

Documentos de Trabajo

Número 13/23

Tendencias regulatorias financieras globales y retos para las Pensiones y Seguros

Análisis económico
Madrid, julio de 2013

Tendencias regulatorias financieras globales y retos para las Pensiones y Seguros

Javier Alonso, Tatiana Alonso, Santiago Fernández de Lis, Cristina Rohde y David Tuesta

Junio de 2013

Resumen

El sistema financiero está siendo objeto de un importante ajuste regulatorio que se ha incrementado gradualmente en los últimos cinco años. Solvencia II y Basilea III son dos de las iniciativas globales más relevantes que tratan de reformular el escenario futuro de las finanzas. Bajo este escenario el sector de Pensiones y Seguros (PyS), menos afectado en la crisis, está inmerso en importantes cambios procedentes de distintos canales. A este respecto, este trabajo se centra en las principales tendencias regulatorias globales que afectan al sector de PyS, bien directamente a partir de su propia regulación o indirectamente debido a los cambios de la regulación y estrategias del sector bancario. Después de abordar las principales características de las distintas normativas, este estudio llega a la conclusión de que hay una gran disparidad entre los países en cuanto a la situación inicial de los sectores de PyS, tanto en términos de niveles de solvencia como en cuanto a la diversificación y grado de riesgo de las carteras de inversión, lo que originará diferentes efectos desde una perspectiva basada en los países: a pesar de ello, hay un reto común acerca de cómo reconciliar una normativa más sensible al riesgo con la búsqueda de rentabilidad en un mundo donde los tipos de interés se mantienen sistemáticamente bajos. Como consecuencia de estas nuevas normativas, es posible anticipar un escenario de: mayores comisiones, menor apetito por la deuda corporativa, mayor coste de los derivados de cobertura, actividad de titulización reducida, un sector de PyS más involucrado en la financiación de infraestructuras y mayor actividad de financiación inmobiliaria en el sector de seguros. En lo que respecta a la deuda soberana, el *status quo* regulatorio actual favorece una mayor demanda de estos valores por parte del sector de PyS, pero el debate sobre si se debe mantener su ponderación de cero riesgo en Basilea II y Solvencia II podría conllevar algunos cambios en el futuro. Lo que está claro en el futuro cercano es que los reguladores de bancos, pensiones y sectores de seguros deben analizar las interacciones de las nuevas regulaciones, las contrapartidas y riesgos asociados y su coherencia con vistas a evitar la creación de incentivos erróneos a largo plazo.

Palabras clave: Basilea III, Solvencia II, regulación, seguros, pensiones, banca.

JEL: G18, G28, G38.

1. Introducción

El marco regulatorio financiero global ha experimentado un importante ajuste desde la década pasada. La rápida creación de distintos productos y la innovación financiera, las consecuencias de los continuos ajustes cíclicos globales (por ejemplo la crisis de las puntocom y las crisis asiática y rusa entre otros sucesos), así como el reciente estallido financiero que comenzó en 2007, han acelerado gradualmente la implementación de distintas iniciativas regulatorias. Aunque hay muchas iniciativas nacionales relevantes dirigidas principalmente a proporcionar un sector financiero más sostenible a largo plazo (evitando al mismo tiempo en el futuro escenarios peligrosos como los que se acaban de ver) es posible identificar algunas tendencias comunes.

Los marcos Solvencia II y Basilea III son dos de las iniciativas globales más relevantes que tratan de reformular el escenario financiero. Basilea III pretende fortalecer el capital y la liquidez de los bancos y reducir su apalancamiento. Esto se hace a través de tres pilares principales, el primero se basa en unos requisitos cuantitativos mínimos, el segundo se basa en requisitos cualitativos que garantizan una buena gobernanza interna y una supervisión eficaz y el tercero impone la disciplina de mercado a través de una mayor transparencia. Por otro lado, Solvencia II está dirigido al sector de Pensiones y Seguros (PyS)¹ y adopta el mismo enfoque de los tres pilares. Por su parte, la aplicación de la iniciativa Solvencia II adaptada para las pensiones continúa inmersa en un largo debate entre los reguladores y el sector. En este escenario donde se están implementando importantes cambios regulatorios globales, el sector de PyS, que se ha visto menos afectado directamente en la crisis actual, va a experimentar importantes efectos derivados de distintas fuentes.

Uno de los objetivos principales de este estudio es centrarse en los distintos canales propiciados por la actual regulación financiera global que van a afectar directa e indirectamente al sector de PyS. Este sector ha ido adquiriendo importancia con el tiempo y ahora representa más del 50% del PIB (incluso más del 100% en algunas economías maduras). Su gran tamaño relativo hace que el sector de PyS sea de naturaleza sistémica, de modo que merece atención especial por parte de reguladores y supervisores, al igual que otros segmentos financieros importantes para el sistema.

Otro aspecto que merece atención especial es la interacción entre las distintas normativas, que originalmente fueron diseñadas para dirigirse a una actividad específica del sector financiero, pero que al final están generando un conjunto de incentivos directos e indirectos en los mercados que redefine el entorno del sector de PyS y conlleva consecuencias distintas en las que probablemente los reguladores no habían pensado en la fase de diseño. Más allá de eso, estas nuevas regulaciones se están adoptando en medio de profundos cambios estructurales en la economía mundial, que han generado en particular un prolongado periodo de tipos de interés excepcionalmente bajos. Esta situación coincide con unos requisitos más estrictos en la gestión de las carteras y una regulación financiera más exigente, lo que plantea enormes retos en el futuro.

El objetivo principal de este informe es describir todos los aspectos incluidos en las actuales tendencias regulatorias globales que afectan a los mercados de PyS desde fuentes directas, como la iniciativa Solvencia II, así como desde fuentes indirectas (Basilea III). El texto se ha organizado de la siguiente forma: después de esta introducción, la sección 2 aborda la descripción de las principales tendencias regulatorias financieras globales, subrayando cómo interactúan en el área de PyS; la sección 3 habla de la nueva configuración del contexto regulatorio para el sector de PyS y las probables repercusiones generales en este mercado; por último, la sección 4 presenta las conclusiones principales.

1: Tratado como compañías que pueden ofrecer ambos tipos de productos en Europa.

2. Algunas tendencias regulatorias en el sector financiero

El sector de pensiones y seguros (PyS) está siendo objeto de importantes cambios regulatorios en todo el mundo. Los canales que afectan a su comportamiento futuro son tanto directos como indirectos. La vía directa procede principalmente del debate regulatorio actual en Solvencia II, que se originó en Europa pero que poco a poco se está extendiendo a otras áreas geográficas como modelo de inspiración. Las tendencias indirectas que afectan al sector de PyS están relacionadas con los nuevos cambios regulatorios que condicionan el sistema bancario y los mercados de capitales.

En esta sección se resumen los aspectos principales de estas tendencias regulatorias financieras con el fin de mostrar la nueva configuración que tendrán que tener en cuenta las empresas de PyS y los probables incentivos introducidos en el mercado que determinarán los costes y beneficios futuros así como las decisiones a tomar.

2.1 La nueva regulación que afecta al sector de PyS: Solvencia II

El trabajo en Solvencia II comenzó en 2002 después de que se identificaran las deficiencias de Solvencia I, la primera versión de este marco regulatorio, durante periodos de crisis económica, como los que se experimentaron a finales de la década de 1990 con la sobrevaloración de las empresas de Internet. Solvencia II se inspira directamente en las tendencias establecidas para el sector bancario en Basilea II.

Aunque esta norma nació en el corazón de la Unión Europea, es importante señalar la influencia que está teniendo en la regulación de los seguros a nivel mundial, ya que muchos países fuera de Europa la han incorporado como norma de conducta de los mercados. Se tienen en cuenta tres pilares: la gestión del riesgo, la mejora de los sistemas de control disponibles para el regulador y la mejora de la calidad de la información.

El primer pilar establece requerimientos cuantitativos para hacer los cálculos de las provisiones técnicas y requerimientos de capital. Calcula su capital disponible como la diferencia entre el valor de mercado de activos y pasivos, tomando en consideración todos los riesgos en los que se incurre. En consecuencia, se obtiene la mejor estimación de los pasivos, a la que se añade un margen de riesgo para los riesgos no reproducibles en el mercado (véase el Gráfico 1).

A las compañías de seguros se les exigirá calcular el capital de solvencia obligatorio (CSO) que puede interpretarse como el capital económico estimado y, por consiguiente, tiene en cuenta el riesgo global asumido por la compañía de seguros. Calcula los recursos obligatorios para que la aseguradora cumpla sus obligaciones dentro de un periodo de un año con un nivel de confianza del 99,5%. Para calcular el CSO las compañías utilizarán una fórmula estándar o un modelo interno aprobado que tenga en cuenta todos los riesgos a los que se enfrenta la compañía.

Los recursos propios mínimos (RPM) es la cantidad mínima de capital que se requiere para operar y representa un nivel de seguridad más bajo.

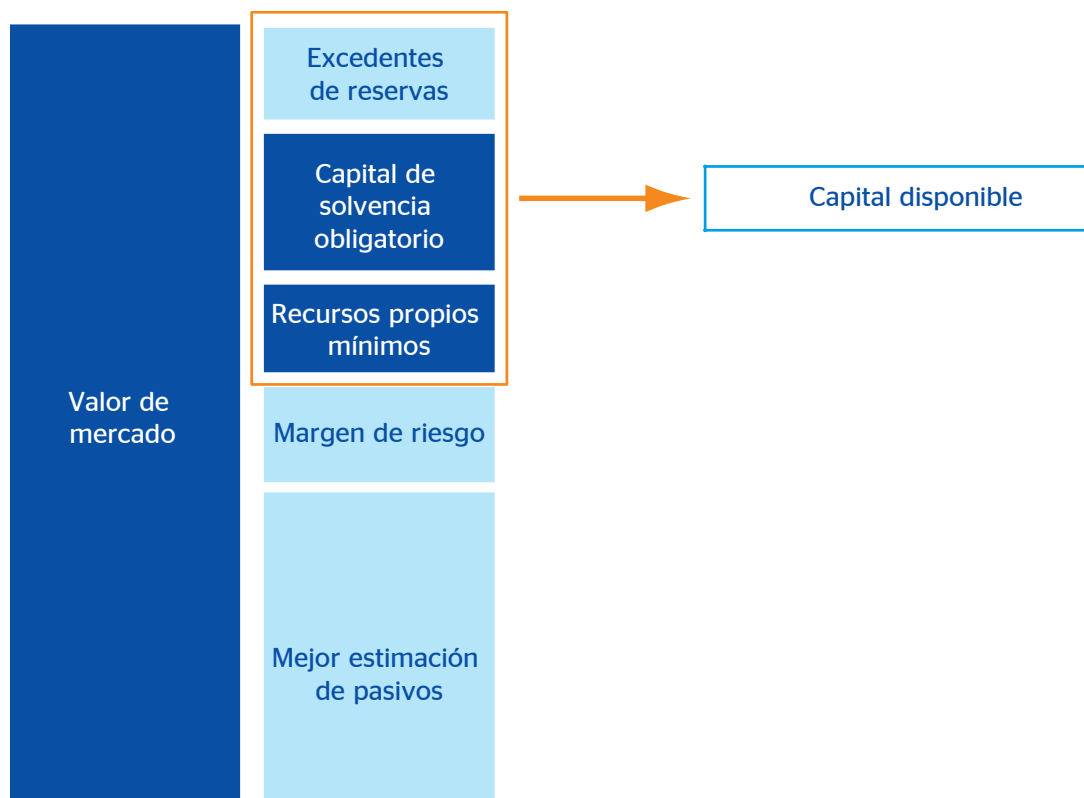
El excedente de capital disponible se obtiene mediante la comparación del CSO con el capital disponible, que se determina según el balance económico. En este contexto, las autoridades están desarrollando ejercicios de evaluación que miden el impacto previsto de Solvencia II en el sector de los seguros y se conocen como ejercicios de impacto cuantitativo (QIS)

En el caso de las provisiones técnicas, estas se calcularán como la suma de la mejor estimación de pasivos (BEL) y un margen de riesgo y deben ser equivalentes a la suma que una aseguradora tendría que pagar a otra para transferir sus obligaciones actuales.

