

# El mercado de reaseguro global



Faro de Felgueira en Oporto (Portugal) azotado por el temporal en enero de 2013



Martyn Street  
Senior Director – Insurance  
Fitch Ratings

### 2015 será un año duro para los reaseguradores

La ausencia de grandes siniestros, junto con la intensa competencia del mercado y la escasa demanda de los compradores de reaseguro, han causado un reblandecimiento del mercado para los reaseguradores caracterizado por la caída de los precios y, de manera menos visible, por el deterioro de las condiciones. El exceso de capital en manos de los reaseguradores del sector aumenta la probabilidad de que las condiciones de mercado blando continúen en 2015, aunque no están claros el grado y ritmo al que avanzará el deterioro de los precios.

Paradójicamente, la difícil situación que vive actualmente el reaseguro se ha visto favorecida por los resultados técnicos positivos del sector desde el año récord de siniestros catastróficos de 2011. Los resultados rentables de los reaseguradores están atrayendo más capital hacia el sector, también desde fuentes no tradicionales alternativas, creando un exceso de capacidad de suscripción que se ha traducido en una competencia de precios y una caída de las primas de reaseguro. Sin embargo, los resultados recientes revelan

**Los resultados rentables del reaseguro están atrayendo más capital, también desde fuentes no tradicionales alternativas, creando un exceso de capacidad que se ha traducido en una competencia de precios y una caída de las primas de reaseguro**

que los precios y la competencia aún deben empeorar más para que la erosión de los beneficios se haga insostenible, ya que en los últimos años los reaseguradores registraron en conjunto unos ratios combinados por debajo del 90% y una rentabilidad de los fondos propios (ROE) en torno al 12%.

### ¿Mercado blando o cambio estructural?

Al realizar evaluaciones analíticas a largo plazo es importante distinguir entre las fluctuaciones cíclicas a corto plazo y las tendencias estructurales a futuro. Las reducciones de precios como consecuencia de la menor siniestralidad o de las fluctuaciones temporales y oportunistas de la capacidad reflejan el ciclo de suscripción al que las empresas deben hacer frente en el curso normal de sus actividades.

En cambio, se prevé que el aumento de capital alternativo y los cambios en los hábitos de adquisición de reaseguro tengan consecuencias a largo plazo para el sector. La aparición de capital alternativo en el sector del reaseguro supone un *credit negative* continuo (aconte-

cimiento que empeora la percepción de solvencia) para las calificaciones tradicionales de los reaseguradores. Aún no está claro si los cambios en los hábitos de adquisición de reaseguro por las aseguradoras directas son permanentes o cíclicos.

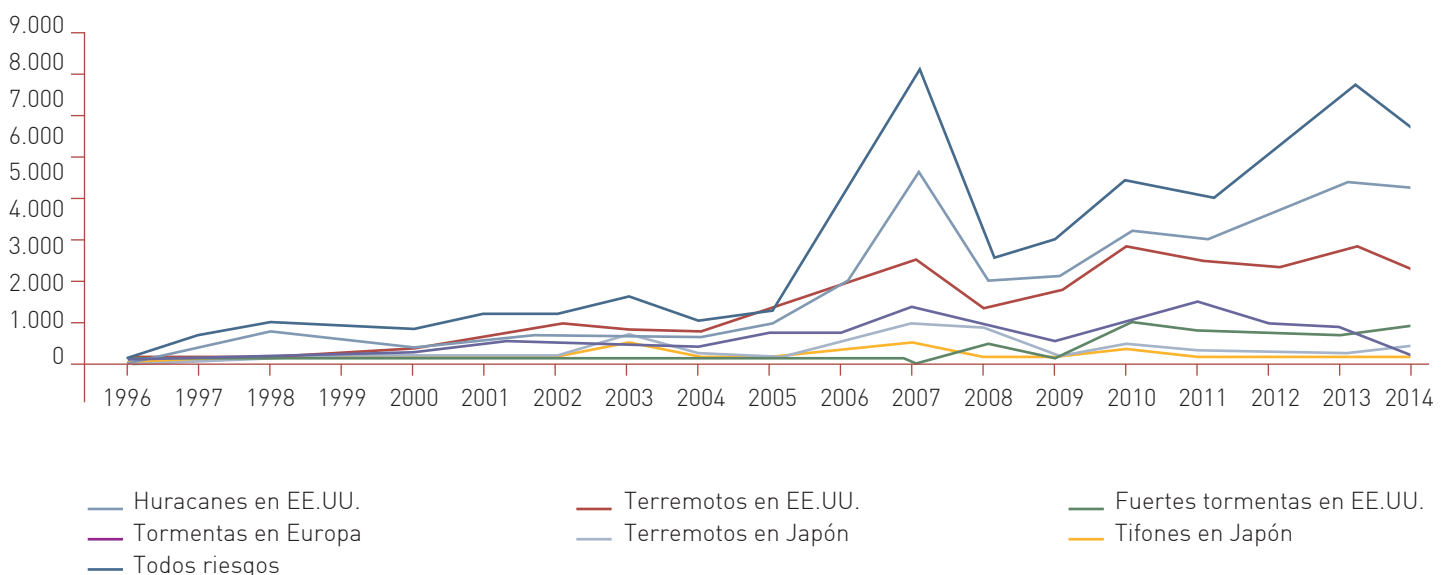
### Los precios de la cobertura de daños catastróficos en los EE.UU., afectados por la tormenta perfecta

