,03%. Eso sí, las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones conservan la tercera plaza, por detrás de los no residentes y de las instituciones financieras monetarias, con el 46,45% y el 26,00%, respectivamente.

A raíz de la crisis de la deuda soberana española, las entidades aseguradoras españolas de capital nacional se volcaron en la financiación de la deuda pública y privada española en mayor grado que las entidades aseguradoras españolas de capital extranjero. Si bien el año 2009, en el caso de las entidades de capital nacional, el 19,80% de la inversión poseída era renta fija pública española, el año 2012 esta misma categoría pasó a representar el 40,90% del total. En cambio, las entidades de capital extranjero no intensificaron su inversión en renta fija pública española de la misma manera (el año 2009 representaba el 17,80% y el año 2012 creció hasta el 29,00%). Así pues, mientras que las entidades de capital nacional incrementaron posiciones en renta fija española en 21,10 puntos, las entidades de capital extranjero solo lo hicieron en 11,20 puntos.

Si se observa la distribución de la inversión por países, excluyendo la deuda pública, también se puede constatar cómo las entidades de capital nacional se han comprometido en mayor medida que las entidades de capital extranjero a financiar el resto de sectores económicos de la economía española. Si bien en el año 2009 el 52,30% de las inversiones de las entidades de capital nacional estaban localizadas en España, este

²³ En este apartado se mencionan los fondos de pensiones porque se introducen datos publicados por el Banco de España que hacen referencia tanto a las entidades aseguradoras como a los fondos de pensiones. Dado que los datos se presentan agrupados, no se puede diferenciar entre estos dos inversores institucionales.

porcentaje se disparó hasta el 72,50% en el año 2012. En cambio, en relación con las entidades de capital extranjero, en el año 2009 el 24,00% de la inversión se concentraba en España, mientras que en el año 2012 sólo había subido hasta el 35,10%. Así pues, mientras que las entidades de capital nacional incrementaron posiciones en activos emitidos en España en 20,20 puntos, las entidades de capital extranjero sólo lo hicieron en 11,10 puntos (ICEA, 2013).

Cuadro 11
Propiedad de los bonos y obligaciones del Estado, 1997-2015

| Año | Instituciones financieras monetarias | Instituciones de inversión colectiva | Seguros y fondos de pensiones | Resto de intermediarios financieros | Sociedades no financieras | Hogares y ISFLSH | Administración Pública | No residentes |
|------|--------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------|---------------------------|------------------|------------------------|---------------|
| 1997 | 6,04 | 38,09 | 17,25 | 0,58 | 13,87 | 5,59 | 0,56 | 18,02 |
| 1998 | 9,65 | 39,54 | 15,46 | 0,75 | 10,73 | 4,56 | 0,18 | 19,13 |
| 1999 | 11,91 | 28,34 | 14,32 | 0,67 | 10,33 | 3,77 | 0,17 | 30,49 |
| 2000 | 6,66 | 21,76 | 14,16 | 0,80 | 10,74 | 3,94 | 0,48 | 41,46 |
| 2001 | 4,58 | 19,33 | 13,80 | 0,64 | 10,33 | 3,72 | 6,24 | 41,36 |
| 2002 | 4,23 | 17,26 | 13,39 | 1,20 | 10,12 | 3,19 | 7,51 | 43,11 |
| 2003 | 8,98 | 15,60 | 13,48 | 1,11 | 10,86 | 2,54 | 6,89 | 40,54 |
| 2004 | 4,75 | 13,09 | 12,66 | 1,58 | 10,57 | 2,16 | 9,78 | 45,40 |
| 2005 | 4,94 | 13,18 | 11,98 | 1,92 | 9,23 | 1,94 | 11,50 | 45,32 |
| 2006 | 4,35 | 13,56 | 12,66 | 2,25 | 9,28 | 2,03 | 11,46 | 44,43 |
| 2007 | 6,18 | 12,76 | 12,45 | 2,91 | 7,87 | 1,80 | 13,31 | 42,72 |
| 2008 | 9,03 | 8,62 | 9,30 | 2,42 | 7,41 | 1,48 | 14,48 | 47,25 |
| 2009 | 20,03 | 5,25 | 7,88 | 1,26 | 3,86 | 0,83 | 14,80 | 46,10 |
| 2010 | 13,05 | 5,47 | 9,20 | 0,69 | 3,35 | 0,53 | 13,80 | 53,91 |
| 2011 | 16,47 | 5,03 | 10,20 | 1,04 | 2,55 | 0,75 | 13,43 | 50,53 |
| 2012 | 31,41 | 6,62 | 10,01 | 0,48 | 2,53 | 0,50 | 13,84 | 34,62 |
| 2013 | 28,32 | 4,78 | 12,48 | 0,47 | 3,61 | 0,53 | 9,59 | 40,24 |
| 2014 | 25,17 | 4,67 | 12,96 | 0,54 | 2,73 | 0,43 | 7,73 | 45,78 |
| 2015 | 26,00 | 9,02 | 11,03 | 0,37 | 1,86 | 0,56 | 4,72 | 46,45 |

Fuente: Banco de España / web Bolsas y Mercados Españoles (www.bme.es) - Publicaciones - Informe de los mercados.

ISFLSH: Institución sin fin de lucro al servicio de los hogares.

Saldos nominales. Cartera registrada (en porcentaje).

Datos expresados en porcentaje.

Los Anexos 4 y 5 recogen el desglose de la propiedad de las Letras del Tesoro y de las acciones de las empresas españolas cotizadas, respectivamente. En ambos instrumentos, el papel institucional del sector asegurador en este tipo de instrumentos es muy limitado. Adicionalmente, en el Anexo 5 se puede observar el proceso de privatización de los antiguos monopolios estatales y cómo el papel de la Administración Pública en el mercado bursátil se ha visto relegado a un segundo plano, pasando de más del 15% a principios de los años 90 del siglo XX, a situarse por debajo del 3% en el año 2015. El año 2013, la participación de la Administración Pública en el mercado bursátil despegó, pasando del 0,50% al 2,30%, como consecuencia de la nacionalización de una entidad financiera (Bankia).