Tanto las provisiones técnicas como los RPM y el CSO constituyen el nuevo marco de solvencia para las aseguradoras.

Gráfico 1

Diagrama que muestra el Pilar 1 de Solvencia II y el marco G-SIFI



Fuente: BBVA Research

El **segundo pilar** de Solvencia II establece requisitos cualitativos con respecto a la gestión del riesgo y la supervisión y subraya la necesidad de fortalecer el marco de supervisión del sector de PyS a través de su propia gobernanza, del control interno y de las auditorías para garantizar prácticas de gestión del riesgo sólidas y prudentes.

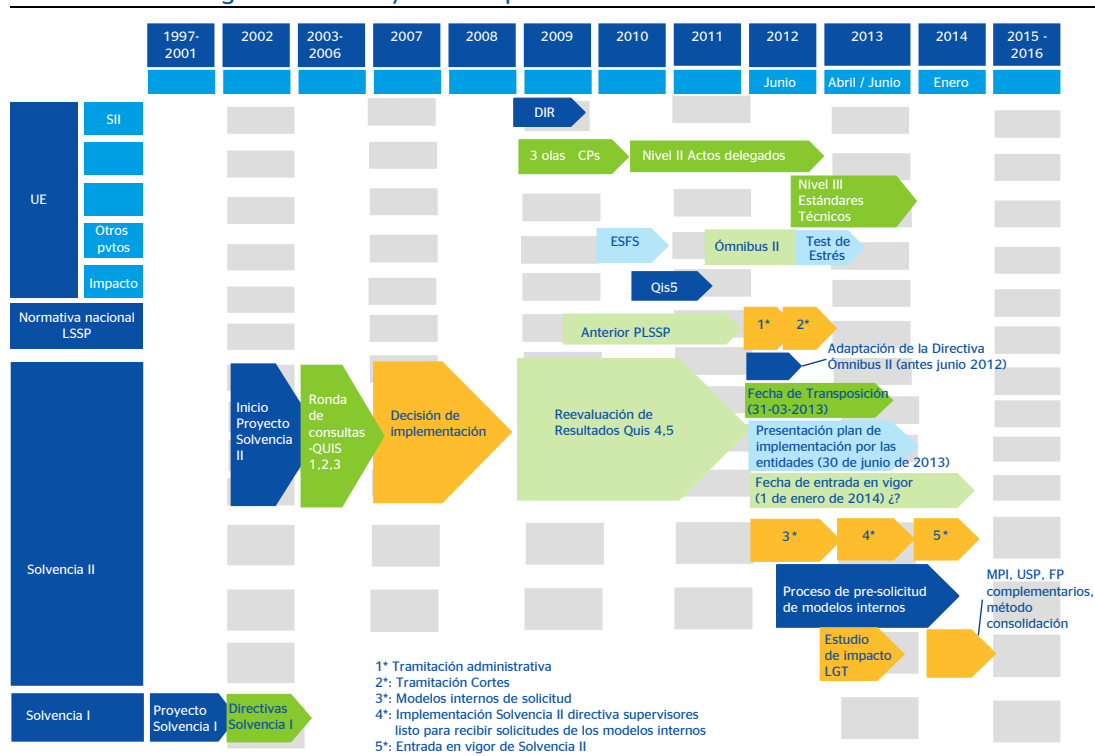
Por último, el **tercer pilar** está relacionado con la disciplina de mercado y tiene como objetivo los requisitos para los informes de supervisión, la revelación de información y la mejora de la transparencia. La directiva Solvencia II también exige la gestión del negocio por línea (por ejemplo, seguros de vida, seguros no de vida y pensiones) basándose en los riesgos particulares de cada una de ellas. Esto significa que al contrario de lo que ocurría en la situación anterior, las compañías de seguros no pueden compensar el exceso de riesgo asumido en determinadas líneas de negocio con otras líneas. Además, la nueva regulación subraya que los activos no deben gestionarse de forma independiente de los pasivos, y ambos, activos y pasivos, deben tener en cuenta un escenario financiero previsto en el que se contemplen todos los riesgos actuales y futuros.

Todas estas reformas han supuesto un trabajo hercúleo que hace que el proceso de implementación sea lento en el momento actual. Por ejemplo, la posibilidad de que las compañías establezcan sus propios modelos de cuantificación del CSO conlleva un reto para el papel que desempeña el regulador local como validador del proyecto. Al mismo tiempo, la enorme diversidad de los mercados de seguros europeos, junto con los diversos efectos impuestos por Solvencia II sobre las compañías (principalmente sobre los requerimientos de capital para los productos de seguros de vida a largo plazo) también complica la armonización de las regulaciones. Por último, la actual crisis económica y, sobre todo, la crisis bancaria y la

crisis de la deuda soberana europea plantean cuestiones acerca del probable impacto procíclico de Solvencia II. Además, muchas voces advierten de que la actual configuración de Solvencia II podría reducir la competitividad de las compañías europeas en comparación con sus homólogos americanos y japoneses, dados los requisitos más exigentes en términos de cobertura del riesgo. De hecho, ahora hay contactos técnicos entre la EIOPA y la autoridad regulatoria norteamericana para debatir estos importantes asuntos (véase EIOPA, 2012a).

Gráfico 2

Calendario de las regulaciones de PyS en Europa



Fuente: BBVA Research y Rodríguez-Ponga (2012).

En enero de 2011, la Comisión Europea publicó la propuesta de la Directiva Omnibus II y retrasó la fecha de transposición de la directiva Solvencia II hasta el 30 de junio de 2013. La fecha de aplicación es ahora el 1 de enero de 2014, aunque no pueden descartarse nuevos retrasos (véase el Gráfico 2)². Estos retrasos en la implementación de Solvencia II están muy relacionados con la elevada volatilidad de los mercados financieros, que plantea un entorno difícil para las compañías de seguros en lo que se refiere al cumplimiento de los nuevos requisitos. Por ejemplo, la brecha que se ha creado como resultado de la mayor valoración de los pasivos (tipos de interés sin riesgo) con respecto a la valoración de los activos (tipos de interés de mercado) podría incrementar notablemente los requisitos de solvencia de las compañías de seguros. Esta situación es especialmente evidente en el caso de las compañías con participaciones en seguros de vida debido a la valoración de sus provisiones técnicas. Según Lubelli (2012), estas fluctuaciones no son resultado del perfil de riesgo de la compañía, sino más bien de la falta de mecanismos para reconocer los efectos mitigadores de la correspondencia de activos y pasivos. En definitiva, estarían buscando mecanismos para evitar el carácter procíclico del sector de seguros con medidas anticíclicas. Solvencia II debe incluir

2: Notas explicativas:
DIR: Directiva 2009 (Solvencia II)
CPs: Documentos de consulta
ESFS: Sistema Europeo de Supervisión Financiera
QIS 5: Valoración del impacto cuantitativo de Solvencia II
DLPIs: Proyecto de ley sobre la supervisión de los seguros privados
GTL: Ley General Tributaria
USP: Recurso a parámetros específicos

medidas regulatorias para garantizar que los movimientos del mercado a corto plazo se tratan adecuadamente con respecto al negocio de seguros a largo plazo. Sin embargo, estas medidas no deben producir una exención de capital permanente que puede dar lugar a pérdidas irrecuperables o a riesgos no provisionados como es debido.

A este efecto, EIOPA informa al Parlamento Europeo de la posición de los Verdes sobre las medidas de garantía a largo plazo.

Todavía no hay ningún acuerdo sobre un esquema definitivo para las soluciones, aunque se han probado una serie de medidas en un ejercicio que EIOPA llevó a cabo en marzo de 2013 (evaluación de garantías a largo plazo, LTGA por sus siglas en inglés). El ejercicio LTGA es un conjunto de medidas regulatorias para garantizar el tratamiento de control adecuado de los productos de garantías a largo plazo que se han visto afectados por la volatilidad de los mercados.

El paquete de medidas LTG se centra principalmente en los requerimientos de capital/cuantitativos (pilar I), a pesar de que todas estas medidas tendrán que ir acompañadas de los elementos apropiados de gestión del riesgo, transparencia y divulgación (pilares II y III).

Esta valoración cubre seis medidas LTG que han sido probadas en diversas combinaciones en 13 escenarios. Las conclusiones del estudio se publicaron en junio de 2013. Las principales medidas probadas y los resultados son los siguientes:

- **Adaptación a la estructura relevante de plazos sin riesgo o prima anticíclica (CCP):** es una medida de crisis para complementar las observaciones del mercado cuando se considera que estas no son fiables durante un periodo de tiempo o no son adecuadas con fines preventivos debido la crisis relacionada con los diferenciales en los mercados financieros. De acuerdo con las conclusiones del informe, **la CCP no parece apropiada para reducir adecuadamente el impacto de la volatilidad a corto plazo. Tal vez se deba a que la gradualidad de la implementación de la medida podría no ser adecuada. En la práctica, es improbable que satisfaga su objetivo principal de conseguir la estabilidad financiera debido a que en algunos países incrementa considerablemente los requerimientos de capital de los compromisos.**
- **Extrapolación:** son las propiedades de los modelos que se utilizan para valorar los pasivos con el objetivo de complementar las observaciones del mercado si no hay información fiable disponible. De acuerdo con las conclusiones de este informe, este enfoque beneficiaría a los países del euro con una ampliación del periodo de convergencia bastante más allá de 10 años. Para otras divisas, deben tenerse en cuenta las características de los mercados de swaps y de bonos locales.
- **Ajuste de correspondencia "clásico":** es una medida permanente que proporciona un tipo sin riesgo ajustado para las rentas vitalicias de seguros o reaseguros administradas bajo un estricto régimen de correspondencia entre activos y pasivos (cuando el resultado sea una exposición inmaterial a la volatilidad del mercado a corto plazo). Según las conclusiones del informe, dentro del paquete de LTG probado, esta medida parece ser la herramienta más eficaz para mitigar la volatilidad a corto plazo derivada de los balances de las carteras de Solvencia II.
- **Ajuste de correspondencia ampliado:** consiste en la ampliación de la medida anterior con el fin de cubrir el negocio de un periodo a más largo plazo, pero con un menor grado de incertidumbre y predictibilidad de flujos de efectivo. **Según las conclusiones del estudio, es posible que esta medida cree una desventaja competitiva para las pequeñas y medianas empresas, ya que podrían no ser capaces de aplicar el ajuste debido a su complejidad. Por tanto, EIOPA aconseja excluir el Ajuste de correspondencia ampliado del paquete LTG.**
- **Medidas transitorias:** se trata de medidas que proporcionan una transición suave a Solvencia II para determinados negocios con garantías a largo plazo y condiciones económicas y prudenciales suscritas bajo Solvencia I; se omiten eventos perturbadores pero se aseguran los buenos incentivos. El objetivo de estas medidas es proporcionar una transición suave entre los distintos regímenes regulatorios, lo que debería conducir en

última instancia a una mayor estabilidad en el sector de los seguros. EIOPA aconseja implementar medidas transitorias como parte del paquete LTG.