Desde hace algún tiempo, el mercado de reaseguro de daños catastróficos en los EE.UU. está recibiendo una especial atención de los comentaristas del mercado, debido a los recortes de precios que en algunos ramos alcanzan porcentajes de dos dígitos. El actual deterioro de los precios se ve como la combinación de un mercado blando cíclico y un cambio estructural, creada por una tormenta perfecta de una baja siniestralidad y una intensa competencia en el lado de la oferta. El mercado blando cíclico ha estado precedido por la acumulación de capacidad de suscripción en los últimos años, debido principalmente a la disminución de los niveles de acti-

**Figura 1: Emisión de bonos de catástrofes por riesgo y año.**

Fuente: Fitch.

Miles de millones de dólares (USD)



vidad de las tormentas y, como consecuencia, de los daños asegurados en las zonas de mayor incidencia del Golfo de México y de los estados sureños de los EE.UU.

Desde el punto de vista estructural, la disponibilidad de capacidad de suscripción se ha visto exacerbada por la continua entrada de capital alternativo, que ha crecido de forma especialmente vertiginosa en esta parte del mercado del reaseguro. Ello ha intensificado la competencia entre los nuevos partícipes y los actores tradicionales y, más recientemente, entre los reaseguradores tradicionales que tratan de mantener su cuota de mercado. La figura 1 pone de relieve el fuerte crecimiento en la emisión de bonos de catástrofes desde 2008.

El crecimiento del capital alternativo, más que a una reforma radical, conducirá probablemente a una evolución natural del mercado, y representa un cambio estructural para los reaseguradores tradicionales, lo que ha llevado a algunos observadores del mercado a cuestionar la viabilidad a largo plazo de los reaseguradores tradicionales con una alta exposición a estas condiciones.

## Los cambios afectarán a un sector más amplio del mercado; ¿el ramo de accidentes y RC será el siguiente?

En menor medida, la disminución de la carga siniestral y la intensa competencia han provocado que el reblandecimiento de las condiciones del mercado se haya extendido en 2014 a todo el sector del reaseguro. Algunas de las caídas de precios más importantes observadas en las renovaciones de abril de 2014, que es una fecha de renovación importante para el negocio en Asia-Pacífico, experimentaron una fuerte disminución en el negocio japonés, con descensos de hasta veinte puntos porcentuales en los precios de los programas de terremotos y temporales/inundaciones exentos de siniestros. Esta tendencia negativa sigue a más de dos años de aumentos de tasas significativos tras los siniestros que afectaron a esta región en 2011. Una vez que los reaseguradores «recuperaron» las pérdidas, es natural que se produzca una cierta corrección de los precios.

Con vistas a 2015, uno de los sectores clave del mercado que debe tenerse en cuenta son los ramos de accidentes y RC. A medida que se reblandece el ramo de daños catastróficos, es



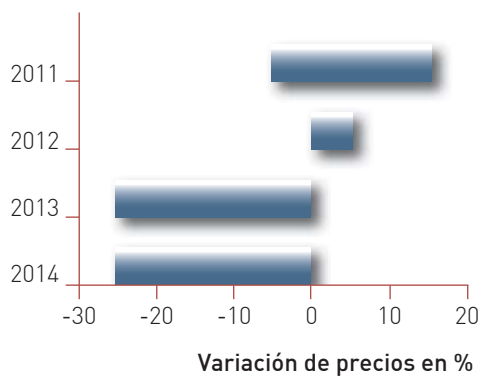
probable que el capital tradicional se oriente hacia los ramos que se considera que proporcionan una mayor adecuación de precios, como accidentes y RC. Además, en 2014 se ha producido la entrada de capital alternativo en el negocio de accidentes y RC, con la constitución de una nueva compañía *sidecar* específica.

Aún es demasiado pronto para saber si logrará ganar suficiente fuerza este tipo de vehículo

específico, que utilizará una estrategia de inversión alternativa (principalmente préstamos garantizados sin grado de inversión gestionados por un *hedge fund*) diseñada para darle una ventaja en los precios. Sin embargo, algunos reaseguradores tradicionales podrían decidir adoptar una postura más activa reduciendo los precios para defender su cuota de mercado frente a una oleada de nuevos reaseguradores de accidentes y RC respaldados por *hedge funds*. Ello proporcionaría otra fuente de presión a corto plazo sobre los precios. Si estos vehículos adquieren suficiente fuerza, la presión sobre los precios podría prolongarse.