Así pues, el porcentaje de la renta variable en el total de las carteras de inversión de las entidades aseguradoras es residual (del 10,5% el año 1984 ha disminuido al 3,40% el año 2015, según el Cuadro 3.5); y el peso de estas acciones, en el conjunto del mercado bursátil, también es marginal (del 3,37% el año 1992 se ha pasado al 2,30% el año 2014). Se atribuye el escaso interés en este instrumento financiero a diversas causas: (1) falta de profundidad del mercado doméstico, (2) mayor complejidad técnica en la selección de las acciones y en el control de riesgos asociado a la volatilidad y al

seguimiento de la cotización, (3) el sector bancario era la principal fuente de financiación de las grandes compañías y (4) fiscalidad poco atractiva (ICEA, 1986).

Según datos de *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA, el supervisor de ámbito europeo, formado por el supervisor nacional de cada uno de los estados miembros de la Unión Europea), las aseguradoras europeas han mantenido unas proporciones de renta variable mucho más elevadas que las españolas, alrededor de un 30% (EIOPA, 2014). Salvador García Atance esperaba una convergencia hacia estos niveles, debido a la integración del mercado de capitales español en el mercado de capitales de Europa. Aun así, la mayor profundidad de mercado actual no ha impulsado la apuesta por este tipo de activo. Desafortunadamente, el escaso interés por parte de las entidades aseguradoras españolas hacia las acciones cotizadas sin duda ha supuesto una restricción a la financiación del sector corporativo.

3.9.- Estructura del activo según naturaleza jurídica

Durante la segunda y tercera década del siglo XIX, empezaron a surgir sociedades mutuas contra incendios en distintas ciudades, como la de Madrid (1822), Sevilla (1832), Barcelona (1835) o Málaga (1840), que actuaban en el ámbito local. La fórmula legal de las mutuas resultaba ventajosa porque permitía operar sin demasiado capital (Pons, 2008). Durante el siglo XIX, distintos factores fomentaron el desarrollo de las mutuas: (1) la escasez de capital, (2) trabas legales en la formación de las sociedades de capital, según la legislación de 1848, (3) la tradición mutualista en el Levante y (4) el impulso de las autoridades públicas a todos los niveles. En los ramos de incendios, agrarios o accidentes del trabajo, el mutualismo llegó a tener una fuerte presencia (Pons y Pons, 2010).

La Ley reguladora de las Compañías, Sociedades, Asociaciones y cualquier entidad que tenga por finalidad realizar operaciones de Seguros, de 14 de mayo de 1908, fue la primera ley que reguló íntegramente el sector. En términos generales, se considera que fue una ley de carácter controlador (Pearson y Lönnborg, 2008). Esta ley introdujo ciertas discriminaciones negativas para las sociedades anónimas, favoreciendo a las mutuas. Se exigía mayores depósitos a las primeras y menores impuestos a las segundas. Por ejemplo, las compañías de vida tenían que tener un depósito como mínimo de 200.000 pesetas, y las que operaran en otros ramos, el depósito tenía que ser como mínimo de 50.000 pesetas. Las sociedades que operaran en más de un ramo, tenían que depositar 25.000 pesetas por ramo como mínimo. Ahora bien, si se trataba de una mutua, el depósito se reducía a 5.000 pesetas (Frax y Matilla, 1996).

Posteriormente, la Ley de Mutuas, de 6 de diciembre de 1941, limitó el ejercicio de la previsión social de carácter privado a las mutuas o montes de piedad sin ánimo de lucro. Este cambio legislativo desencadenó la conversión de múltiples mutuas hacia la forma jurídica de sociedad anónima. En el año 1968, las mutuas aún controlaban una parte significativa del negocio asegurador, ya que suscribían el 34% de las primas (Greene,

1972). De hecho, uno de los líderes del mercado asegurador español de la segunda mitad del siglo XX fue la *Mutualidad de Seguros de la Asociación de Propietarios de Fincas Rústicas de España*, compañía fundada el año 1933 y conocida comercialmente como Mapfre.

La reforma fiscal del año 1978, en relación al impuesto de sociedades, estableció que las mutuas debían pagar el 18% sobre sus beneficios. Este hecho supuso un paso más hacia la igualdad en el tratamiento impositivo entre las entidades aseguradoras. Hasta ese momento, las sociedades anónimas tributaban en función de los beneficios. Pero las mutuas, en cambio, tributaban en función de sus primas (5,52% en los seguros patrimoniales y el 1,76% en los riesgos personales). Esta asimetría fiscal hacía peligrar la supervivencia de aquellas mutuas que tuvieran pocas ganancias, o que perdían dinero en algún ejercicio. Más adelante, las mutuas pasaron a pagar el 25% sobre sus beneficios, exactamente lo mismo que las sociedades anónimas y de esta manera todo el mercado afrontaba las mismas condiciones fiscales (Tortella, 2014).

Volviendo al camino seguido por uno de los líderes del mercado, Mapfre empezó la expansión internacional por América Latina durante la década de los años 70 del siglo XX, y abandonó la forma jurídica de mutua en el año 2007. Muchas mutuas emprendieron el camino de la desmutualización, una vez desaparecidas las ventajas fiscales y regulatorias, y con vistas a poder aprovechar la posibilidad de realizar ampliaciones de capital bajo la forma jurídica de sociedad anónima, y así poder llevar a cabo planes estratégicos de crecimiento inorgánico, mediante la adquisición de otras entidades y con ello ganar economías de escala. Durante el período analizado, las sociedades anónimas han representado entre el 75 y el 85% del total de las entidades operativas en el mercado asegurador español. Por contra, las mutuas han experimentado un declive del 20 al 11%.

La desmutualización fue un cambio en el panorama institucional que se inserta en el proceso de liberalización financiera de la década de los años 90 del siglo XX. Su impacto en la estructura del mercado y en la organización de la empresa fue mayor en determinados países, como en el Reino Unido, Estados Unidos, Canadá o Australia. El objetivo de los reguladores era eliminar la segmentación de mercados, para incrementar la competencia entre entidades y fomentar su flexibilidad (Martin y Turner, 2000). La desregulación propició la gestación de grandes conglomerados financieros capaces de ofrecer una gama diversificada de productos (bancarios, aseguradores y de gestión de patrimonios). La reorganización del negocio empujó a las mutuas a perder su naturaleza jurídica para levantar el capital necesario con el que financiar la adaptación al nuevo entorno regulatorio y competitivo (Keneley, 2010).