- **Ampliación del periodo de recuperación:** es una medida potente que permite hacer un ajuste de la reacción de los supervisores a una brecha específica del capital de solvencia obligatorio en escenarios de caídas excepcionales de los mercados financieros. Al igual que la CCP, esta medida es una herramienta de periodos de crisis, pero puede aplicarse para distintos tipos de crisis de los mercados financieros. EIOPA aconseja implementar la Ampliación del periodo de recuperación.
- Tras la publicación de los resultados técnicos de la evaluación de las garantías a largo plazo el 14 de junio de 2013 (EIOPA, 2013), el sector de seguros ha acogido bien el informe pero ha dicho que una revisión preliminar “plantea preocupaciones importantes por que las medidas propuestas no funcionen como se pretende”. Ahora está presionando activamente para modificar algunas de las recomendaciones del informe.
- En conclusión, todavía hay incertidumbre con respecto a los plazos y la forma final del régimen Solvencia II.

Aunque Solvencia II excluye los fondos de pensiones, hay un grupo de trabajo que trata de incluir los fondos de pensiones de empleo y de prestación definida bajo este paraguas regulatorio. El marco prudencial europeo para la directiva de Instituciones para la Provisión del Retiro Ocupacional (IORP por sus siglas en inglés), adoptado en 2003, reconoce la importancia de las pensiones de empleo para complementar las prestaciones de las pensiones públicas en declive y garantizar la renta de jubilación de los ciudadanos europeos de tres modos principales:

- Obtener la suficiente cobertura de activos para los compromisos por pensiones
- Fomentar órganos de gobierno profesionalmente cualificados, procedimientos administrativos sólidos y mecanismos de control interno adecuados
- Transparencia obligatoria con los miembros de los planes de forma que se comunique el nivel de prestaciones objetivo, la exposición al riesgo, los costes, etc.

La actual directiva IORP muestra gran preocupación por los países cuya regulación favorece los planes de prestación definida (PD) debido a los requerimientos de capital de solvencia obligatorio mencionados anteriormente. En el contexto del problema del envejecimiento de la población y la insuficiencia de los sistemas de pensiones públicos, hay consenso entre analistas, académicos y responsables políticos sobre la conveniencia de avanzar hacia sistemas de aportación definida (AD). A pesar de las recientes mejoras en la medición de los riesgos de las inversiones que ha propuesto el Reino Unido, la directiva trata de reavivar los planes de prestación definida, aunque el debate sobre este asunto concreto sigue abierto (véase Williams, 2012).

Otra importante medida regulatoria que posiblemente afecte a las compañías de seguros es el nuevo marco para las instituciones financieras de importancia sistémica a nivel global (G-SIFI) que introduce requerimientos mejorados para estas entidades en términos de supervisión, resolución y capacidad de absorción de pérdidas. Para los bancos (G-SIBs) el marco de actuación se ultimó a finales de 2011 y los nuevos requerimientos de capital se introducirán paulatinamente de aquí a 2019. El marco de actuación para las instituciones G-SIFI no bancarias todavía está en desarrollo, pero se supone que sigue principios similares a los aplicados a los G-SIB. En particular, en lo que se refiere a las aseguradoras de importancia sistémica a nivel global (G-SII), la Asociación Internacional de Supervisores de seguros (IAIS por sus siglas en inglés) está ultimando la metodología de identificación y las medidas de actuación; se prevé que la metodología final estará lista en el segundo trimestre de 2013.³ Entre las medidas de actuación propuestas, se requerirá que las G-SII tengan una mayor capacidad de

3: IAIS (2012). La metodología de identificación propuesta es bastante similar a la aplicada a los G-SIB, pero con diferencias importantes dirigidas a reflejar las particularidades del modelo de negocio de los seguros. En particular, la calificación sistémica relativa de una aseguradora podría calcularse según su tamaño, actividad global, sustituibilidad e interconexión (lo mismo que para los bancos), así como por la participación en actividades no tradicionales y actividades no relacionadas con los seguros (consideradas como los principales motores del posible riesgo sistémico dentro del sector de seguros).

absorción de pérdidas que refleje los mayores riesgos planteados por las G-SII para el sistema financiero mundial en forma de un colchón de capital extra. La aplicación de este colchón a las G-SII no es tan sencilla como la del colchón de los G-SIB porque, al contrario de lo que ocurre con las reglas de Basilea para los bancos, no hay normas de solvencia globales para las aseguradoras (aunque en la UE la referencia sería, naturalmente, Solvencia II).

El 1 de enero de 2014, EIOPA espera hacer un examen en los países miembros de la UE del grado de cumplimiento de SII y de sus planes de implementación a corto plazo.

2.2 Tendencias regulatorias en la banca (Basilea III y otras normas)

La nueva regulación dirigida a los bancos supone costes directos e indirectos para las compañías de seguros y pensiones, dependiendo de si el sector bancario es (i) un proveedor de servicios financieros (cobertura, titulización), (ii) un competidor directo (por ejemplo en financiación de proyectos) o (iii) un objetivo de inversión (banco que compra patrimonio o deuda).

Entre los costes directos, está la necesidad de atenerse a nuevas reglas de los derivados extrabursátiles (OTC por sus siglas en inglés) y a las infraestructuras de los mercados financieros, aun cuando las aseguradoras y los fondos de pensiones decidan operar directamente en los mercados. Estas nuevas regulaciones están encaminadas a una mayor estandarización y a mayores requerimientos en términos de márgenes y contabilización de garantías. En algunos casos, pueden esperarse exenciones directas, como por ejemplo las que se prevén en virtud del Reglamento sobre la Infraestructura del Mercado Europeo (EMIR por sus siglas en inglés) y la Directiva IV sobre Requerimientos de Capital (CRDIV por sus siglas en inglés) para los fondos de pensiones (aunque no para las aseguradoras). Dejando a un lado estas excepciones, en muchos casos esto podría aumentar considerablemente los costes asociados al uso de derivados, que tanto las aseguradoras como los fondos de pensiones utilizan de forma intensiva para cubrir los riesgos asociados a las inversiones a largo plazo.

Aunque no entra exactamente en el campo de la regulación financiera global, ha habido una creciente tendencia a la tributación del sector financiero, en forma de impuestos bancarios (que gravan los balances o las actividades de los bancos) y/o en forma de impuestos sobre las transacciones financieras (ITF). Esta tendencia también podría perjudicar a las aseguradoras y los fondos de pensiones a menos que estén específicamente exentos, lo que por lo general no es el caso de las compañías de seguros ni necesariamente de los fondos de pensiones. Por ejemplo, en la última propuesta de la Comisión de la UE de un IFT para 11 países de la UE, el sector de PyS está obligado a pagar el IFT.

El mayor impacto procederá de Basilea III, la nueva revisión del Acuerdo de Basilea que estaba previsto que entrara en vigor el 1 de enero de 2013 con una implementación gradual hasta 2019. Se estima que debido a Basilea III los bancos tendrán que conseguir 2 trillones⁴ USD de capital nuevo (suponiendo que no haya racionamiento de créditos en absoluto). La razón de ello es que en virtud de Basilea III las ratios de capital regulatorio se incrementarán considerablemente entre 2013 y 2019, especialmente en lo que se refiere al coeficiente de capital estricto de nivel 1 (CET1). Se añadirán el nuevo colchón de conservación y los colchones de SIFI y con el tiempo se añadirá también un colchón anticíclico (en posiciones cíclicas donde hay preocupaciones por la posibilidad de que se esté produciendo una burbuja de crédito). El cumplimiento de estos objetivos más elevados plantea un reto por dos razones (BIS 2011b).

4: Trillones de EEUU.

1. **Menos recursos propios computables.** La definición de capital de alta calidad es bastante más estricta, de modo que hay menos clases de activos computables para los requerimientos de capital:
 - Hay deducciones importantes en el capital estricto de nivel 1 (CET1), como los fondos de comercio, los activos fiscales diferidos y también los déficits de todos los fondos de pensiones de prestación definida del balance bancario. En este último caso, la deducción se aplica aunque la pensión sea legalmente independiente y el empleador no tenga obligación legal. Esta deducción solo se puede compensar en los activos a los que el banco puede acceder sin límites (es decir, estarían disponibles para proteger a los depositantes o acreedores en un proceso de reestructuración o resolución), siempre que el banco incluya dichos activos en sus activos ponderados por riesgo como si la organización bancaria los tuviera directamente y siempre con la aprobación de la autoridad supervisora.
 - Los valores de nivel 1 y nivel 2 solo se reconocerán si absorben pérdidas. Esto significa que muchos valores de nivel 2 existentes ya no se aceptarán en la computación a efectos de regulación del capital (dentro de un periodo de implementación gradual de diez años a partir de 2013) y, por tanto, tendrán que sustituirse con capital nuevo que absorba pérdidas. Esto se complementará con otro elemento clave del nuevo ajuste regulatorio: el **marco de resolución**, cuyo objetivo es garantizar que todos los bancos pueden tener un proceso de resolución ordenado sin tener que recurrir al dinero público. Para poder hacerlo incluyen, entre otras cosas, un mecanismo de rescate mediante el cual en un escenario de resolución, toda la deuda no respaldada debe poder convertirse en acciones o incluso rebajarse si el banco está próximo a la liquidación.
2. **Activos medios ponderados por riesgo (APR) más elevados.** Basilea II.5 ya había introducido una revisión importante del tratamiento del riesgo del mercado (cartera de negociación y titulizaciones), incrementando las ponderaciones de riesgo asociadas. Basilea III ofrece además un tratamiento más estricto del riesgo de crédito de las contrapartidas.

El mayor impacto de la reforma regulatoria financiera sobre el negocio de PyS podría llegar de forma indirecta a través de los cambios en el entorno y las actividades de los bancos como resultado del gran ajuste regulatorio que afecta al sector bancario (véase la Tabla 1). Aunque los bancos podrán contrarrestar parte de estos efectos mejorando la gestión de su balance, la combinación de todas las medidas nuevas probablemente reducirá la rentabilidad sobre el patrimonio, lo que posiblemente tenga repercusiones fundamentales en la forma en que se realizan las actividades.

Ya no se permitirá computar determinados tipos de capital a efectos regulatorios, de modo que los bancos estarán en su mayoría desincentivados o completamente desinteresados en emitirlos, lo que dará lugar a una posible brecha en su oferta de activos de renta fija. Además, se requerirá que la mayor parte de la deuda bancaria no respaldada absorba pérdidas en caso de proceso de resolución antes de que se inyecte ningún capital público. Por consiguiente, este tipo de deuda será menos atractiva para los inversores institucionales, lo que reducirá, una vez más, el espectro de activos bancarios adecuados. Por otro lado, los bancos podrían verse obligados a reducir su actividad en determinados negocios (financiación de proyectos, apertura de mercados de repos, mercados monetarios y de bonos, coberturas con derivados a medida y titulizaciones), actividades que estarán especialmente penalizadas en la nueva regulación.

La Tabla 1 describe las principales iniciativas regulatorias dirigidas al sector bancario y también a los mercados financieros a escala mundial.