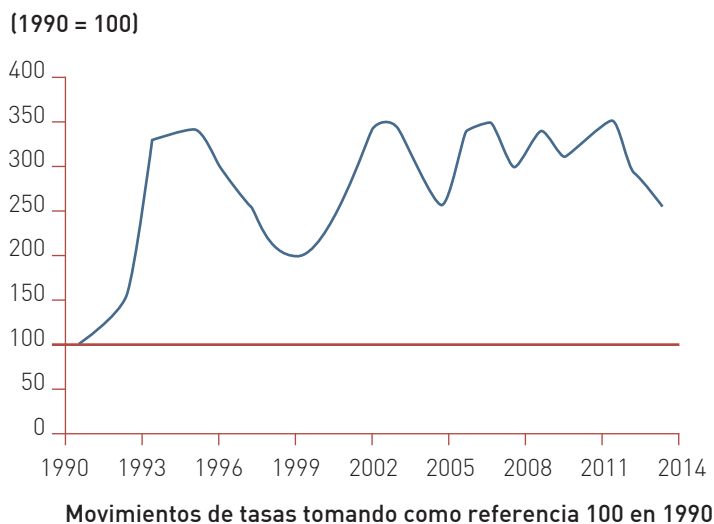
### Figura 2: Tendencias de precios en las renovaciones.

Seguro de daños catastróficos EE.UU. - Exento de siniestros.  
Fuente: Informes propios (Fitch) y de corredores.



### Figura 3: Tendencias de seguro de daños catastróficos en EE.UU.

Fuente: Willis Re.



Erupción del volcán Eyjafjallajökull en 2010. Islandia © J. Helgason / Shutterstock.com



## Caída de precios y adecuación de precios

Si bien es importante observar los movimientos de precios, también es necesario tener en cuenta su adecuación. La figura 2 muestra el cambio en las tasas del negocio de daños catastróficos exentos de siniestros en los EE.UU. renovado en los meses de junio y julio. La disminución de los siniestros asegurados ha provocado un cambio en los precios desde aumentos de hasta el 15% en 2011 hasta descensos de hasta el 25% en 2014. Como consecuencia, las tasas se encuentran en su nivel más bajo desde 2005,

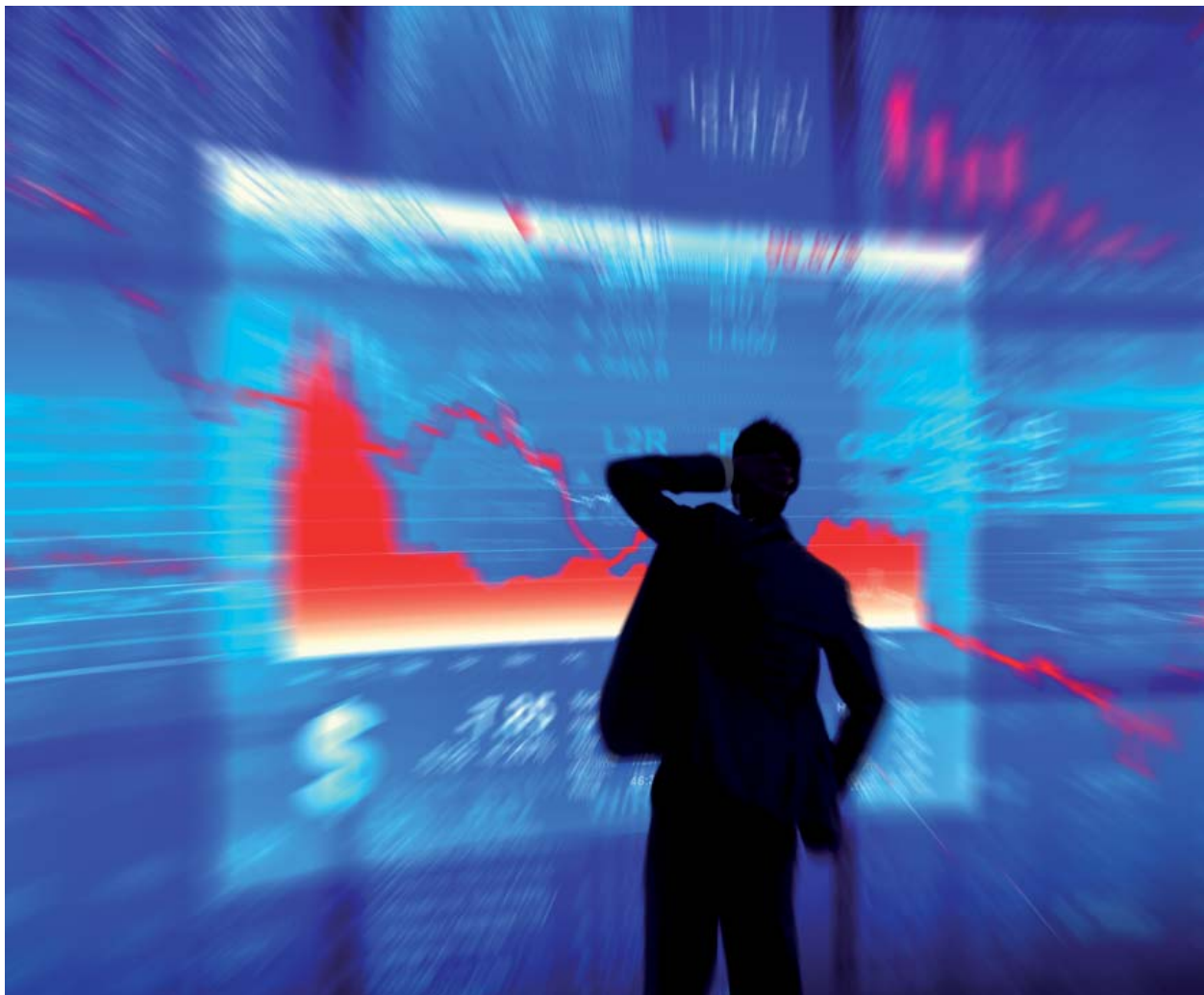
antes de que los huracanes Katrina, Rita y Wilma (KRW) azotaran ese año los EE.UU. (ver figura 3).