Si se observan los diferentes tipos de entidad aseguradora según su naturaleza jurídica, se concluye que ha habido una gran reducción, casi del 60%, en el número de entidades operativas durante el periodo analizado (1984-2015), y que la forma jurídica prevalente es la de la sociedad anónima (el año 2015 había 233 entidades con la forma jurídica de sociedad anónima, lo cual representaba el 87,27% del total de entidades).

Según datos extraídos de la *Memoria Estadística Anual de Entidades Aseguradoras*, en términos de magnitud de balance, el año 2014, las sociedades anónimas concentraban el 88,47% del balance del sector, las mutuas el 4,21%, las mutualidades de previsión social el 5,38% y las reaseguradoras el 1,94%. En el Anexo 6 se visualiza la composición del activo según naturaleza jurídica correspondiente al año 2014.

En relación a la estructura del activo, las principales diferencias entre las mutuas y las sociedades anónimas son las siguientes:

- Las mutuas presentan la mayor proporción de inmovilizado material y de inversiones inmobiliarias, el 12,28% ante el 1,46% que tienen las sociedades anónimas. Las mutuas operan principalmente en el ramo no vida, donde la inversión inmobiliaria es más frecuente, ya que se han heredado inmuebles de épocas anteriores, y no gestionan ahorro, con lo cual la cartera de inversión no se ha multiplicado al mismo ritmo que la de las entidades del ramo vida. Los inmuebles no permiten llevar a cabo el casamiento de flujos propio del ramo vida.
- Las mutuas tienen más tendencia a desarrollar estructuras societarias que las sociedades anónimas, ya que las mutuas tienen un 12,17% de su activo en filiales (participación en entidades del grupo y asociadas), mientras que las sociedades anónimas únicamente el 2,97%. Esta característica puede obedecer al hecho que la estrategia comercial de las mutuas se base en ofrecer servicios accesorios al seguro a través de sus filiales, y de esta manera se ofrece un producto diferencial y se puede ahorrar en costes de personal.
- Las mutuas muestran menos afinidad a mantener efectivo en cuenta corriente (1,84% ante el 7,46% de las sociedades anónimas). En cambio, en la partida "Depósitos en entidades de crédito", las mutuas disponen del 4,65% de su activo, mientras que las sociedades anónimas solo tienen el 1,50%.
- Las mutuas no utilizan los derivados de cobertura. El artículo 110.2 del Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, establece unos mecanismos de control interno que dificultan su utilización. Entre otros requerimientos, hace falta que la entidad aseguradora cuente con una estructura de personal en la cual las funciones de autorización, ejecución de órdenes y de control de la información esté repartida entre diferentes personas. Además, debe valorarse diariamente la exposición a estos derivados. En definitiva, en la práctica, los derivados son un instrumento financiero que queda reservado a los líderes del mercado, que son sociedades anónimas aseguradoras.
- El Plan General Contable aprobado por el Real Decreto 1317/2008, de 24 de julio, establece que la renta fija se distribuya entre distintos epígrafes, en función de la cartera a la que se haya asignado. Por tanto, se hace difícil estimar a primera vista el porcentaje de renta fija a partir de los datos del activo del balance. Aún así, agregando distintas subpartidas contables, se puede extraer que

el 23,27% del activo de las mutuas se encuadra en la categoría "Valores representativos de deuda", mientras que en el caso de las sociedades anónimas este porcentaje se incrementa hasta el 61,22%.

- Si se observa la partida "Inversiones por cuenta de los tomadores de seguros de vida que asumen el riesgo de la inversión", que incluye los *unit-linked*, en el caso de las mutuas solo representan el 0,89%, ya que pocas mutuas tienen su actividad en el ramo vida. En cambio, esta misma partida representa el 5,86% en el caso de las sociedades anónimas aseguradoras.

A continuación, el Anexo 7 muestra la estructura del activo según naturaleza jurídica correspondiente al año 2001; se muestra esta foto fija porque es el año más antiguo con datos a disposición del que suscribe. Había cuatro grandes diferencias entre la cartera de inversión de las mutuas y la de las sociedades anónimas:

- Primeramente, las mutuas tienen más propensión a invertir en inmuebles (inversiones materiales) que no las sociedades anónimas, las mutualidades de previsión social o las entidades reaseguradoras. El activo de las mutuas representaba el 7,18% del total del sector, pero en cambio tenían el 34,47% del total de las inversiones materiales.
- En segundo lugar, las mutuas también se alejaban de la media del sector en relación a la inversión a través de fondos de inversión (19,97% las mutuas, ante el 1,97% de las sociedades anónimas). Se consideraba que el fondo de inversión era el instrumento más adecuada para conseguir una amplia diversificación; como contrapartida, se debía pagar una comisión de gestión, que algunos inversores institucionales opinaban que no valía la pena asumir, ya que disponían de suficiente estructura interna para analizar e implementar diversas estrategias de inversión.
- En tercer lugar, las inversiones financieras en filiales de las mutuas (10,60%) doblaban las inversiones en filiales de las sociedades anónimas.
- Finalmente, la proporción de renta fija en las mutuas (19,69%) era muy inferior que en las sociedades anónimas (48,85%), ya que las primeras operaban principalmente en el ramo no vida. Otro epígrafe que indica que las mutuas tenían una presencia escasa en el ramo vida es que las "Inversiones por cuenta de tomadores de seguros de vida que asumen el riesgo de inversión", los *unit-linked*, representaban el 0,56% del activo, mientras que en las sociedades anónimas este mismo epígrafe representaba el 10,31%.