Tabla 1

Descripción general de las principales medidas regulatorias nuevas en el sector bancario y en los mercados financieros

	Descripción	Posibles efectos
Basilea III: capital	- Ratio mínima de CET1 del 7% con definiciones más estrictas - Más colchones de conservación, anticíclicos y SIFI - Mejora la capacidad de absorción de pérdidas - APR: cargas más elevadas para activos/actividades de riesgo	Desapalancamiento de los bancos. Emisión de más renta variable, reducción de la actividad en titulizaciones, repos, negociación de derivados, negociación por cuenta propia, etc.
Basilea III: liquidez	- Los activos líquidos deben cubrir las salidas netas de efectivo en una situación de estrés de 30 días - Los activos ponderados a largo plazo deben estar financiados al 100% con pasivos estables a largo plazo	La gestión de la liquidez se convierte en algo crucial. Mayor apetito de bonos soberanos nacionales y de alta calidad y bonos cubiertos Necesidad de matching a largo plazo entre activos y pasivos
Basilea III: apalancamiento	- La ratio capital de nivel 1-total de activos no puede superar el 3%	Desapalancamiento, ahorro de capital limitado a través de modelos IRB
Rescate	Rescate obligatorio (el capital, los instrumentos híbridos y hasta la deuda senior absorberán las pérdidas), acuerdos de recompra inversa, garantía más elevada	Menor apetito de deuda bancaria, que se hace más arriesgada/menos atractiva
Derivados OTC	Mayor estandarización, requerimientos más elevados de margen y garantía, obligación de establecer primas anticíclicas. Requisitos de divulgación	Más estandarización, menos personalización Aumentan los costes de la negociación con derivados
Fiscalidad	Transferencias de impuestos o tenencias de depósitos, patrimonio, bonos, derivados	Costes de intermediación más elevados

Fuente: BBVA Research

Además de los requerimientos de capital, Basilea III también introduce una ratio de apalancamiento mínima del 3% que podría hacer menos atractivas algunas actividades para los bancos. Los tipos de productos más negativamente afectados por estas reformas incluyen la apertura de mercados de repos, mercados monetarios y de bonos, financiación de proyectos, coberturas con derivados a medida y titulizaciones, que desempeñan un papel importante en las tenencias de activos a largo plazo de las aseguradoras. Las compañías de seguros y los fondos de pensiones tradicionalmente han buscado rentabilidades superiores a las disponibles con la financiación de proyectos antes de la crisis.

El tercer elemento principal (además del capital y el apalancamiento de Basilea III), las nuevas normas de liquidez, establece un umbral mínimo sobre la cantidad de activos líquidos que debe tener un banco, tanto a corto como a largo plazo. En general, es probable que la gestión de la liquidez adquiera más importancia para los bancos. De hecho, la liquidez podría constituirse en una nueva clase de activos por la que los bancos podrían pagar una prima (estimada en la actualidad en 40-240 pb dependiendo de la clase de activos, según un análisis de RBS). Como los fondos de pensiones y las compañías de seguros mantienen grandes recursos de activos líquidos sin explotar, parece razonable prever que podrían pensar en prestárselos a los bancos a cambio de una rentabilidad extra. Además, la provisión de líneas de crédito a las compañías de seguros y de pensiones por parte de los bancos podría reducirse o ser más costosa para compensar los costes regulatorios. Por último, si los bonos cubiertos se aceptan finalmente con fines de ratio de cobertura de liquidez (LCR) como parece que será el caso según publicaciones recientes del Comité de Basilea (BIS 2013), podrían recibir un impulso importante, y las empresas de PyS se convertirían en grandes inversores.

No hay duda de que las decisiones de los bancos se verán afectadas como consecuencia de toda esta presión regulatoria. Por ejemplo, el aumento de los costes de la tenencia de deuda para la financiación de proyectos, especialmente aquellos que tienen las calificaciones más elevadas (debido tanto al mayor coste del capital como a los requisitos de liquidez) se traducirá en menos márgenes para los bancos y, por tanto, en la reducción de tal actividad. En esta nueva situación, los fondos de pensiones podrían tener la capacidad de competir con los

bancos en precios y aprovechar el hecho de que su financiación es más adecuada que la de los bancos para la financiación de proyectos, cuya naturaleza es a largo plazo. Esto se ilustra claramente en la Tabla 2, que muestra una reducción importante (supuestamente intencionada) de todas las clases de actividades de los bancos, en especial las actividades de la banca corporativa y la gestión de activos.

Tabla 2

Bancos globales de la UE que contemplan una reducción de las actividades bancarias y/o de los activos (de una muestra de 23 bancos)

	Número de bancos de la UE	Como porcentaje
ACTIVIDADES BANCARIAS		
De inversión	13	57%
Corporativas	16	70%
Minoristas	15	65%
ACTIVOS		
Subsidiarias/sucursales de los bancos	8	35%
Seguros	5	22%
Gestión de activos	12	52%
Agencias de valores	6	26%
Bancos en la sombra	11	4%

Fuentes: IMF GFSR, abril de 2012

3 Impacto general de las nuevas regulaciones en el sector de seguros y pensiones: efectos directos e indirectos

El debate actual sobre el marco regulatorio financiero global del que hemos hablado más arriba tendrá consecuencias importantes en el sector de PyS. Un elemento importante es la interacción de requerimientos más estrictos en términos de solvencia en un escenario de tipos de interés bajos a largo plazo. Esta situación plantea distintos retos para un sector cuya importancia no sólo se basa la función económica fundamental de garantizar sus compromisos financieros, sino también en el destacado papel que desempeña como prestamista a largo plazo para distintos agentes económicos.

En esta sección, nos centraremos primero en el impacto general que la Directiva Solvencia II tendrá en el sector de PyS en el contexto del debate actual para adaptar una normativa global similar para las pensiones. En segundo lugar, el texto abordará las distintas repercusiones que la regulación bancaria puede tener en el sector de PyS, donde se incluyen tanto retos como oportunidades.

3.1 Impacto general sobre el sector de PyS

El sector de pensiones y seguros es sumamente importante para el crecimiento económico. Su aseguramiento de riesgos fomenta el consumo y la inversión al disipar la incertidumbre de los agentes económicos, que pueden, por consiguiente, maximizar su utilidad en sus decisiones intertemporales. Además, la dimensión financiera que puede alcanzar lo convierte en un sector estratégico y crucial para la estabilidad financiera mundial. Por ejemplo, el volumen de los fondos de pensiones en países como Holanda y Suiza supera el 100% del PIB, mientras que en Australia, Canadá, el Reino Unido y Estados Unidos representa el 50%. En cuanto a los seguros de vida, los activos que se manejan en Japón, Suecia, Suiza y el Reino Unido son especialmente significativos. El sector de pensiones y seguros es, por consiguiente, un sector de naturaleza sistémica en los mercados financieros internacionales (véase la Tabla 3).

Tabla 3

Descripción general de las principales medidas regulatorias nuevas en el sector bancario y en los mercados financieros

Fondos de pensiones					Sistema	Compañías de seguros (de vida)			
Total		% de cartera				Total		% de cartera	
País	% del PIB	Bonos y letras	Efectivo y depósitos	Renta variable		% del PIB	Bonos	Préstamos	Renta variable
Australia	82,5	12,8	16	54,4	PD/CD	2,3	53,1	3,7	21,9
Austria	5	54,9	9,8	26,8		0,1	17,6	0,3	na
Bélgica	4,1	40,8	6,2	34,5		4	81,4	6,9	7,2
Canadá	60,3	35,2	3,9	33,9	PD/CD	22,7	38,4	2,6	22,4
Francia	0,77	na	na	na	CD	16,8	76,3	0,6	20
Alemania	5,2	40,8	3,3	6,1	PD	29,5	35	33,3	3,5
Italia	4,1	49	6,4	11,1	PD/CD	6	91,8	na	3,3
Japón	20,6	47,7	6,4	13,7		52,76	54,5	16,34	5,36
Corea	3,6	33,8	40,2	2,7	PD/CD	23,9	40,5	23,7	6,3
México	12,2	80,6	1	14,9	PD/CD	1	84,9	1,5	0,4
Holanda	129,4	46,5	3,6	32,2		34,8	57,9	11,5	16,8
España	8,1	59,2	18,5	12,1	PD/CD	1,62	na	na	na
Suecia	8,2	60,9	2,97	31,4		52,9	55,5	0,6	35,5
Suiza	100,6	36,5	na	25,7	PD	46,7	55,7	12,6	1,6
Reino Unido	66,6	4,2	28,6	39,6		94,7	33,3	1,79	43,8
EE. UU.	68	31,4	2,2	45,4	PD/CD	3	79,9	12,9	3,4
Media	36,20	42,29	10,65	25,63		24,55	57,05	9,17	13,68

Fuente: OCDE (2011, 2012)

No obstante, el peso del sector de seguros y pensiones privadas sobre la economía varía enormemente entre los distintos países. Por ejemplo, mientras que los activos de Holanda administrados como fondos de pensiones representan en 129% de su PIB, en Francia esta cifra apenas llega al 0,77%. En general, los países que habían desarrollado antes un pilar de aportación definida tras la reforma de los sistemas tradicionales de pensiones por reparto, muestran valores de fondos administrados más elevados.

Una vez más, el riesgo que asumen las distintas tenencias entre los países varía considerablemente en cada caso. En lo que se refiere a los fondos de pensiones, está claro que los países anglosajones y el Benelux tienen un apetito de riesgo especial, ya que la porción de las inversiones de sus carteras en renta variable supera el 30% en todos los casos y hasta el 54% en el caso de Australia. Este patrón también se observa, aunque en menor medida, en los seguros de vida, con la excepción de Estados Unidos (véase la Tabla 3). Aunque el 43% de los activos están invertidos en renta variable, países como Suiza, Italia y Alemania apenas alcanzan el 4%.

Por tanto, parece obvio que la introducción de medidas que tienden a limitar el riesgo relacionado con las tenencias de PyS imponiendo una provisión más elevada afectará de forma distinta a cada país dada la diversidad del perfil de riesgo. Al mismo tiempo, será difícil cumplir los compromisos con la rentabilidad ofrecida en los fondos de pensiones de prestación directa y otros productos de ahorro dado el escenario de bajos tipos de interés, que es probable que se mantenga durante varios años. Estos factores, así como otros que discutiremos a continuación, hacen difícil llegar a acuerdos sobre la armonización regulatoria de Solvencia II.

3.1.1 Repercusiones para el sector de los seguros

Las repercusiones de la aplicación de Solvencia II para el sector de PyS son difíciles de cuantificar debido al hecho de que podrían enfrentarse a diversos incentivos que a veces tienen efectos contradictorios entre ellos. Además, hay muchas compañías distintas en cuanto a tipología, gestión y condiciones de solvencia, por lo que es difícil llegar a un diagnóstico financiero general.

A pesar de ello, si nos basamos en su diseño actual, la aplicación de Solvencia II podría suponer requisitos de capital más elevados debido a una cuantificación detallada y sensible al riesgo de algunas compañías de seguros. Además, se espera que el capital de solvencia obligatorio suba (para algunas aseguradoras) debido a la nueva previsión de pasivos en un escenario de tipos de interés bajos, así como la liberación de plusvalías latentes asociadas a los activos que se mantienen como recursos propios. Si el capital que se genera es insuficiente, las compañías de seguros tendrían que recurrir al mercado para obtener capital nuevo (BIS, 2011a).