Muchos reaseguradores publican informes donde plasman su opinión sobre la adecuación de precios para las principales categorías. Los indicadores normalmente evalúan la adecuación de acuerdo con criterios económicos, tratando de lograr una tasa de retorno por encima de un nivel de referencia, que a menudo es el coste de capital de la compañía. Por ejemplo, algunos comentarios recientes de los reaseguradores tras las renovaciones

**A medida que se reblandece el ramo de daños catastróficos, es probable que el capital tradicional se oriente hacia los ramos que se considera que proporcionan una mayor adecuación de precios, como accidentes y RC**



**Se ha señalado que el precio de mercado del riesgo de daños catastróficos ha caído en 2014 a un nivel que muchos actores del mercado consideran inadecuado, teniendo en cuenta el riesgo y la volatilidad de las catástrofes**



de mediados de 2014 han señalado que el precio de mercado del riesgo de daños catastróficos ha caído a rendimientos esperados, en su parte alta, de un solo dígito, un nivel que muchos actores del mercado, teniendo en cuenta el riesgo y la volatilidad de las catástrofes, consideran inadecuado.

Las diferencias en las tasas críticas de los reaseguradores y las diferencias respecto a la manera en que clasifican sus operaciones dificultan la comparación entre pares; no obstante, el análisis de los datos publicados en 2014 por algunos reaseguradores europeos indica que estos siguen considerando rentable el ramo de daños catastróficos en los EE.UU. en la clase de nivel más alto. Esta opinión se ve respaldada independientemente por los índices de precios a largo plazo, según los cuales, desde una perspectiva histórica, los precios siguen siendo elevados a pesar de las fuertes bajadas en los últimos dos años.

## **Tres riesgos importantes que enfrentarán los reaseguradores en 2015**

### **1. Deterioro de la adecuación de precios y de las condiciones**

Para 2015 se prevé que, de no producirse un gran evento siniestral, se deteriorarán los precios y las condiciones en la mayoría de los ramos, lo que aumentará la presión sobre los beneficios del sector. Sin embargo, se espera que la adecuación de los precios en el negocio suscrito, que normalmente tiene en cuenta una tasa de retorno por encima del coste de capital de una compañía, continúe siendo positiva en la mayoría de las clases. El resultado final de las renovaciones se verá influido en parte por el volumen de la capacidad de suscripción que redistribuyen los reaseguradores para reducir su exposición en ciertas clases en Norteamérica.



Muchas de las tasas de reaseguro de accidentes y RC exento de siniestros han disminuido ligeramente a lo largo de 2014, y la situación podría extenderse al 2015. Esta presión se debe en parte al aumento de la competitividad en el mercado de accidentes y RC, ya que hay más reaseguradores que, para obtener beneficios, buscan ramos de riesgos no catastróficos. A diferencia de los ramos de daños, los márgenes de beneficio de las clases de accidentes y RC resultan cada vez más atractivos para muchos reaseguradores. La diferencia fundamental entre los riesgos de daños y los de accidentes y RC, que incluye la responsabilidad civil de cola larga de estos últimos, se considera un obstáculo para los reaseguradores que, de no ser por eso, entrarían en el mercado de accidentes y RC. También se espera que el crecimiento de capital alternativo en el sector de accidentes y RC sea más lento que en el mercado de daños, lo cual refleja el menor apetito de los inversores por riesgos de larga duración, que son menos fáciles de modelizar.

## **2. Mientras continúen los bajos rendimientos, la búsqueda de mayores rentabilidades aumenta el riesgo**

La persistencia de los bajos rendimientos de inversión aumenta el riesgo de que el sector del reaseguro se vea expuesto a un comportamiento adverso de los inversores impulsados por la búsqueda de mayores rendimientos. El aumento de la ponderación del riesgo en los activos que integran una cartera de inversiones, en busca de una mayor rentabilidad, es una opción al alcance de todos los (re)aseguradores. Las consecuencias adversas de la entrada de flujos de capital son exclusivas del sector del reaseguro, ya que los inversores externos, incluidos los fondos de pensiones y los *hedge funds*, buscan la rentabilidad mediante la inversión en productos de reaseguro alternativos como los bonos de catástrofes.