4.- Conclusiones

Este artículo subraya la importancia del sector asegurador como motor de estabilidad y seguridad económica, poniendo de relieve que la gestión prudente de sus activos ha permitido capear la reciente crisis económica con nota. Sin embargo, desde el punto de vista de la diversificación de riesgos, sería más razonable reducir la exposición a la deuda pública española. Las conclusiones enunciadas a continuación se extraen de la redacción de los apartados anteriores:

1 - La importancia financiera del sector asegurador: En el terreno financiero, el sector asegurador español gestiona unos recursos considerables (227.427 millones de euros, que representan el 21,03% del PIB, el año 2015), y de una importancia creciente (el año 1986, las inversiones solo representaban el 3,29% del PIB). Así pues, las decisiones que se toman en la gestión de estos recursos tienen un impacto sustancial en términos de estabilidad en los mercados financieros. Tradicionalmente, el sector se ha caracterizado por un sesgo prudente en la gestión de los recursos que los asegurados les confían, priorizando la inversión en activos estables de renta fija y evitando la asunción de los riesgos inherentes a la volatilidad de la renta variable.

2 - Las características estructurales de la cartera de inversiones del sector asegurador: En el periodo observado, la estructura de la cartera de inversiones de las entidades aseguradoras no se ha modificado sustancialmente, ya que siempre han predominado los activos de poco riesgo. En el año 1984, la suma de los apartados tesorería, renta fija e inmuebles representaba el 86,6%; en el año 2015, estos tres capítulos agregan también el 86,6%. Estructuralmente, la cartera se destina a títulos de renta fija (69,3% el año 2015), principalmente deuda pública española y deuda financiera. El crecimiento en la deuda pública en la cartera se ha llevado a cabo en detrimento del sector financiero. Excepto el sector financiero, el cual aglutina una media del 35,25% de la cartera en el periodo, el resto de sectores no consigue captar el interés de los gestores de las inversiones del sector asegurador. Por otro lado, las inversiones en renta fija están enfocadas al largo plazo (4,6 años de duración modificada en el ramo no vida, y 7,3 años de duración modificada en el ramo vida). En relación a los *ratings*, se ha asistido a un deterioro de la calidad crediticia del papel, en paralelo a la crisis de la deuda soberana española que estalló en el año 2009. Por consiguiente, de cara a futuro, la elevada exposición de las carteras de inversión de las entidades aseguradoras españolas a la deuda soberana doméstica puede ser un factor de vulnerabilidad para la solvencia de las propias entidades, si continuara el deterioro del crédito soberano español. En términos de rentabilidad, los rendimientos que ha obtenido el sector se han situado ligeramente por encima del tipo de interés medio de la Deuda del Estado, tendencia totalmente coherente con el hecho que la deuda pública española es el principal activo en cartera del sector asegurador. Teniendo en cuenta que el año 2015 el sector asegurador español mantenía 87.035 millones de euros en Bonos y Obligaciones del Tesoro, el poder político no podría tolerar la pérdida del sector como inversor.

3 - La relevancia creciente de la renta fija en la cartera de inversiones del sector asegurador: La renta fija ha seguido una tendencia divergente a la trayectoria experimentada por los inmuebles, y ha copado todo el protagonismo, ya que ha crecido desde el 33,3%, el año 1984, hasta el 69,3%, el año 2015, debido a que es el instrumento que mejor permite realizar la adecuación de flujos entre activos y pasivos, genera unos rendimientos recurrentes, presenta mayor liquidez, y es más fácil de administrar. Por lo que respecta a la relevancia institucional, el sector asegurador tiene una importancia determinante en el segmento de la renta fija pública. Desde 1987, el sector asegurador ha dedicado una media del 27% del total de sus inversiones a comprar deuda pública española. El esfuerzo realizado por el sector asegurador para financiar el Estado lo ha convertido en el tercer tenedor de deuda pública de la Administración Central, solo por detrás de los bancos y de las propias Administraciones Públicas, el año 2015.

5.- Desarrollo de nuevas áreas de investigación

La explotación de los datos publicados por la DGSFP y por ICEA expuestas en el presente artículo da una visión panorámica de las características del conjunto del sector asegurador español en un periodo temporal determinado. A continuación se esbozan diversas posibilidades de profundización de la investigación:

- **Análisis de la dispersión:** Un mercado en el cual los 5 primeros grupos acaparan el 44,87% de cuota de mercado, el año 2015, se puede catalogar de oligopolio. Por tanto, la política de inversión de estos grupos tiene una incidencia sustancial en los datos agregados del sector. El autor de este artículo considera de interés ampliar la investigación hacia un análisis de la dispersión de las cifras agregadas del sector, para esclarecer si hay diferencias significativas en la política de inversiones de las entidades aseguradoras con una posición de mercado preeminente y la política de inversiones del resto de entidades. Expresado de otra manera, la media del sector enmascara distintas prácticas en materia de inversiones? O se trata de una media que revela que el sector asegurador actúa en bloque?
- **Investigación micro:** El estudio detallado de la historia de una entidad aseguradora en particular puede servir para compararla con la evolución del conjunto del sector. Así pues, se podría establecer en qué medida una política de inversiones de una entidad individual contribuye al éxito o supervivencia de la entidad, o de qué manera la filosofía inversora puede desencadenar la bancarrota de la entidad.
- **Impacto de Solvencia II:** En el año 2015, bajo el modelo de Solvencia I, las entidades aseguradoras exhibían un margen de solvencia 2,99 veces superior al requerimiento mínimo de capital establecido por el supervisor. La entrada en vigor de Solvencia II, el año 2016, ha implantado un nuevo modelo de gestión

de las entidades aseguradoras basado en la medición y control de riesgos y se han elevado los requerimientos de capital. Con el nuevo modelo, según datos publicados por la DGSFP en su web, las entidades disponen de un *Solvency Capital Requirement* (SCR, o capital requerido de solvencia) 2,25 veces superior al requerimiento mínimo de capital, a 30 de septiembre de 2016. Se deberá documentar si este sistema ha supuesto una ruptura en la política de inversiones de las entidades aseguradoras que éstas han desarrollado durante el periodo 1984-2015. Las entidades se han inclinado por reducir su perfil de riesgo, o bien han apostado por ampliar capital? También puede resultar de interés observar si se han producido cambios en las vías de financiación de las corporaciones, ya que Solvencia II penaliza la tenencia de acciones y de bonos corporativos y favorece la inversión en deuda gubernamental.