No obstante, la última evaluación del impacto cuantitativo de Solvencia II (QIS 5) que se llevó a cabo a finales de 2010 en la mayoría de las compañías del sector, reveló que hay suficiente capital (fondos propios) para cubrir los nuevos requisitos de solvencia. El sector, como promedio, llegó a un nivel cómodo de capital de solvencia obligatorio del 165% en las instituciones participantes. Este fue el caso a pesar de que el superávit total del capital fue aproximadamente un 25% más elevado que en la antigua regulación, lo que despertó dudas sobre la relevancia de la aplicación de modelos de estimación internos en cada compañía (procedimiento ORSA).

De hecho, esta valoración del impacto muestra algunas variaciones en los activos administrados, lo que refleja las consecuencias de la aplicación de los nuevos requisitos de Solvencia II, el escenario de bajos tipos de interés, o una combinación de ambos. Más allá de eso, también es necesario tener en cuenta que en muchos casos las estrategias de algunas compañías están impulsadas principalmente por sus modelos de negocio específicos. En definitiva, la tendencia general de la gestión de carteras sería invertir en activos de menor riesgo con menos requerimientos de capital o, en su ausencia, la introducción de instrumentos de cobertura adecuados, en particular:

- Transferir más riesgo a las compañías de reaseguros o en forma de titulizaciones.
- Mayor uso de los derivados con fines de cobertura, *swaps* de tipos de interés, especialmente en swaps y futuros, swaps de inflación y opciones de renta variable.
- Las compañías de seguros tratarán de minimizar la brecha de duración entre activos y pasivos, ya que el riesgo asociado con esta brecha debe cubrirse con capital.
- No obstante, las empresas que han adquirido compromisos con el retorno de la inversión de varios productos podrían tener que buscar activos con una rentabilidad superior (y por tanto con mayor riesgo y mayor consumo de capital) para cubrir sus compromisos.

En lo que se refiere a la organización dentro del sector de las compañías de seguros, un efecto muy probable de la nueva regulación podría ser la progresiva especialización de las compañías de seguros basada en los tipos de productos; habría una preferencia específica en ofrecer los que fueran de bajo riesgo y que por consiguiente no consumieran capital. En este sentido, las compañías de seguros de vida también podrían distanciarse de productos que ofrezcan garantías a largo plazo y ofrecer en su lugar aquellos con rentabilidades que reflejen mejor las cambiantes condiciones del mercado (productos no relacionados, rentas vitalicias variables). Al mismo tiempo, podría producirse una subida en los precios aplicados para incrementar el capital disponible y transferir el riesgo al consumidor.

3.1.2 Las repercusiones sobre los fondos de pensiones

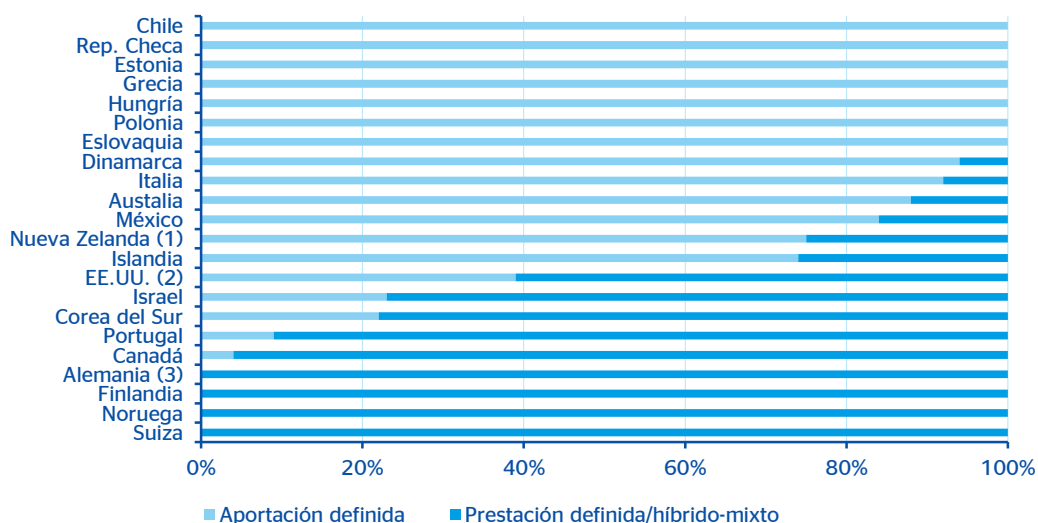
En lo que respecta al sector de las pensiones, los posibles efectos a medio o a largo plazo siguen estando poco claros debido a la falta de consenso en la aplicación de un marco regulatorio global. Por lo general, la estructura elegida por un país concreto, ya sea un plan de aportación definida (AD) o de prestación definida (PD), o por el contrario productos de pensiones ofrecidos por compañías de pensiones especializadas o por compañías de seguros, es consecuencia de unas condiciones financieras específicas y de la postura institucional que adoptan los responsables políticos, los trabajadores y las empresas con respecto a cómo ahorrar para las pensiones y cómo pagarlas en la vejez. Estas posturas institucionales parecen ser importantes, en especial cuando todos los grupos de interés se han organizado en torno a una estructura de mercado bien conocida, con productos financieros con los que están muy familiarizados y una alta profundización financiera del sector.

Más allá de estas consideraciones, hay escenarios financieros opuestos cuando se analizan minuciosamente las características de los planes de AD y PD. Las características de estos planes condicionan la forma de abordar el problema; mientras que el primero es un plan totalmente financiado debido a su estructura, el segundo podría no disponer de normas específicas sobre su equilibrio financiero, lo que daría lugar a importantes problemas de financiación. Ambas perspectivas constituyen en la mayoría de los casos el núcleo del debate actual sobre cómo configurar las recomendaciones regulatorias futuras. Pueden preverse algunos efectos sobre el sector.

Las tendencias actuales apuntan a la desaparición paulatina de los fondos de pensiones PD, ya que las empresas dejan de ofrecer planes de prestación definida y se decantan por los planes de aportación definida al considerar que estos últimos son productos sin riesgos para la empresa y que no generan consumo de capital (Gráfico 4). Países como Holanda y el Reino Unido, por ejemplo, ya están reduciendo su exposición a productos de prestación definida. El Gráfico 3 describe los distintos sesgos de los planes de pensiones privados hacia uno u otro marco conceptual, lo que pone de manifiesto que todavía hay un número importante de países donde los planes de prestación definida representan un porcentaje muy significativo.

Gráfico 3

Cuotas relativas de activos de fondos de pensiones de PD y AD en determinados países de la OCDE en 2011 como porcentaje del total de activos



Fuente: OECD (2011)

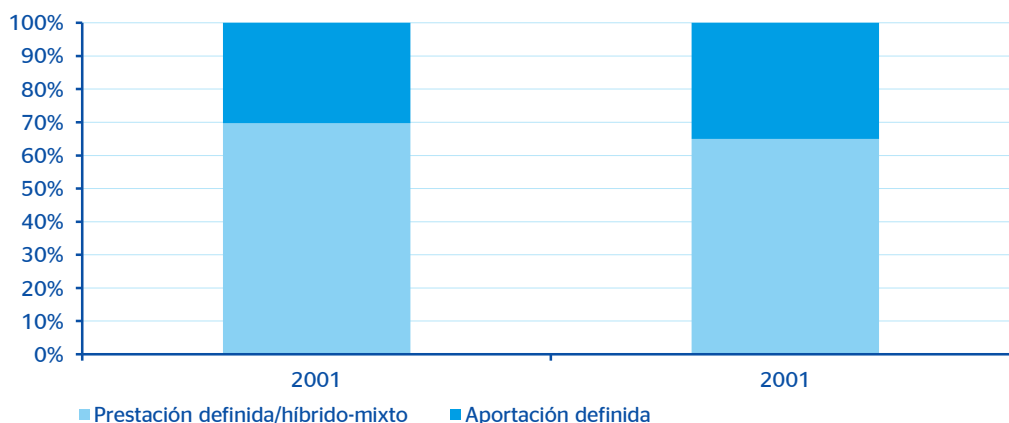
Dicho esto, la falta de progreso de Solvencia II o de cualquier otra adaptación específica a los mercados de pensiones se deriva principalmente del modo en que la estrategia de "correspondencia de carteras" podría interactuar con activos y pasivos. Por el momento, cada

país trata de garantizar que su sector de pensiones no se vea afectado en exceso por las nuevas propuestas regulatorias. Se observan distintas posturas:

- Algunos países como el Reino Unido y España tienen productos de seguros a largo plazo. No obstante, mientras que España hace la *correspondencia* con la cartera de activos hasta que termina el plazo de los pasivos, el Reino Unido mantiene carteras de activos a 3/5 años. Francia trata por todos los medios de adoptar el caso específico del Reino Unido y España (considera que sería un incentivo para invertir en activos de baja calidad). El modelo del Reino Unido y de España podría ser aceptado finalmente por Alemania e Italia, siempre que el paquete de medidas también apruebe algunas medidas para resolver sus propios problemas.
- La línea de pensamiento actual es relajar los requisitos para aplicar la correspondencia de carteras, teniendo en cuenta que sirve como solución para los problemas del sector en otros países. No obstante, parece que si se relajan demasiado no serán aceptados por los reguladores.
- Otros países (como Chile, México, EE. UU., etc.) esperan los resultados finales de este debate antes de hacer ningún movimiento.
- La cobertura del riesgo de longevidad y un escenario de tipos de interés bajos presionan al alza el precio de la renta vitalicia de los pensionistas, lo que supone un problema para el sistema si quiere ofrecer pensiones suficientes y aceptables.
- En un escenario de tipos de interés bajos, los fondos de pensiones de aportación definida acumulan menos activos, lo que podría reducir el atractivo de este tipo de ahorro con respecto a otros (por ejemplo los activos inmobiliarios) como medio de asegurar fondos para la jubilación.

Gráfico 4

Activos de fondos de pensiones de prestación definida (de tipo tradicional y mixto) en comparación con los de aportación definida en el total de los países seleccionados de la OCDE, 2001-2011. Como porcentaje del total de activos



Fuente: OECD (2011)

3.1.3. Interacción entre un escenario de tipos de interés bajos y las regulaciones sobre seguros y pensiones

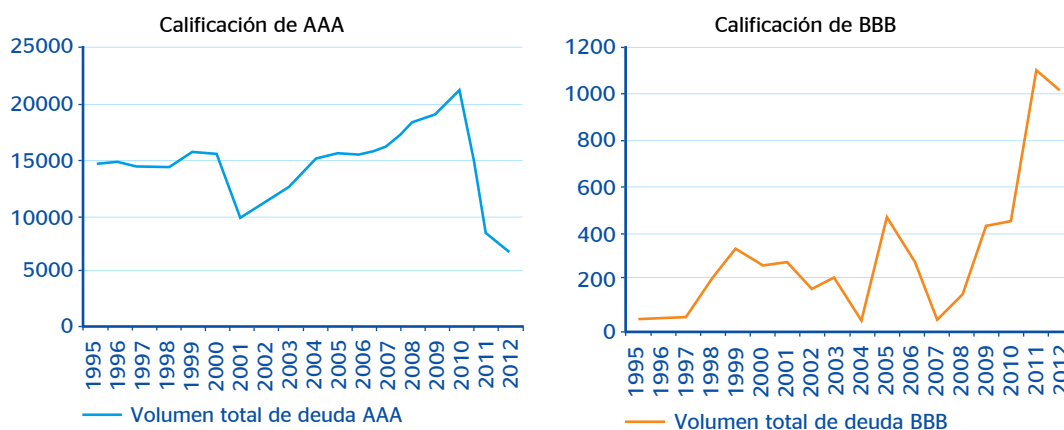
Un escenario de tipos de interés bajos prolongado podría conllevar un creciente deterioro de los balances de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones. Por otro lado, un descenso prolongado de los tipos de interés eleva el valor presente de los pasivos más de lo que incrementa el valor de los activos, ya que los primeros son de más larga duración, lo que aumenta el coste de asegurar el riesgo con la posible necesidad de mayor capitalización. Por su parte, los fondos de pensiones de prestación definida se enfrentan a problemas para cumplir sus compromisos de rentabilidad y podrían requerir inyecciones de capital más fuertes, en ausencia de las cuales el riesgo sistémico del sistema financiero mundial podría aumentar.