La entrada de capital alternativo supone una amenaza mayor a largo plazo para el sector

**Las consecuencias adversas de la entrada de capital son exclusivas del sector del reaseguro, ya que los inversores externos, incluidos los fondos de pensiones y los *hedge funds*, buscan la rentabilidad en productos de reaseguro alternativos, como los bonos de catástrofes**



del reaseguro, debido al potencial y a la permanente erosión de los márgenes de beneficio en productos históricamente rentables. Dentro de la industria se va generalizando la opinión de que una parte significativa de estos fondos tendrá una presencia permanente en el sector del reaseguro, a causa de la diversificación de cartera que el riesgo de catástrofes ofrece a los inversores.

Los bajos tipos de interés ejercerán presión sobre los beneficios de los reaseguradores en 2015. Mientras que para el año próximo se proyecta una subida de los tipos de interés a largo plazo en muchos países desarrollados, entre ellos los EE.UU. y el Reino Unido, se prevé que su nivel absoluto se mantendrá por debajo de la media histórica a largo plazo. Posteriormente, las tasas de reinversión de los reaseguradores con carteras de renta fija a largo plazo serán probablemente inferiores a las de otros instrumentos de vencimiento próximo.

Es poco probable que la posibilidad de bajos rendimientos prolongados de las inversiones haga desviarse a los reaseguradores de sus estrategias básicas de inversión. Estas incluyen mantener una liquidez suficiente para cubrir y liquidar oportunamente sus obligaciones y evitar una volatilidad excesiva en el balance. La mayoría de las compañías de reaseguro sigue manteniendo un perfil de riesgo de inversión conservador, siendo los bonos de renta fija la principal categoría de activos. Dentro de esta categoría se ha producido un cambio gradual desde instrumentos gubernamentales hacia instrumentos corporativos, impulsado en parte por una situación económica más estable y en crecimiento, pero también por la búsqueda de una mayor rentabilidad.

Aunque en la actualidad su alcance sea limitado, la aparición o reaparición de reaseguradores auspiciados por *hedge funds* que utilizan una estrategia de inversión alternativa es otra señal de que algunos proveedores de capital están haciendo frente a la baja rentabilidad de las inversiones tradicionales. La utilización de rendimientos en exceso específicos de inversión para obtener una ventaja de precios también puede ser una fuente de presión sobre el mercado blando si ganan fuerza dichos vehículos de inversión.



### 3. El cambio estructural amenaza con debilitar la posición competitiva

Aún no se sabe exactamente cómo afectarán al sector el crecimiento de capital alternativo y los cambios en los hábitos de adquisición de reaseguro, aunque es probable que el impacto sea negativo y se prolongue en el tiempo. Estas dos tendencias representan un reto importante para los reaseguradores tradicionales, ya que se prevé que cada una de ellas reducirá la demanda de productos tradicionales de reaseguro. De estas dos tendencias, se espera que el crecimiento de capital alternativo ejercerá la mayor influencia en la futura posición competitiva de los reaseguradores tradicionales.

La aparición del mercado de reaseguro alternativo tendrá, en conjunto, un efecto negativo para las calificaciones crediticias y la solidez financiera de los reaseguradores en el actual



mercado competitivo. Aunque para algunas compañías tenga efectos positivos (por ejemplo, una mayor cuota de ingresos), la mayor competencia y el aumento de la capacidad de oferta de los mercados de capitales han servido para reducir de manera importante los precios del reaseguro y ha supuesto el deterioro del perfil de rentabilidad para el sector del reaseguro.

La erosión de los márgenes de beneficio tradicionales de los reaseguradores reduce su capacidad de absorber la volatilidad de suscripción en caso de que esta se produzca. Los reaseguradores especialmente vulnerables a las condiciones actuales del mercado son aquellos con una mayor exposición a los riesgos de daños catastróficos, ya que los capitales de terceros siguen centrándose en los riesgos de daños basados en modelos y, en particular, en la zona de mayor riesgo de los EE.UU., que históricamente tiene los márgenes más altos.

Los cambios en los hábitos de adquisición de reaseguro reducirán probablemente el volumen global de protección de reaseguro adquirida, sobre todo por las cedentes directas de mayor tamaño. Debido a la baja rentabilidad de las inversiones, los aseguradores directos retienen más riesgo con niveles favorables de capital para aumentar los rendimientos. No está claro hasta qué punto ello acabará siendo un cambio estructural o cíclico.

Históricamente, las compañías directas aumentaban la adquisición de reaseguro cuando bajaban los precios. Las grandes cedentes, sin embargo, realizan cada vez más negocios de forma centralizada y a una escala global. Mediante el uso de una creciente cantidad de datos y de modelos sofisticados fácilmente disponibles, estas compañías agrupan los riesgos en múltiples programas territoriales donde después los riesgos punta se colocan sobre una base de exceso de pérdida. Posteriormente se realiza una mejor diversificación de los programas, lo cual, junto con el aumento de la escala, permite a la cedente retener una mayor proporción de sus riesgos de lo que pueden hacer las pequeñas cedentes.