Bibliografía

Arena, Marco (2008): *Does insurance market activity promote economic growth? A cross-country study for industrialized and developing countries*. The Journal of Risk and Insurance, volumen 75 (4).

Baker, Mae y Collins, Michael (2003): *The asset portfolio composition of British life insurance firms, 1900-1965*. Financial History Review, volumen 10 (2). Cambridge University Press.

Banco de España (2015): *El tipo de interés real mundial: Evolución histórica y perspectivas*. Boletín económico diciembre 2015.

Banco de Pagos Internacionales (2011): *Fixed income strategies of insurance companies and pensions funds*. Comité del Sistema Financiero Global.

Borscheid, Peter y Viggo Haueter, Niels (2012): *World Insurance. The Evolution of a Global Risk Network*. Oxford University Press.

Cantor, Richard y Packer, Frank (1996): *Determinants and impact of sovereign credit ratings*. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review.

Carreras, Albert y Tafunell, Xavier (2005): *Estadísticas históricas de España, Siglos XIX - XX*. Fundación BBVA.

Clayton G. (1951): *The role of British life assurance companies in the capital markets*. The Economic Journal, volumen 61, número 241.

Comisión Europea (2016): *Informe de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo sobre los instrumentos alternativos a las calificaciones crediticias externas, el estado del mercado de la calificación crediticia, la competencia y la gobernanza en el sector de la calificación crediticia, el estado del mercado de los instrumentos de calificación estructurada y la viabilidad de una Agencia Europea de Calificación Crediticia*.

Cummins, J. David y Venard, Bertrand (2007): *The Handbook of International Insurance. Between Global Dynamics and Local Contingencies*. Springer Science & Business Media.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) (2014): *Low interest rate environment stock taking exercise 2014*.

European Systemic Risk Board (ESRB) (2015): *Report on the regulatory treatment of sovereign exposures*.

Frax Rosales, Esperanza y Matilla Quizá, María Jesús (1996): *Los seguros en España: 1830-1934*. Revista de Historia Económica, XIV, nº 1.

Ferri, Giovanni; Liu, L.G. y Stiglitz, Joseph Eugene (1999): *The procyclical role of rating agencies: evidence from the East Asian crisis*. Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena, 28.

García Atance, Salvador (1986): *Análisis de inversiones. Informe nº 329 - ICEA*. Capítulo "Renta variable e inversiones en el extranjero". Salvador García Atance, Director de Asesores Bursátiles.

Greene, Mark R. (1972): *The Spanish Insurance industry. An analysis*. The Journal of Risk and Insurance. Volumen 39 (2).

Herce, José Antonio (2013): *El seguro en la sociedad y la economía españolas. Balance socioeconómico de una industria necesaria*. Instituto de Ciencias del Seguro. Fundación Mapfre. Informe elaborado por AFI (Analistas Financieros Internacionales).

ICEA (1986): *Análisis de inversiones. Informe nº 329*.

ICEA (2013): *El sector asegurador como inversor institucional, Documento nº 227*.

ICEA (2014): *Las inversiones de las entidades aseguradoras. Año 2013. Informe nº 1.325*.

ICEA (2016): *Anuario del Sector Asegurador. Datos 2015*.

ICEA (2016): *Las inversiones de las entidades aseguradoras. Año 2015. Informe nº 1.411*.

Insurance Europe (2015): *European Insurance in Figures. Statistics Nº 50*.

Keneley, Monica (2004): *Adaptation and change in the Australian life insurance industry: a historical perspective*. Accounting, Business and Financial History, volumen 11 (2).

Keneley, Monica (2010): *The demise of the mutual life insurer: An analysis of the impact of regulatory change on the performance of Australian life insurers in the 1990s*. Accounting History, volumen 15 (1).

Kiff, John; Kissler, Michael y Schumacher, Liliana (2013): *Rating through the cycle: What does the concept imply for rating stability and accuracy?* FMI Working Paper 13/64.

- Knop, Roberto; De Castro, Marcos y Fernández, José Maria (2006): *Manual de instrumentos de renta fija*. Instituto de Estudios Bursátiles.
- Manzano Martos, Alberto (2012): *Claves del Seguro Español: Una aproximación a la Historia del Seguro en España*. Instituto de Ciencias del Seguro. Fundación Mapfre. Cuadernos de la Fundación nº 183.
- Martin, Ron y Turner, David (2000): *Demutualization and the Remapping of Financial Landscapes*. Transactions of the Institute of British Geographers, volumen 25 (2).
- Martínez Abascal, Eduardo y Guasch Ruiz, Jordi (2002): *Gestión de carteras de renta fija*. McGraw-Hill Profesional.
- Martín Mato, Miguel Ángel (2002): *Instrumentos de renta fija*. Prentice Hall.
- Mascareñas Pérez-Íñigo, Juan (2002): *Gestión de activos financieros de renta fija*. Ediciones Pirámide.
- Ministerio de Empleo y Seguridad Social. Secretaría de Estado de la Seguridad Social (2016): *Fondo de Reserva de la Seguridad Social. Informe a las Cortes Generales. Evolución, actuaciones del año 2015 y situación a 31 de diciembre de 2015*.
- Montijano, Francisco (2010): *Investigaciones históricas sobre el Seguro español. Capítulo 9 – Las relaciones banca-seguros: Consideraciones históricas y actuales*. Instituto de Ciencias del Seguro. Fundación Mapfre.
- Norwegian Ministry of Finance (2016): *The Management of the Government Pension Fund in 2015*.
- Pearson, Robin y Lönnborg, Mikael (2008): *Regulatory Regimes and Multinational Insurers before 1914*. The Business History Review, volumen 82 (1).
- Picazo Tadeo, Andrés José (1995): *Cambios estructurales recientes en el mercado español de seguros*. Información Comercial Española. Tribuna de Economía. Nº 739.
- Pons Pons, Jerònia (2003): *Las entidades aseguradoras y la canalización del ahorro en España*. Revista Española de Seguros, nº 115.
- Pons Pons, Jerònia (2008): *Encuentro Internacional sobre la Historia del Seguro. A History of insurance companies in Spain until 1936*. Instituto de Ciencias del Seguro. Fundación Mapfre.
- Pons Pons, Jerònia y Pons Brías, M^a Ángeles, coordinadoras (2010): *Investigaciones históricas sobre el Seguro español*. Instituto de Ciencias del Seguro. Fundación Mapfre.
- Radcliffe, Robert (1993): *Investment. Concepts, analysis and strategy*. Harper Collins Publishers. University of Florida.
- Scherer, Frederic (1970): *Industrial Market Structure and Economic Performance*. Rand McNally & Co.
- Scott, Peter. (2002): *Towards the "cult of the equity"? Insurance companies and the interwar capital market*. The Economic History Review, volumen 55 (1).