En este escenario, Solvencia II puede tener un impacto importante en un entorno de tipos de interés bajos, dado que las compañías de seguros y los fondos de pensiones están entre las principales fuentes mundiales de ahorro. Estas tendencias podrían dar como resultado cambios significativos en los mercados financieros internacionales, como los siguientes:

- Un desajuste entre oferta y demanda. La consecuencia inicial de que las empresas de seguros y de pensiones se centren más en las inversiones orientadas al pasivo (LDI) es un incremento de la demanda de valores de renta fija de alta calidad. Lo cual a su vez incrementa el riesgo de que se produzca un enorme desajuste entre oferta y demanda en el mercado de bonos a largo plazo, lo que, suponiendo que todo lo demás no varíe, podría provocar la caída de las rentabilidades. Como podemos ver en el Gráfico 5, en los últimos años de la crisis se ha producido una espectacular caída en los importes pendientes de deuda pública con altas calificaciones (AAA en S&P) a nivel mundial⁵, que han pasado de 20.000 millones de USD en 2010 a poco más de 6.000 millones de USD en la actualidad. Al mismo tiempo, ha habido un incremento en la deuda con calificaciones más bajas, por ejemplo BBB.

Gráfico 5

Evolución de los balances pendientes de deuda pública con respecto a la calificación (en miles de millones de USD)



Fuentes: FMI y cálculos de BBVA Research basados en S&P

- Efectos sobre la curva de rentabilidad La curva de rentabilidad sin riesgos se nivela debido a una mayor demanda de bonos de alta calidad a largo plazo, especialmente cuando las compañías de seguros y los fondos de pensiones utilizan los bonos del gobierno a largo plazo para gestionar la *brecha* de sus balances reduciendo a la vez la duración de sus tenencias de bonos corporativos.
- Posición sistémica dominante. El crecimiento de la demanda de bonos del gobierno por parte de las compañías de seguros podría colocarlas en una posición dominante en este mercado, especialmente en el segmento a largo plazo. Si la base de inversores tiene menos diversidad, podría incrementarse el riesgo de financiación, especialmente en periodos de estrés. Al mismo tiempo, hay cierta inquietud con respecto a la posible falta de inversores para financiar las instituciones bancarias a medio plazo debido a la adopción de un principio de rescate en el contexto de los actuales debates sobre la banca.
- La creciente importancia de la gestión del riesgo implica mayor dependencia de derivados como los *swaps* de tipos de interés y las *opciones de swap*. Un efecto positivo de esta evolución es que la utilización de derivados de tipos de interés podría contribuir a aliviar las presiones y alejarlas de los mercados de deuda pública a largo plazo, ya que permiten a las compañías de seguros y a los fondos de pensiones ampliar la duración sin tener que adquirir bonos subyacentes.

5: El importe incluye Australia, Austria, Dinamarca, Francia, Alemania, Irlanda, Islandia, Japón, Noruega, España, Suecia, EE. UU., Canadá, Finlandia, los Países Bajos, Luxemburgo, Suiza y el Reino Unido

3.2 Impacto indirecto de la reforma del sector bancario sobre el sector de PyS: retos y oportunidades

En general, el objetivo de Solvencia II y de Basilea III es mejorar la solvencia del sector de seguros y el sector bancario respectivamente. Sin embargo, debido a la distinta naturaleza de los riesgos relacionados con ambos negocios, los requisitos establecidos en ambas normativas no son totalmente coherentes. Por ejemplo, mientras Solvencia II da un tratamiento preferente a los bonos con buenas calificaciones crediticias y plazos de vencimiento cortos, Basilea III exige a los bancos establecer fuentes de financiación más estables y a largo plazo.

Esto creará incentivos diferentes para la tenencia de activos, dependiendo de los distintos requerimientos de capital implícitos en cada normativa. El efecto conjunto de este nuevo ajuste regulatorio combinado y de la búsqueda de rentabilidad (para compensar los tipos de interés bajos prolongados) alterará los incentivos de inversión de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones. Por regla general, tratarán de maximizar la rentabilidad minimizando al mismo tiempo los requerimientos de capital asociados a cada inversión.

En esta búsqueda, parece razonable esperar que fijen su atención, una vez más, en el sector de la banca, con el que ya tienen fuertes vínculos financieros. Por otra parte, el sector de PyS juega un papel fundamental en la financiación de los bancos, incluso aunque no tengan vínculos estrechos a través de la participación cruzada o de matrices corporativas compartidas. Los bancos, por su parte, son grandes proveedores de servicios financieros que resultan cruciales para la gestión del riesgo de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones, por ejemplo, la liquidez, la cobertura (a través de IRS, swaps, etc.) o las titulizaciones (ABS, CDO, etc.), entre otros. Por último, aunque no es muy habitual, podrían competir para proporcionar determinados servicios financieros (pensiones, seguros y productos similares a los depósitos). Ceteris paribus, el apetito de mayor riesgo bancario por parte de las aseguradoras y de los fondos de pensiones estará determinado fundamentalmente por la capacidad de los bancos de ofrecer activos de alta calidad, medidos tanto en términos de rendimiento como de consumo de capital según Solvencia II.

El sector de PyS y el sector bancario también están estrechamente conectados a través de sus operaciones comerciales tradicionales y la conexión de participación existente. Durante la reciente crisis financiera, el sector de seguros ha resultado relativamente poco afectado, a excepción de algunos casos como AIG, donde la compañía de seguros ha incurrido en riesgos considerables en los derivados de crédito OTC emitidos por los bancos (véase Pieschacón, 2012). No obstante, EIOPA (2012b) establece que hay algunos indicios de que la crisis financiera se está extendiendo del sector bancario al sector de seguros. El escenario macroeconómico, caracterizado por el débil crecimiento, la crisis de la deuda soberana y los bajos tipos de interés, junto con los incentivos como resultado de Solvencia II y Basilea III podrían cambiar las relaciones tradicionales entre el sector de PyS y la banca. Dicho cambio podría analizarse desde tres perspectivas diferentes, dependiendo de si los bancos se ven como (i) objetivo de inversión, (ii) proveedores de servicios o (iii) competidores en el sector de PyS.

3.2.1 Los bancos como objetivo de inversión para el sector de PyS

Debido a la crisis financiera y al aumento de la presión regulatoria, los bancos ofrecerán rentabilidades por debajo de las que ofrecían en el pasado. Además, bajo el nuevo régimen regulatorio (Basilea III y los distintos marcos regulatorios en la UE y en otros lugares) la deuda bancaria no respaldada se convierte en "susceptible de participar en rescates", en el sentido de que los tenedores de tales bonos (incluso de los bonos senior) podrían estar sujetos a absorción de deuda en caso de hubiera problemas. Esto incrementa el riesgo asociado a esa deuda, lo que la hace menos atractiva para un tipo de rentabilidad determinado.

Desde el punto de vista de la demanda, Solvencia II penaliza los vencimientos largos y los activos bancarios de alto riesgo en términos de coste de capital, lo que podría reducir el apetito de deuda bancaria a largo plazo y podría suponer que el sector de seguros redujera su

papel como tenedor de deuda bancaria a largo plazo en comparación con la situación anterior. Por el contrario, los requerimientos de liquidez de Basilea III para los bancos les da más incentivos para la financiación estable a largo plazo (Zähres, 2011). Esto implica que los bancos podrían estar dispuestos a mover los plazos de vencimiento de su emisión de deuda al tramo de 5-10 años, mientras que los inversores del sector de PyS (como resultado de los nuevos incentivos de Solvencia II) desarrollarían un mayor apetito de deuda corporativa (incluida la deuda bancaria) emitida en ese tramo de vencimiento.

También se podría producir un maridaje feliz con los bonos cubiertos, que no serían susceptibles de participar en rescates. Pero los bancos no solo estarían interesados en emitir bonos cubiertos (debido a su menor coste y a su idoneidad para fines de LCR) sino que también podrían estar interesados en la compra de bonos cubiertos emitidos por otros bancos. Por consiguiente, podría desarrollarse una dura competencia por estos productos entre los bancos y los inversores del sector de PyS. Lo mismo podría suceder con los bonos nacionales o los bonos soberanos de alta calidad, para los que Solvencia II no establece carga de capital según el modelo estándar. Esta feroz competencia podría agravar el problema de la reducción de rentabilidades de la deuda soberana (véase el Gráfico 5).

3.2.2 Los bancos como proveedores de servicios de PyS

Tradicionalmente, el sector bancario ha provisto al sector de PyS de los derivados (personalizados) necesarios para igualar sus carteras. Basilea III penaliza los derivados no estandarizados a través de requerimientos de capital más elevados e introduce la liquidación obligatoria a través de una prima anticíclica (CCP), con contabilización de garantías y requisitos de márgenes más elevados. Esto podría inclinarse hacia la estandarización de los derivados a medida que los bancos reduzcan su emisión de derivados OTC.

Al mismo tiempo, el sector de PyS se encamina hacia tenencias de deuda a más corto plazo, situación fomentada por la escasez de bonos soberanos de calificación AAA. Esto hará que dependan más de los derivados (por ejemplo IRS) para la duración de la cobertura, pero los bancos serán menos proclives a ofrecer estos servicios a medida. El desajuste entre la menor demanda y la mayor demanda incrementará el coste del uso de derivados para las compañías de PyS, lo que conlleva costes de capital más elevados.

La actividad de las titulizaciones, otro importante servicio ofrecido tradicionalmente por los bancos a las compañías de PyS se penaliza mucho bajo Basilea III y Solvencia II. Por consiguiente, cabe esperar que el coste de los servicios de titulización (ABS, CDO) de las carteras aumentará, y el alcance de las soluciones a medida será más limitado. Dado que tanto la demanda como la oferta de estos servicios se reducirá, el efecto final sobre los precios sigue por el momento sin determinar.

Por último, el sector de PyS coloca tradicionalmente grandes sumas de dinero en los bancos en forma de depósitos corporativos. Sin embargo, estos depósitos corporativos se penalizan fuertemente en el nuevo marco de liquidez de Basilea III, en particular la ratio NSFR, por lo que se prevé que los bancos reducirán las rentabilidades que ofrecían en ellos, lo que a su vez reducirá el apetito por estos depósitos. Con ello podría disminuir aún más el retorno de la inversión de las empresas de PyS.