La menor demanda de reaseguro se debe también a las recientes tendencias siniestros-costes subyacentes favorables, que han permitido a las aseguradoras sentirse más a gusto al aceptar el riesgo y la volatilidad. Estas tendencias podrían cambiar fácilmente, pues un cambio imprevisto de la tasa de inflación o de los tipos de interés influiría específicamente en el coste de los siniestros asegurados tales como los gastos médicos, la liquidación de litigios o la inflación social. En el marco de este tipo de cambio más bien cíclico, la demanda de cobertura de riesgo de los aseguradores directos podría aumentar y revertir el negocio a los reaseguradores.

### **Seleccionar a los ganadores no es sencillo**

Identificar a los reaseguradores ganadores y perdedores no es una tarea fácil, ya que los efectos de la caída de precios de las primas y el reblandecimiento de las condiciones pueden tardar no solo meses sino años en debilitar la solidez financiera de una compañía y reflejarse en los informes de resultados financieros. Este

**Los cambios en los hábitos de adquisición de reaseguro reducirán probablemente el volumen global de protección de reaseguro adquirida, sobre todo por las cedentes directas de mayor tamaño**

aspecto se ve reforzado por los resultados actuales, que presenten una situación financiera estable apoyada en una sólida capitalización y una rentabilidad cercana a niveles récord. Los pequeños reaseguradores monorramo de daños catastróficos sin otras características distintivas son los más vulnerables a un periodo prolongado de debilitamiento del precio de mercado, debido a su limitada capacidad para establecer y controlar las condiciones contractuales y lograr una diversificación controlada hacia los ramos menos expuestos.

La vigilancia predictiva puede mejorarse utilizando una evaluación cualitativa que trata de determinar la vulnerabilidad de una compañía específica al continuo reblandecimiento de los precios y a los cambios estructurales observados. Analizar debidamente la posición de una compañía en el mercado general y evaluar su estrategia pueden ser herramientas útiles para comparar la marcha de una compañía frente a un competidor.

Los indicadores cualitativos de alerta temprana más habituales incluyen, por un lado, una fuerte diversificación o la orientación hacia nuevos negocios o mercados geográficos sobre los que la compañía puede carecer de conocimientos sólidos y, por otro, el crecimiento por encima del mercado, lo cual puede aumentar la exposición de un reasegurador al negocio infratarificado o indicar la falta de disciplina de suscripción. Hay otras señales, por ejemplo, cuando un reasegurador suscribe negocio que se sitúa muy por debajo del precio técnico mínimo de la compañía para mantener su cuota de mercado, pero este es un factor muy difícil de detectar.

### **Estrategia de los reaseguradores: reaseguradores monorramo y de cartera**

El universo de los reaseguradores globales es ciertamente diverso y comprende empresas de diferente tamaño, alcance geográfico, variedad de productos y apetito por riesgo. La estrategia corporativa es fundamental para determinar cada una de esas variables. Desde una perspectiva general pueden identificarse dos grupos independientes y diferenciados.

**Pueden identificarse dos grupos de reaseguradores: los monorramo y suscripción de negocio técnico, pero que puede analizarse mediante el uso de modelos, y los reaseguradores tradicionales, que suscriben una cartera de negocios más diversificada y tienen un horizonte de rentabilidad a largo plazo**



El primero lo forman los reaseguradores monorramo, cuya estrategia es suscribir negocio técnico, pero que puede analizarse mediante el uso de modelos. La rentabilidad de cada transacción es un factor clave para suscribir negocio, lo que significa que un mercado duro favorece a este grupo. Los programas de catástrofes de los EE.UU. representan una de esas áreas donde podría centrarse y operar este tipo de compañías. En una situación de mercado blando, mantener los beneficios puede resultar una tarea ardua, pues la viabilidad de una compañía requiere un enfoque disciplinado para gestionar el ciclo y la habilidad para variar la cantidad de capital dentro de la compañía en sintonía con el ciclo.



Huracán Arthur visto desde la Estación Espacial Internacional, julio de 2014. © NASA / Jeff Schmaltz

**Identificar a los reaseguradores ganadores y perdedores no es una tarea fácil, ya que los efectos de la caída de precios de las primas y el reblandecimiento de las condiciones pueden tardar no solo meses sino años en debilitar la solidez financiera de una compañía y reflejarse en los informes de resultados financieros**

El segundo grupo incluye a los reaseguradores de cartera tradicionales que suscriben una cartera de negocios más diversificada y tienen un horizonte de rentabilidad a largo plazo. La rentabilidad se evalúa a través de una cartera, donde la menor rentabilidad de una operación queda compensada por la mayor rentabilidad de otra. Las compañías suelen tener la escala y el alcance para suscribir primas en todo el mundo, tratando de optimizar la distribución de capital a través de la diversificación. A diferencia del primer grupo, estos reaseguradores dan prioridad a la gestión de la cartera y pueden entrar o salir de un ramo. Asimismo, pueden aceptar un cierto nivel de infratarificación en algunos ramos si ello se compensa con las ganancias en otros, pero

sin llegar al extremo. No obstante, es posible que estas empresas tengan que enfrentar una erosión de los ingresos si el ciclo blando se prolonga y se extiende a varios ramos.