Skipper, Harold D. Jr. (1997): *Foreign insurers in emerging markets: Issues and concerns*. International Insurance Foundation, Occasional Paper.

The Geneva Association (2016): *Insurance Sector Investments and Their Impact on Financial Stability - An empirical study*.

Tortella Casares, Gabriel (2014): *Historia del seguro en España*. Fundación Mapfre. Instituto de Ciencias del Seguro.

Tortella Casares, Gabriel (2015): *Breve historia del seguro en España*. Instituto de Actuarios Españoles. Revista Actuarios.

Uriol Salcedo, José Ignacio (1990): *Historia de los caminos de España, Siglos XIX y XX*. Colegio de Ingenieros de Caminos, Canales y Puertos.

Visco, Ignazio (2016): *Financial stability in a world of very low interest rates*. Discurso de apertura de la 43ª Asamblea General de The Geneva Association.

Wasow, Bernard y Hill, Raymond D. (1986): *The insurance industry in economic development*. New York University Press.

Anexos

Anexo 1

Representatividad informes ICEA

| Año | Número de entidades | % inversiones |
|------|---------------------|---------------|
| 1986 | 55 | 38,2 |
| 1987 | 55 | 43,3 |
| 1988 | 63 | 42,3 |
| 1989 | 63 | 49,0 |
| 1990 | 68 | 57,0 |
| 1991 | 68 | 51,0 |
| 1992 | 81 | 63,0 |
| 1993 | 78 | 57,0 |
| 1994 | 78 | 53,0 |
| 1995 | 71 | 53,0 |
| 1996 | 65 | 52,0 |
| 1997 | 69 | 54,0 |
| 1998 | 72 | 56,0 |
| 1999 | 70 | 57,0 |
| 2000 | 68 | 63,0 |
| 2001 | 68 | 66,0 |
| 2002 | 63 | 59,0 |
| 2003 | 67 | 61,2 |
| 2004 | 69 | 66,5 |
| 2005 | 70 | 67,0 |
| 2006 | 64 | 67,5 |
| 2007 | 57 | 68,8 |
| 2008 | 51 | 53,4 |
| 2009 | 158 | 84,9 |
| 2010 | 161 | 86,1 |
| 2011 | 164 | 84,7 |
| 2012 | 161 | 80,9 |
| 2013 | 160 | 81,8 |
| 2014 | 155 | 81,9 |
| 2015 | 146 | 83,5 |

Fuente: ICEA, *Las inversiones de las Entidades Aseguradoras*.

Anexo 2

Distribución de la inversión por plazos según ramo, 1995-2016

| Año | Vida | | | | | No vida | | | | |
|------|---------|--------------------|---------------------|----------------------|-----------|---------|--------------------|---------------------|----------------------|-----------|
| | < 1 año | > 1 año y < 3 años | > 3 años y < 5 años | > 5 años y < 10 años | > 10 años | < 1 año | > 1 año y < 3 años | > 3 años y < 5 años | > 5 años y < 10 años | > 10 años |
| 1995 | 14,00 | 27,60 | 13,60 | 28,90 | 15,90 | 10,00 | 33,20 | 17,70 | 31,70 | 7,40 |
| 1996 | 14,90 | 25,00 | 14,20 | 26,40 | 19,60 | 10,50 | 25,50 | 20,80 | 33,70 | 9,50 |
| 1997 | 17,80 | 17,90 | 13,30 | 29,20 | 21,80 | 13,10 | 23,90 | 18,70 | 35,50 | 8,80 |
| 1998 | 20,80 | 14,90 | 13,90 | 26,40 | 24,00 | 16,30 | 22,60 | 22,90 | 27,20 | 11,00 |
| 1999 | 19,70 | 13,90 | 12,30 | 22,70 | 31,40 | 16,90 | 21,70 | 20,90 | 27,40 | 13,10 |
| 2000 | 12,80 | 15,00 | 13,80 | 27,00 | 31,40 | 12,30 | 25,30 | 18,50 | 27,30 | 16,60 |
| 2001 | 11,70 | 13,90 | 14,10 | 25,90 | 34,40 | 19,10 | 24,20 | 16,00 | 25,50 | 15,20 |
| 2002 | 11,40 | 13,10 | 9,60 | 24,60 | 41,30 | 16,90 | 14,50 | 15,40 | 36,00 | 17,40 |
| 2003 | 9,60 | 10,80 | 9,90 | 25,60 | 44,10 | 12,90 | 18,90 | 15,70 | 36,20 | 16,30 |
| 2004 | 10,40 | 10,30 | 12,90 | 20,10 | 46,30 | 14,80 | 18,90 | 14,60 | 34,20 | 17,60 |
| 2005 | 11,00 | 11,00 | 12,20 | 18,80 | 47,00 | 15,00 | 22,50 | 16,90 | 30,50 | 15,10 |
| 2006 | 10,35 | 13,31 | 11,10 | 17,10 | 48,15 | 17,04 | 22,98 | 20,54 | 26,29 | 13,15 |
| 2007 | 13,37 | 15,43 | 9,56 | 16,62 | 45,01 | 15,11 | 25,22 | 23,76 | 24,04 | 11,87 |
| 2008 | 14,18 | 14,52 | 9,78 | 16,66 | 44,86 | 16,04 | 27,67 | 14,99 | 26,66 | 14,64 |
| 2009 | 11,04 | 16,34 | 14,00 | 22,23 | 36,39 | 13,06 | 25,87 | 27,72 | 24,54 | 8,81 |
| 2010 | 8,02 | 17,51 | 13,64 | 23,53 | 37,30 | 17,18 | 29,46 | 21,13 | 22,10 | 10,13 |
| 2011 | 9,99 | 18,15 | 16,06 | 22,30 | 33,50 | 14,47 | 33,08 | 21,75 | 22,05 | 8,66 |
| 2012 | 10,40 | 16,85 | 13,31 | 20,30 | 39,14 | 20,10 | 26,47 | 21,18 | 22,35 | 9,90 |
| 2013 | 8,92 | 15,54 | 13,40 | 20,77 | 41,37 | 13,35 | 25,62 | 24,08 | 27,16 | 9,80 |
| 2014 | 9,10 | 14,84 | 12,11 | 22,12 | 41,83 | 10,00 | 26,59 | 23,91 | 27,33 | 12,17 |
| 2015 | 8,19 | 13,16 | 12,92 | 25,29 | 40,44 | 16,40 | 24,90 | 20,97 | 24,03 | 13,69 |