3.2.3 Los bancos como fuente de nuevas oportunidades de negocio para el sector de PyS

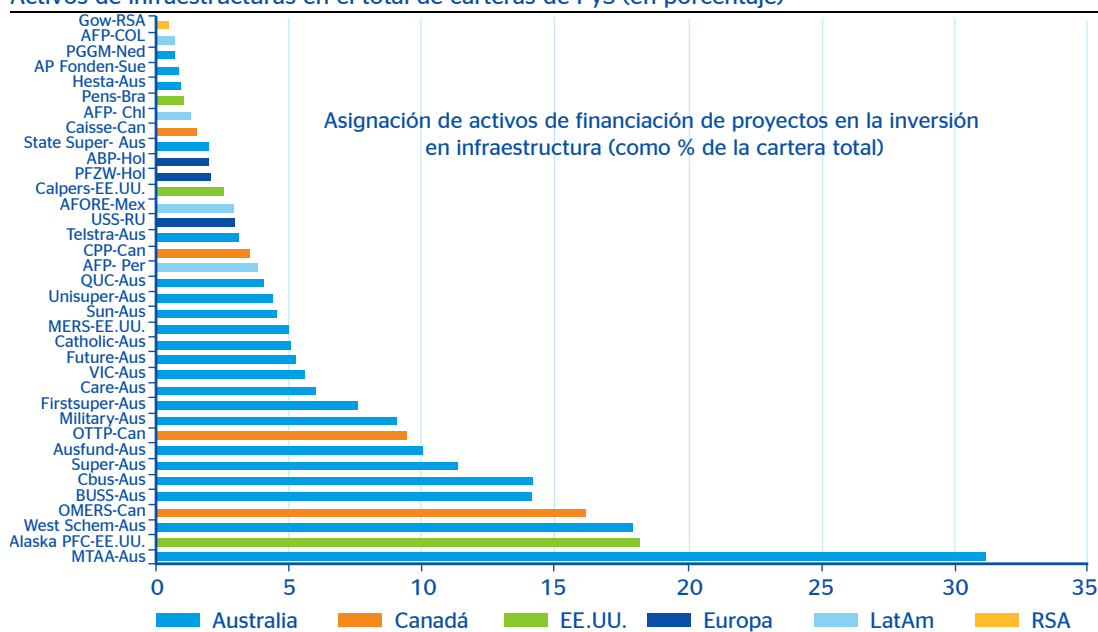
La crisis del sector bancario junto con los requisitos de Solvencia II y Basilea III podría alterar la relación entre las compañías de PyS y los bancos, creando así nuevas oportunidades de negocio que hasta ahora no se habían explorado minuciosamente.

- **Compra de activos bancarios de desinversión**, como el negocio de seguros o las mesas de contratación. La necesidad de muchos bancos de aumentar su capital para poder cumplir los requerimientos de capital más elevados puede provocar que algunos bancos vendan las ramas de seguros y pensiones de sus negocios, ya que es posible que no las consideren activos estratégicos. En este escenario, sería muy probable que estos activos

fuera comprados por compañías especializadas en PyS gracias a las importantes rentabilidades de escala que obtendrían. Estos cambios podrían dar lugar a otros tipos de alianzas comerciales que explotarán la banca de seguros y reducirían la competencia en el sector.

- **Financiación de operaciones inmobiliarias:** a medida que los bancos dejen esta actividad (debido al mayor consumo de capital asociado) podría abrirse la puerta para que las compañías de seguros con mayor apetito de riesgo participen cada vez más en este negocio como forma de diversificar su cartera de inversión.
- **Competición/asociación en financiación de proyectos** para la financiación de infraestructuras. La búsqueda de activos de inversión alternativos por parte de las compañías de PyS podría generar más interés en la financiación de infraestructuras. Ya hay algunas historias de éxito en Australia, Chile, Canadá, etc., donde los activos de infraestructuras representan un importante porcentaje y donde la ratio riesgo-rentabilidad es muy interesante. Esto podría hacer que más compañías del sector piensen en los activos de infraestructuras como alternativas de inversión viables. En consecuencia, el sector bancario y el sector de seguros podrían conformar una combinación muy complementaria en la financiación de proyectos de nueva creación y PPP (Gráfico 4).

Gráfico 4

Activos de infraestructuras en el total de carteras de PyS (en porcentaje)

Fuente: Tuesta (2012)

Aunque el proceso de concesión requiere financiación a corto plazo, el sector bancario podría entrar en este campo. Durante la fase operativa, el sector de PyS podría coger el relevo del sector bancario, ya que se ajusta a su perfil de negocio a muy largo plazo, liberando simultáneamente capital del propio sector bancario (véase Escrivá *et al*, 2009 y Rozas *et al*, 2012).

4 Consideraciones finales

Este documento ha sintetizado las principales tendencias regulatorias financieras globales que afectan directa e indirectamente al sector de PyS, abordando las características relevantes de cada normativa global y sus efectos sobre las decisiones de las empresas y, por consiguiente, sobre el futuro del sector. Subrayamos la idea de que las distintas reglas financieras se han diseñado con un enfoque poco sistemático (por ejemplo, cada una de ellas se dirige a un área específica del sistema financiero), aunque sus efectos se harán visibles en otras áreas e irán más allá de los límites regulatorios previstos. La futura interacción entre el reglamento bancario y el del sector de PyS generará nuevos comportamientos estratégicos que habrá que estudiar más adelante con mayor profundidad.

Tabla 4
Título de la tabla

Impacto general sobre el sector de PyS	Impacto indirecto de la reforma del sector bancario sobre el sector de PyS: retos y oportunidades
- Retrasos en la implementación de Solvencia II asociados a la alta volatilidad de los mercados financieros. Búsqueda de mecanismos para evitar el carácter procíclico del sector de seguros con medidas anticíclicas. Según la situación de riesgo de cada compañía-país: - Transferir más riesgo a las compañías de reaseguros o en forma de titulizaciones. - Transferir más riesgo a los clientes e incrementar las cuotas - Mayor uso de los derivados con fines de cobertura, <i>swaps</i> de tipos de interés, especialmente en <i>swaps</i> y futuros, <i>swaps</i> de inflación y opciones de renta variable. - Las compañías de seguros tratarán de minimizar la brecha de duración entre activos y pasivos, ya que el riesgo asociado con esta brecha debe cubrirse con capital. - En el presente statu quo, se prevé que los bonos a largo plazo emitidos por los gobiernos de la EEA y otros países con una elevada calificación crediticia se verán especialmente favorecidos. Sin embargo, el debate sobre la ponderación de cero riesgo de la deuda soberana podría cambiar esta tendencia. - Las empresas con compromisos de retorno de la inversión de varios productos podrían tener que buscar activos con rentabilidades más altas (y por consiguiente con mayor riesgo y mayor consumo de capital). - La desaparición paulatina de los fondos de pensiones de PD, ya que las empresas dejan de ofrecer planes de prestación definida y se decantan por los planes de aportación definida al considerar que estos últimos son productos sin riesgos para la empresa y que no generan consumo de capital. - La cobertura del riesgo de longevidad y un escenario de tipos de interés bajos presionan al alza el precio de la renta vitalicia de los pensionistas, lo que supone un problema para el sistema si quiere ofrecer pensiones suficientes y aceptables. - En un escenario de tipos de interés bajos, los fondos de pensiones de aportación definida acumulan menos activos, lo que podría reducir el atractivo de este tipo de ahorro con respecto a otros (por ejemplo los activos inmobiliarios) como medio de asegurar fondos para la jubilación.	Los bancos como objetivo de inversión para el sector de PyS - Los bancos podrían mover los plazos de vencimiento de su emisión de deuda al tramo de 5-10 años, mientras que los inversores del sector de PyS (como resultado de los nuevos incentivos de Solvencia II) desarrollarían un mayor apetito de deuda corporativa (incluida la deuda bancaria) emitida en ese tramo de vencimiento. - Podría crearse competencia entre los bancos y las compañías de PyS por los bonos soberanos cubiertos y de alta calidad Los bancos como proveedores de servicios de PyS - Como Basilea III penaliza los derivados no estandarizados, se iría hacia la estandarización y los bancos reducirían sus emisiones de derivados OTC. - El sector de PyS se inclina hacia la tenencia de deuda a corto plazo, lo que les hace depender más de los derivados para la duración de la cobertura, pero los bancos estarán menos dispuestos a ofrecerlos. Este desajuste incrementará el coste del uso de derivados para las compañías de PyS, lo que implica costes de capital más elevados. - Se prevé que los bancos reducirán la rentabilidad ofrecida en los depósitos corporativos, por lo que el sector de PyS reduciría el apetito por estos depósitos. Los bancos como fuente de nuevas oportunidades de negocio para el sector de PyS - Compra de activos bancarios de desinversión, como el negocio de seguros o las mesas de contratación. - La retirada de los bancos de las operaciones inmobiliarias podría abrir la puerta al sector de PyS como forma de diversificar su cartera de inversión. - Competición/asociación en financiación de proyectos para la financiación de infraestructuras.

Fuente: BBVA Research

El informe detectó que hay una gran disparidad entre los distintos países en cuanto a la situación inicial de los sectores de PyS, tanto en términos de niveles de solvencia como en lo que se refiere a diversificación/grado de riesgo de las carteras de inversión, lo que provocará que Solvencia II tenga diferentes efectos. Pero hay un reto común: cómo reconciliar la regulación más sensible al riesgo con la búsqueda de rentabilidad en un mundo donde los tipos de interés se mantienen sistemáticamente bajos. Este reto se compone de (i) una regulación bancaria muy exigente y (ii) la escasez de efectos comerciales de alta calidad, lo que se deriva en parte de la crisis de deuda soberana. Como consecuencia de ello, es posible prever un escenario de: comisiones más altas, menor apetito de deuda corporativa, incluida la deuda bancaria junior o senior; mayor apetito por la deuda soberana (aunque sigue abierto el debate sobre la ponderación de cero riesgo); mayor coste de los derivados de cobertura; menos actividad de titulización, con repercusiones inciertas sobre los precios; un sector de PyS más involucrado en la financiación de infraestructuras (aunque hay límites para este proceso), y más actividad inmobiliaria en el sector de seguros.

Desde la perspectiva de las regulaciones bancarias, esto añadirá tensiones adicionales a la relación con los bancos, aunque podrían surgir nuevas oportunidades si el marco regulatorio es el adecuado.

Lo que está claro en el futuro cercano es que los reguladores de bancos, pensiones y sectores de seguros deben analizar las interacciones de las nuevas regulaciones, las contrapartidas y los riesgos, asegurar su coherencia y revisar las regulaciones que creen incentivos erróneos a largo plazo.

Referencias

Bank for International Settlement (BIS) (2011a) "Fixed income strategies of insurance companies and pension funds". Committee on the Global Financial System. CGFS papers nº 44.

Bank for International Settlement (BIS) (2011b) Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems , versión revisada, junio 2011

EIOPA (2012a) "EU-U.S. Dialogue Project Technical Committee Reports Comparing Certain Aspects of the Insurance Supervisory and Regulatory Regimes in the European Union and the United States".

EIOPA (2012b) "Financial Stability Report 2012. Second half-year report" EIOPA-FS-12-097. Frankfurt.

Escrivá JL., Fuentes E. and García-Herrero A (2009): *Balance y Proyecciones de la experiencia en infraestructura de los fondos de pensiones en Latinoamérica* . BBVA Research.

FMI (2012) "Global Financial Stability Report" en *World Economic and Financial Surveys*. Abril 2012. Washington DC.