### **La escala y diversidad indican una mayor resistencia financiera**

Algunos observadores del mercado, para respaldar sus pronósticos sobre la futura evolución del sector, han utilizado el concepto de categorización, que sitúa a cada reasegurador en una categoría específica en función de una

o varias métricas. Por lo general, las compañías que aparecen en la categoría superior son las más grandes, y podría decirse que las más diversificadas, y se consideran las mejor situadas para resistir las actuales fuerzas del mercado y beneficiarse potencialmente de ellas.

La figura 4 ilustra el concepto de categorización; en este caso, los reaseguradores están ubicados en sus respectivas categorías en función de su posición de mercado y su tamaño o escala, según la asignación de Fitch. La clasificación por tamaño se basa en el volumen total de primas netas suscritas (incluidas las primas directas, si procede) teniendo en cuenta la atención que se presta actualmente a la baja de los precios de

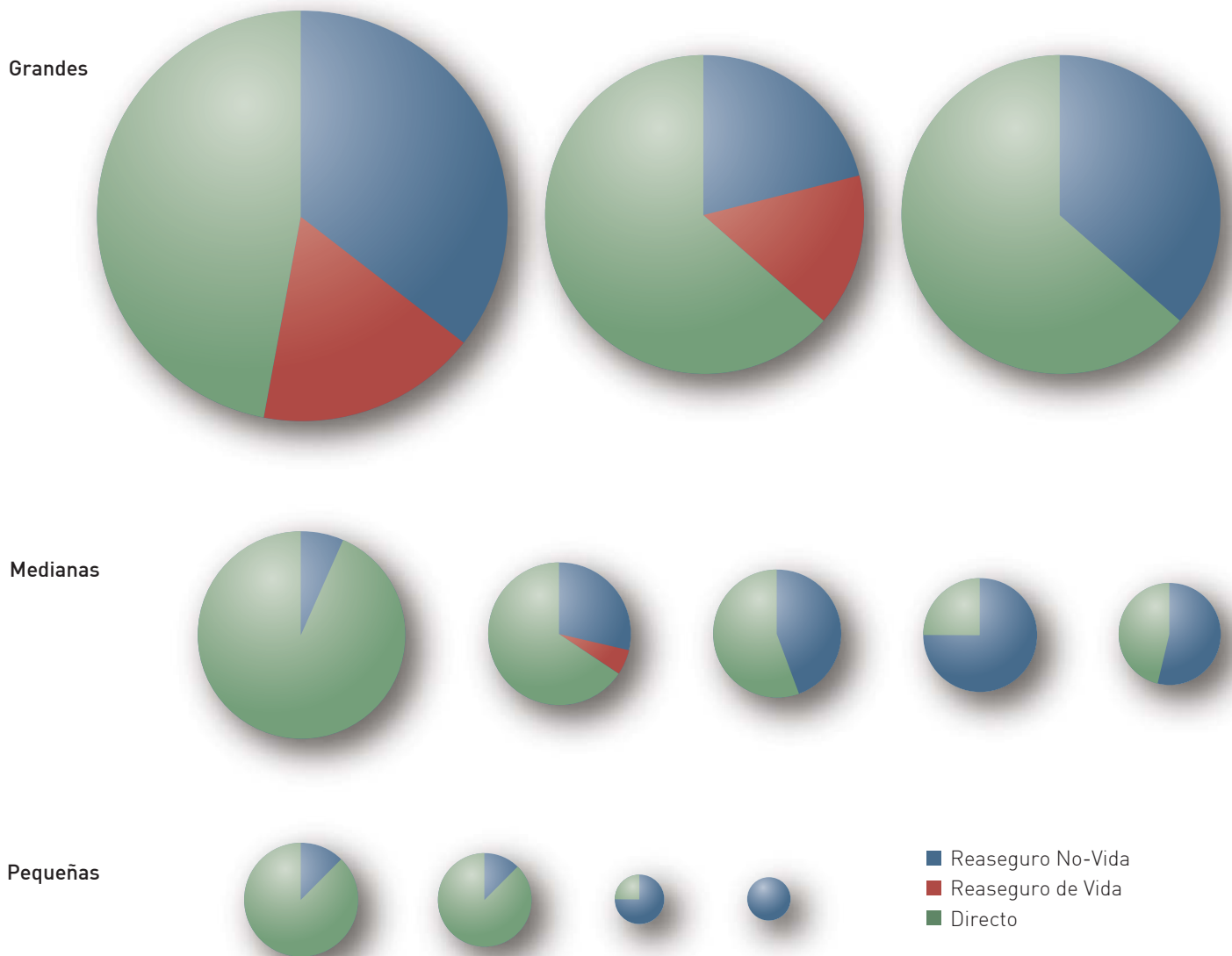
las primas. La comparación de la diversidad geográfica y de las carteras resulta más complicada, debido a la falta de homogeneidad entre los informes de las distintas compañías.

### La provisión y realización de valor dependen menos del tamaño

La escala y diversidad se consideran dos factores que pueden ayudar a un reasegurador a resistir cuando empeoran las condiciones del mercado. Pero la provisión y realización de valor dentro de la cadena de adquisición de reaseguro se consideran también un importante factor determinan-

**Figura 4: Categorización de reaseguradoras por posición en el mercado y tamaño o escala\*.**

Fuente: Fitch.