Fuente: ICEA, Las inversiones de las Entidades Aseguradoras.

La inversión incluye títulos de renta fija, depósitos y préstamos.

Datos expresados en porcentaje.

Anexo 3

Rating Reino de España, 1988-2015

| S&P | | Moody's | | Fitch | |
|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| Fecha | Rating | Fecha | Rating | Fecha | Rating |
| 01/08/1988 | AA | 03/02/1988 | Aa2 | 10/08/1994 | AA |
| 31/03/1999 | AA+ | 13/12/2001 | Aaa | 01/09/1999 | AA+ |
| 13/12/2004 | AAA | 30/09/2010 | Aa1 | 10/12/2003 | AAA |
| 19/01/2009 | AA+ | 10/03/2011 | Aa2 | 28/05/2010 | AA+ |
| 28/04/2010 | AA | 18/10/2011 | A1 | 07/10/2011 | AA- |
| 13/10/2011 | AA- | 13/02/2012 | A3 | 27/01/2012 | A |
| 13/01/2012 | A | 13/06/2012 | Baa3 | 07/06/2012 | BBB |
| 26/04/2012 | BBB+ | 21/02/2014 | Baa2 | 25/04/2014 | BBB+ |
| 10/10/2012 | BBB- | | | | |
| 23/05/2014 | BBB | | | | |
| 02/10/2015 | BBB+ | | | | |

Fuente: Bloomberg.

Anexo 4 Propiedad de las Letras del Tesoro, 1997-2009

| Año | Instituciones financieras monetarias | Instituciones de inversión colectiva | Seguros y fondos de pensiones | Resto de intermediarios financieros | Sociedades no financieras | Hogares y ISFLSH | Administración Pública | No residentes |
|------|--------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------|---------------------------|------------------|------------------------|---------------|
| 1997 | 2,39 | 66,59 | 2,98 | 3,64 | 9,96 | 11,50 | 0,53 | 2,41 |
| 1998 | 11,44 | 59,95 | 2,41 | 5,37 | 9,91 | 9,87 | 0,33 | 0,73 |
| 1999 | 12,07 | 50,46 | 3,95 | 6,16 | 14,60 | 10,52 | 0,54 | 1,70 |
| 2000 | 6,32 | 37,25 | 6,83 | 8,36 | 19,47 | 17,67 | 0,76 | 3,35 |
| 2001 | 7,24 | 26,18 | 5,81 | 11,64 | 25,93 | 19,39 | 3,23 | 0,57 |
| 2002 | 3,80 | 31,15 | 7,07 | 6,42 | 19,01 | 18,97 | 11,87 | 1,71 |
| 2003 | 18,47 | 28,21 | 7,03 | 5,54 | 12,77 | 12,95 | 11,00 | 4,04 |
| 2004 | 12,97 | 28,73 | 7,34 | 5,78 | 16,33 | 12,01 | 12,34 | 4,51 |
| 2005 | 16,70 | 31,33 | 4,33 | 7,51 | 9,95 | 12,84 | 12,86 | 4,48 |
| 2006 | 15,01 | 23,28 | 7,65 | 7,92 | 12,42 | 14,95 | 6,23 | 12,55 |
| 2007 | 10,00 | 23,27 | 10,19 | 9,30 | 12,13 | 15,80 | 6,55 | 12,76 |
| 2008 | 14,76 | 22,78 | 5,83 | 5,83 | 10,18 | 12,48 | 7,28 | 20,85 |
| 2009 | 17,10 | 11,87 | 4,62 | 2,24 | 6,84 | 3,36 | 5,31 | 48,67 |

Fuente: Banco de España.

ISFLSH: Institución sin fin de lucro al servicio de los hogares.

Saldos nominales. Cartera registrada (en porcentaje).

Datos expresados en porcentaje.