IAIS (2012) "Frequently Asked Questions for the IAIS Global Systemically Important Insurers Project". Octubre 2012.

Lubelli, L (2012) "Estado actual de Solvencia II" Colección: Documentos electrónicos. MAP20120040526. Ponencia presentada en la presentación del Informe El mercado español de seguros en 2011, el 19 de septiembre de 2012, en FUNDACIÓN MAPFRE.

McKinsey (2010) "Basel III and European banking: Its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation". McKinsey Working Papers on Risk, nº 26, noviembre 2010.

OCDE (2011): *Pensions at a Glance 2011: Retirement-Income Systems in OECD Countries*. París.

OCDE (2012): *Insurance Statistics Yearbook 2011*. París

Pieschacón, C.(2012): *Riesgo Sistémico y Actividad Aseguradora*. VI premio internacional de seguros, Julio Castelo Matrán. Fundación Mapfre.

Rodríguez-Ponga M.F (2012): "El seguro español y su proceso de adaptación al nuevo entorno". Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Rozas P. Bonifaz J.L. and Guerra-García, G. (2012): *El financiamiento de la infraestructura. Propuestas para el desarrollo sostenible de una política sectorial*. CEPAL. Santiago de Chile.

Tuesta, D. (2012) Latin American pension fund and infrastructure investing. Panel on long term investing and infrastructure investments. Conferencia de David Tuesta en OECD/IOPS Global Forum on Private Pensions. Santiago de Chile, 24 de octubre de 2012. BBVA Research

Zähres M. (2011) "Solvency and Basel III. Reciprocal effects should not be ignored". International topics. Current Issues. Septiembre. Deutsche Bank Research.

William J. (2012) "Revised IORP can revive DB plans" in *Investment&Pensions Europe*, diciembre 2012.

Documentos de Trabajo

2013

13/01 **Hugo Perea, David Tuesta y Alfonso Ugarte:** Lineamientos para impulsar el Crédito y el Ahorro. Perú.

13/02 **Ángel de la Fuente:** A mixed splicing procedure for economic time series.

13/03 **Ángel de la Fuente:** El sistema de financiación regional: la liquidación de 2010 y algunas reflexiones sobre la reciente reforma.

13/04 **Santiago Fernández de Lis, Adriana Haring, Gloria Sorensen, David Tuesta, Alfonso Ugarte:** Lineamientos para impulsar el proceso de profundización bancaria en Uruguay.

13/05 **Matt Ferchen, Alicia Garcia-Herrero and Mario Nigrinis:** Evaluating Latin America's Commodity Dependence on China.

13/06 **K.C. Fung, Alicia Garcia-Herrero, Mario Nigrinis Ospina:** Latin American Commodity Export Concentration: Is There a China Effect?

13/07 **Hugo Perea, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** Credit and Savings in Peru.

13/08 **Santiago Fernández de Lis, Adriana Haring, Gloria Sorensen, David Tuesta, Alfonso Ugarte:** Banking penetration in Uruguay.

13/09 **Javier Alonso, María Lamuedra y David Tuesta:** Potencialidad del desarrollo de hipotecas inversas: el caso de Chile.

13/10 **Ángel de la Fuente:** La evolución de la financiación de las comunidades autónomas de régimen común, 2002-2010.

13/11 **Javier Alonso, María Lamuedra y David Tuesta:** Potentiality of reverse mortgages to supplement pension: the case of Chile.

13/12 **Javier Alonso y David Tuesta, Diego Torres, Begoña Villamide:** Proyecciones de tablas generacionales dinámicas y riesgo de longevidad en Chile.

13/13 **Alicia Garcia Herrero and Fielding Chen:** Euro-area banks' cross-border lending in the wake of the sovereign crisis.

13/14 **Maximo Camacho, Marcos Dal Bianco, Jaime Martínez-Martín:** Short-Run Forecasting of Argentine GDP Growth.

13/15 **Javier Alonso y David Tuesta, Diego Torres, Begoña Villamide:** Projections of dynamic generational tables and longevity risk in Chile.

13/16 **Ángel de la Fuente:** Las finanzas autonómicas en boom y en crisis (2003-12).

13/17 **Santiago Fernández de Lis, Saifeddine Chaibi, Jose Félix Izquierdo, Félix Lores, Ana Rubio and Jaime Zurita:** Some international trends in the regulation of mortgage markets: Implications for Spain.

13/18 **Alicia Garcia-Herrero and Le Xia:** China's RMB Bilateral Swap Agreements: What explains the choice of countries?

13/19 **Javier Alonso, Santiago Fernández de Lis, Carmen Hoyo, Carlos López-Moctezuma y David Tuesta:** La banca móvil en México como mecanismo de inclusión financiera: desarrollos recientes y aproximación al mercado potencial.

13/20 **Javier Alonso, Santiago Fernández de Lis, Carmen Hoyo, Carlos López-Moctezuma and David Tuesta:** Mobile banking in Mexico as a mechanism for financial inclusion: recent developments and a closer look into the potential market.

13/21 **Javier Alonso, Tatiana Alonso, Santiago Fernández de Lis, Cristina Rohde y David Tuesta:** Global Financial Regulatory Trends and Challenges for Insurance & Pensions.

13/22 **María Abascal, Tatiana Alonso, Sergio Mayordomo:** Fragmentation in European Financial Markets: Measures, Determinants, and Policy Solutions.

13/23 **Javier Alonso, Tatiana Alonso, Santiago Fernández de Lis, Cristina Rohde y David Tuesta:** Tendencias regulatorias financieras globales y retos para las Pensiones y Seguros

2012

12/01 **Marcos Dal Bianco, Máximo Camacho and Gabriel Pérez-Quiros:** Short-run forecasting of the euro-dollar exchange rate with economic fundamentals. / *Publicado en Journal of International Money and Finance, Vol.31(2), marzo 2012, 377-396.*

12/02 **Guoying Deng, Zhigang Li and Guangliang Ye:** Mortgage Rate and the Choice of Mortgage Length: Quasi-experimental Evidence from Chinese Transaction-level Data.

12/03 **George Chouliarakis and Mónica Correa-López:** A Fair Wage Model of Unemployment with Inertia in Fairness Perceptions. / *Updated version to be published in Oxford Economic Papers: <http://oep.oxfordjournals.org/>.*

12/04 **Nathalie Aminian, K.C. Fung, Alicia García-Herrero, Francis NG:** Trade in services: East Asian and Latin American Experiences.

12/05 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Potential outcomes of private pension developments in China (Chinese Version).

12/06 **Alicia García-Herrero, Yingyi Tsai and Xia Le:** RMB Internationalization: What is in for Taiwan?.

12/07 **K.C. Fung, Alicia García-Herrero, Mario Nigrinis Ospina:** Latin American Commodity Export Concentration: Is There a China Effect?.

12/08 **Matt Ferchen, Alicia García-Herrero and Mario Nigrinis:** Evaluating Latin America's Commodity Dependence on China.

12/09 **Zhigang Li, Xiaohua Yu, Yinchu Zeng and Rainer Holst:** Estimating transport costs and trade barriers in China: Direct evidence from Chinese agricultural traders.

12/10 **Maximo Camacho and Jaime Martinez-Martin:** Forecasting US GDP from small-scale factor models in real time.

12/11 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferria:** Fiscal Devaluations in EMU.

12/12 **Ángel de la Fuente and Rafael Doménech:** The financial impact of Spanish pension reform: A quick estimate.

12/13 **Biliana Alexandrova-Kabadjova, Sara G. Castellanos Pascacio, Alma L. García-Almanza:** The Adoption Process of Payment Cards -An Agent- Based Approach. / *B.Alexandrova-Kabadjova, S. Martinez-Jaramillo, A. L. García-Almanza y E. Tsang (eds.) Simulation in Computational Finance and Economics: Tools and Emerging Applications, IGI Global, cap. 1, 1-28 (Ver: IGI Global).*

- 12/14 **Biliana Alexandrova-Kabadjova, Sara G. Castellanos Pascacio, Alma L. García-Almanza:** El proceso de adopción de tarjetas de pago: un enfoque basado en agentes.
- 12/15 **Sara G. Castellanos, F. Javier Morales y Mariana A. Torán:** Análisis del uso de servicios financieros por parte de las empresas en México: ¿Qué nos dice el Censo Económico 2009? / *Publicado en Bienestar y Política Social, Vol. 8(2), 3-44. Disponible también en inglés: Wellbeing and Social Policy, Vol. 8(2), 3-44.*
- 12/16 **Sara G. Castellanos, F. Javier Morales y Mariana A. Torán:** Analysis of the Use of Financial Services by Companies in Mexico: What does the 2009 Economic Census tell us?
- 12/17 **R. Doménech:** Las Perspectivas de la Economía Española en 2012.
- 12/18 **Chen Shiyuan, Zhou Yinggang:** Revelation of the bond market (Chinese version).
- 12/19 **Zhouying Gang, Chen Shiyuan:** On the development strategy of the government bond market in China (Chinese version).
- 12/20 **Angel de la Fuente and Rafael Doménech:** Educational Attainment in the OECD, 1960-2010.
- 12/21 **Ángel de la Fuente:** Series enlazadas de los principales agregados nacionales de la EPA, 1964-2009.
- 12/22 **Santiago Fernández de Lis and Alicia Garcia-Herrero:** Dynamic provisioning: a buffer rather than a countercyclical tool?
- 12/23 **Ángel de la Fuente:** El nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009 y 2010.
- 12/24 **Beatriz Irene Balmaseda Pérez y Lizbeth Necoechea Hasfield:** Metodología de estimación del número de clientes del Sistema Bancario en México.
- 12/25 **Ángel de la Fuente:** Series enlazadas de empleo y VAB para España, 1955-2010.
- 12/26 **Oscar Arce, José Manuel Campa y Ángel Gavilán:** Macroeconomic Adjustment under Loose Financing Conditions in the Construction Sector.
- 12/27 **Ángel de la Fuente:** Algunas propuestas para la reforma del sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común.
- 12/28 **Amparo Castelló-Climent, Rafael Doménech:** Human Capital and Income Inequality: Some Facts and Some Puzzles.
- 12/29 **Mónica Correa-López y Rafael Doménech:** La Internacionalización de las Empresas Españolas.
- 12/30 **Mónica Correa-López y Rafael Doménech:** The Internationalisation of Spanish Firms.
- 12/31 **Robert Holzmann, Richard Hinz and David Tuesta:** Early Lessons from Country Experience with Matching Contribution Schemes for Pensions.
- 12/32 **Luis Carranza, Ángel Melguizo and David Tuesta:** Matching Contributions for Pensions in Colombia, Mexico, and Peru: Experiences and Prospects.

12/33 **Robert Holzmann, Richard Hinz y David Tuesta:** Primeras lecciones de la experiencia de países con sistemas de pensiones basados en cotizaciones compartidas.

12/34 **Luis Carranza, Ángel Melguizo y David Tuesta:** Aportaciones compartidas para pensiones en Colombia, México y Perú: Experiencias y perspectivas.

Consulte aquí el listado de Documentos de Trabajo publicados entre 2009 y 2011

Los análisis, las opiniones y las conclusiones contenidas en este informe corresponden a los autores del mismo y no necesariamente al Grupo BBVA.

Podrá acceder a las publicaciones de BBVA Research a través de la siguiente web: <http://www.bbvarresearch.com>

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvarresearch@bbva.com

www.bbvarresearch.com