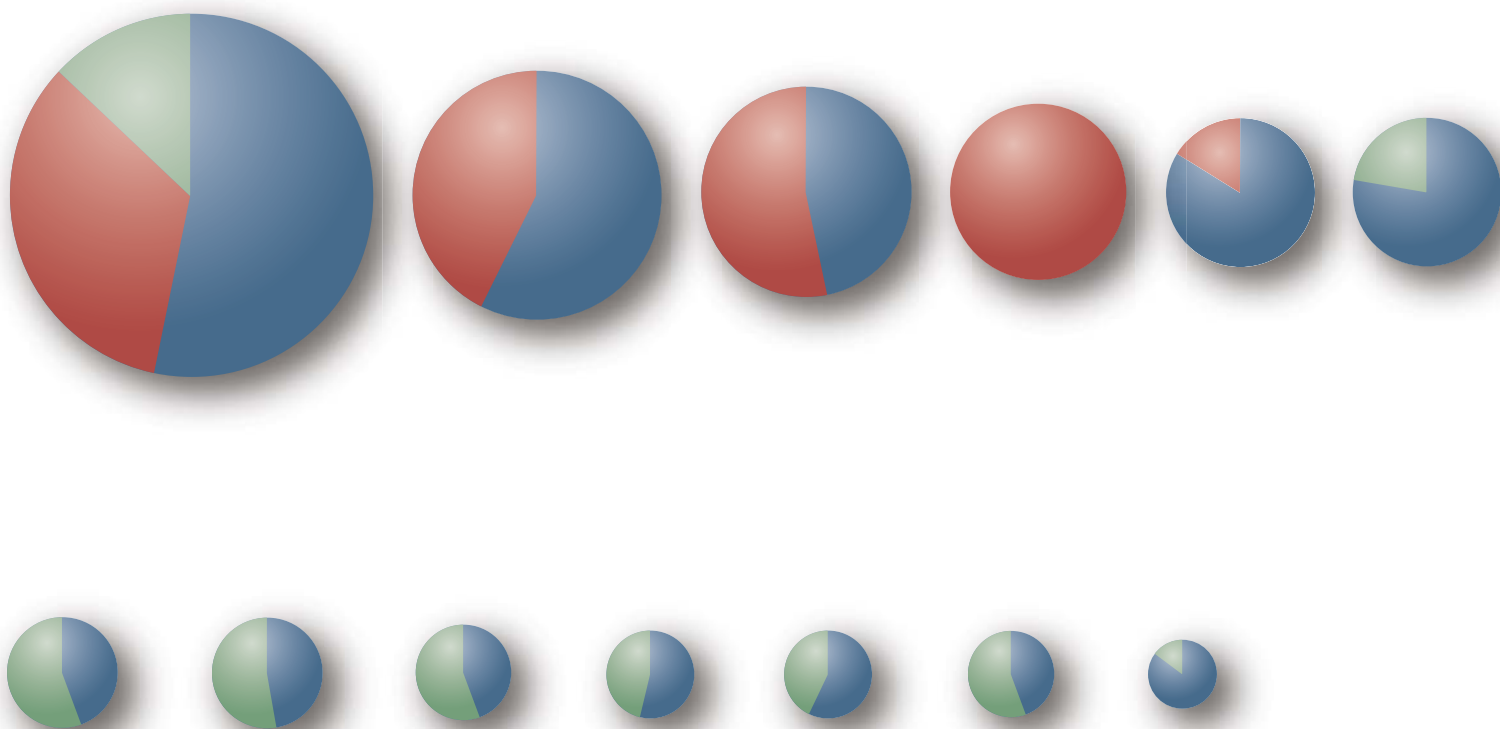


te del éxito continuado de un reasegurador. El valor puede proceder de diversos factores, como el conocimiento especializado de productos y la experiencia técnica, ofertas que dependen menos del tamaño pero que son productos muy apreciados por algunos adquirentes de reaseguro, tanto si demandan productos de reaseguro tradicionales como alternativos.

### Perspectivas de la calificación de Fitch para 2015

Fitch mantiene una perspectiva estable para las calificaciones del sector del reaseguro.

Creemos que la mayoría de los reaseguradores mantendrán la rentabilidad y solidez del balance durante los próximos doce a dieciocho meses, en consonancia con las calificaciones actuales. No obstante, existe un riesgo creciente de que un grupo de pequeños reaseguradores, especialmente aquellos con carteras de daños muy expuestas, puedan experimentar rebajas de calificación y/o movimientos hacia una perspectiva negativa. En conjunto, estas medidas negativas podrían compensarse con la revisión al alza de un grupo seleccionado de actores más diversos y de mayor tamaño, que se consideran los más resistentes a las condiciones del mercado.



\*Según la descripción del informe especial Reinsurance (Global) Sector Credit Factors.

Nota: El tamaño de los círculos indica el total de primas netas suscritas, incluidos el reaseguro No-Vida, reaseguro de Vida y el negocio directo, si procede. El término 'directo' comprende todos los negocios no designados como segmento de reaseguro.