Anexo 5 Propiedad de las acciones de las empresas españolas cotizadas, 1992-2015

| Año | Bancos y cajas | Aseguradoras | Inversión colectiva | Administración Pública | Empresa no Financiera | Familias | No residentes |
|------|----------------|--------------|---------------------|------------------------|-----------------------|----------|---------------|
| 1992 | 15,56 | 3,37 | 1,65 | 16,64 | 7,72 | 24,44 | 30,61 |
| 1993 | 13,44 | 2,24 | 1,95 | 16,39 | 6,86 | 24,75 | 34,38 |
| 1994 | 15,09 | 2,68 | 3,04 | 13,77 | 6,80 | 22,76 | 35,86 |
| 1995 | 15,09 | 2,79 | 4,23 | 12,21 | 6,74 | 22,22 | 36,73 |
| 1996 | 14,06 | 2,20 | 5,02 | 10,87 | 6,90 | 23,59 | 37,36 |
| 1997 | 12,89 | 2,60 | 7,55 | 5,56 | 5,87 | 29,96 | 35,57 |
| 1998 | 11,73 | 2,82 | 7,41 | 0,58 | 5,48 | 35,08 | 36,89 |
| 1999 | 12,78 | 3,00 | 5,82 | 0,34 | 10,13 | 33,63 | 34,30 |
| 2000 | 7,29 | 2,29 | 4,77 | 0,21 | 20,26 | 30,52 | 34,67 |
| 2001 | 7,93 | 2,31 | 4,86 | 0,21 | 21,73 | 27,96 | 35,00 |
| 2002 | 7,08 | 2,21 | 5,19 | 0,44 | 22,00 | 28,31 | 34,77 |
| 2003 | 7,70 | 2,30 | 5,60 | 0,30 | 23,00 | 26,00 | 35,10 |
| 2004 | 8,70 | 2,30 | 6,30 | 0,30 | 23,10 | 24,10 | 35,20 |
| 2005 | 8,60 | 2,40 | 6,20 | 0,30 | 24,70 | 23,60 | 34,20 |
| 2006 | 9,30 | 2,50 | 7,20 | 0,30 | 24,40 | 23,80 | 32,50 |
| 2007 | 9,40 | 2,20 | 6,00 | 0,20 | 25,40 | 20,10 | 36,70 |
| 2008 | 7,60 | 2,00 | 5,40 | 0,30 | 26,00 | 20,20 | 38,50 |
| 2009 | 5,00 | 2,10 | 5,50 | 0,30 | 25,90 | 21,10 | 40,10 |
| 2010 | 4,60 | 2,00 | 5,60 | 0,30 | 26,10 | 22,20 | 39,20 |
| 2011 | 7,50 | 3,30 | 5,50 | 0,30 | 22,10 | 21,20 | 40,10 |
| 2012 | 5,20 | 3,00 | 5,40 | 0,50 | 21,70 | 25,10 | 39,10 |
| 2013 | 5,10 | 2,40 | 5,00 | 2,30 | 19,00 | 26,10 | 40,10 |
| 2014 | 4,30 | 2,30 | 5,20 | 1,90 | 17,10 | 26,20 | 43,00 |
| 2015 | 3,60 | 7,90 | | 2,90 | 18,90 | 24,40 | 42,30 |

Fuente: web Bolsas y Mercados Españoles (www.bme.es) - Estudios y Publicaciones - Informes y boletines de Mercado - 2015 - Estadísticas de los mercados -

13. Otra información de interés - 13.1 La distribución de la propiedad de acciones en España (datos años 2002-2015).

García, Domingo (2001): *La propiedad de las acciones cotizadas*. Revista de la Bolsa de Madrid, agosto-septiembre 2001 (datos años 1992-2001).

Únicamente sociedades domésticas.

Datos expresados en porcentaje.

Anexo 6

Estructura del activo según naturaleza jurídica, 2014

| Epígrafe | Total sector | Sociedades Anónimas | Mutuas | Mutualidades Previsión Social | Reaseguradores |
|--|---------------|---------------------|---------------|-------------------------------|----------------|
| Efectivo y otros líquidos equivalentes | 6,95 | 7,46 | 1,84 | 4,37 | 1,93 |
| Activos financieros mantenidos para negociar | 0,33 | 0,28 | 0,78 | 0,77 | 0,36 |
| Otros activos financieros a valor razonable con cambios en P y G | 7,20 | 7,52 | 12,37 | 0,54 | 0,00 |
| Activos financieros disponibles para la venta | 62,12 | 63,24 | 36,86 | 64,74 | 58,76 |
| Préstamos y partidas a cobrar | 9,75 | 9,10 | 12,71 | 15,02 | 18,58 |
| Inversiones mantenidas hasta el vencimiento | 1,31 | 0,92 | 4,93 | 4,67 | 1,84 |
| Derivados de cobertura | 0,11 | 0,12 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Participación del reaseguro en las provisiones técnicas | 2,14 | 1,99 | 2,80 | 0,15 | 13,03 |
| Inmovilizado material e inversiones inmobiliarias | 2,18 | 1,46 | 12,28 | 6,81 | 0,31 |
| Inmovilizado intangible | 1,11 | 1,24 | 0,44 | 0,02 | 0,03 |
| Participación en entidades del grupo y asociadas | 3,19 | 2,97 | 12,17 | 0,61 | 0,91 |
| Activos fiscales | 1,43 | 1,51 | 0,94 | 0,88 | 0,36 |
| Otros activos | 2,15 | 2,17 | 1,89 | 1,28 | 3,89 |
| Activos mantenidos para la venta | 0,02 | 0,01 | 0,00 | 0,16 | 0,00 |
| Total | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |

Fuente: DGSFP (2015): *Memoria Estadística Anual de Entidades Aseguradoras 2014*.

Datos en porcentaje.

Anexo 7

Estructura del activo según naturaleza jurídica, 2001

| Epígrafe | Total sector | Sociedades Anónimas | Mutuas | Mutualidades Previsión Social | Reaseguradores |
|--|---------------|---------------------|---------------|-------------------------------|----------------|
| Inversiones materiales | 2,82 | 2,00 | 13,53 | 1,72 | 1,12 |
| Inversiones financieras en empresas del grupo y asociadas | 5,28 | 4,81 | 10,60 | 0,22 | 11,09 |
| Inversiones financieras en capital | 2,56 | 2,59 | 2,59 | 0,00 | 0,59 |
| Valores de renta fija | 46,57 | 48,85 | 19,69 | 75,52 | 26,48 |
| Préstamos hipotecarios | 0,44 | 0,46 | 0,17 | 0,21 | 0,00 |
| Participaciones en fondos de inversión | 3,31 | 1,97 | 19,97 | 0,00 | 6,61 |
| Depósitos en entidades de crédito | 5,68 | 5,88 | 3,66 | 0,00 | 3,96 |
| Inversiones por cuenta de los tomadores de seguros de vida que asumen el riesgo de inversión | 9,47 | 10,31 | 0,56 | 0,00 | 0,00 |
| Créditos | 6,33 | 6,11 | 9,04 | 7,08 | 7,15 |
| Activos inmateriales | 0,46 | 0,45 | 0,55 | 0,47 | 0,77 |
| Participación reaseguro en provisiones técnicas | 3,11 | 2,79 | 4,69 | 4,83 | 19,18 |
| Ajustes por periodificación | 2,72 | 2,70 | 2,54 | 3,80 | 4,63 |
| Otros activos | 11,25 | 11,09 | 12,40 | 6,15 | 18,42 |
| Total | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |

Fuente: DGSFP (2002): *Memoria Estadística Anual de Entidades Aseguradoras 2001*.

Datos en porcentaje.