

RIESGO DE TASAS DE INTERÉS Y SU EFECTO EN LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS DE VIDA

Los profesores Jaime Casassus y Fernando Coloma de la Universidad Católica nos comparten en exclusiva su más reciente artículo. Los autores discuten los riesgos que enfrentan las compañías de seguros de vida ante la fuerte baja en las tasas de interés a nivel global, descubriendo que la industria de seguros de vida en Chile, al igual que la de los EEUU, está fuertemente expuesta al riesgo de *duration* en sus pasivos.

Por Jaime Casassus y Fernando Coloma (Instituto de Economía UC)

En los últimos años se ha evidenciado una importante caída en las tasas de interés reales de largo plazo, efecto que ha ido acompañado de un aumento significativo en su volatilidad. Por ejemplo, a inicios del 2018 la TIR de bonos BCU a 10 años estaba en torno a 200 bp, mientras que en el 2do semestre del 2020 llegó a niveles de -50 bp. La volatilidad anualizada de estas tasas en igual periodo pasó de valores cercanos a 100 bp a más de 200 bp.

Para las Compañías de Seguros de Vida, el cambio en las tasas de interés es una de las principales fuentes de riesgo. En efecto, estas aseguradoras tienen como principal producto las Rentas Vitalicias, que es una modalidad de pensión que garantiza una renta mensual fija en UF de por vida a quienes toman estos seguros, lo que se traduce en pasivos de muy largo plazo para estas compañías. De esta manera, para mitigar el riesgo de cambios en las tasas, las compañías tratan de invertir los ahorros previsionales de sus clientes en activos de largo plazo, aunque nunca logran equiparar las duraciones de los pasivos producto de que existen pocos activos de muy largo plazo.

Este descalce de duraciones entre activos y pasivos se traduce en un mayor riesgo de reinversión, dado que no se conocen las condiciones de mercado al momento de reinvertir los activos para lograr la madurez de los pasivos. Este riesgo de reinversión se relaciona directamente con el riesgo en las tasas de interés, y golpea directamente en la volatilidad del patrimonio de las compañías. Por ejemplo, una caída general en las tasas de interés aumenta el valor presente de los pasivos en mayor medida que el aumento que ocurre

en los activos. Si se piensa en términos de valor futuro de activos y pasivos, tasas de interés más bajas afectan negativamente la reinversión de los activos en su madurez, lo que evidencia una peor posición financiera de las aseguradoras. Asimismo, una caída de tasas de interés también afecta negativamente las tasas de venta que pueden ofrecer las compañías por nuevas rentas vitalicias y, por ende, los montos de pensión futura que recibirán los nuevos pensionados.

Midiendo el riesgo de tasas en la industria de seguros de vida (Hartley, Paulson y Rosen, 2016)

El efecto de las bajas tasas de interés en las compañías de seguro ha sido una preocupación reciente en muchos países. Hartley, Paulson y Rosen (2016, HPR de ahora en adelante) enfrentan este tema contrastando el efecto de tasas en compañías en USA y UK. Su hipótesis es que en USA las compañías de seguros de vida toman más riesgo de tasas de interés que lo que ocurre en UK, porque en USA los productos de seguros de vida dan más garantías y los tenedores de las pólizas tienen menos flexibilidad. En UK, en cambio, el riesgo de tasas lo toma el dueño de la póliza, porque casi no existen garantías y la rentabilidad que ellos reciben es variable y depende de las condiciones de mercado. Planteada la situación en estos términos, las compañías que ofrecen rentas vitalicias en Chile deberían ser más cercanas a las de USA que a las de UK, porque la renta vitalicia es un compromiso irrevocable de la compañía de seguros con el pensionado en virtud del cual se mantiene fijo en UF el monto de la pensión a través del tiempo.

HPR estiman una regresión con la rentabilidad accionaria de Compañías de Seguro de Vida de cada país, con respecto a la rentabilidad en renta fija y otras variables de control como el desempeño del mercado accionario. Para USA ellos encuentran que en 2015 un aumento de 1% en índice de renta fija a 10 años tiene un efecto de -1% en el precio de la acción. Este resultado implica que una caída en la TIR de bonos de gobierno a 10 años de 1%, reduce el patrimonio de las compañías en 8.8%. Para UK ellos encuentran que el efecto de tasas no es significativo, en línea con su hipótesis inicial.

Evaluación del riesgo de tasas en la industria de seguros de vida de Chile

Para medir el efecto de las tasas en el patrimonio de las aseguradoras en Chile, sería ideal contar con el precio de la acción de cada compañía, pero lamentablemente tal información no existe porque estas entidades no se transan en bolsa. Sin embargo, se puede construir un proxy para la rentabilidad por acción a partir de los estados financieros de cada compañía. Esta información contable entrega una aproximación razonable a la variable deseada dado que el patrimonio contable reconoce parcialmente el efecto de cambios en las condiciones de mercado producto de la aplicación de IFRS.

Usando datos contables de compañías chilenas para el periodo entre 2015Q2 y 2020Q1, y estimando una regresión del proxy de rentabilidad del patrimonio con la rentabilidad de un índice de renta fija de largo plazo en UF y controlando por el desempeño del mercado accionario y la proporción del negocio de la compañía que es de rentas vitalicias, se obtiene que un aumento de 1% en el índice de renta fija reduce el patrimonio de las firmas en 0.6%. Dada la duración del índice, esto implica que una caída de 100 bp en la TIR de bonos a 10 años tendrá un efecto negativo de alrededor de un 6% en el patrimonio de las compañías. Este resultado confirma que las compañías nacionales terminan absorbiendo el riesgo de tasas de interés y que el caso chileno es más cercano al caso de USA que al de UK.

Si bien el objetivo ha sido replicar el ejercicio de HPR para Chile, creemos que nuestros resultados subestiman el verdadero efecto de tasas en el patrimonio de las compañías producto del tipo de datos que consideramos para nuestro análisis. Primero, en

nuestro ejercicio usamos datos contables que suelen ser menos sensibles a las condiciones de mercado que los datos financieros. Segundo, la frecuencia de nuestros datos es solo trimestral, mientras que HPR usa datos mensuales que suelen ser más volátiles. Finalmente, también es importante tener presente que el efecto en el patrimonio es endógeno a la regulación existente, por lo que en nuestro ejercicio (y en el de HPR) existe una variable omitida que refleja el grado de regulación y que debiera estar correlacionada con las tasas de interés. Por ejemplo, para las aseguradoras locales existe el Test de Suficiencia de Activos (TSA) que requiere la constitución de reservas técnicas adicionales (que se podrían traducir en aumentos de capital) cuando la compañía presenta una situación de insuficiencia de flujos de activos.

Conclusiones y recomendaciones de política

La conclusión básica que se desprende de este ejercicio es que la caída observada en las tasas de interés de largo plazo ha tenido un efecto importante en las compañías de seguros. La predicción del modelo es que la caída de 250 bp observada en los últimos años ha reducido el patrimonio contable de las compañías en promedio un 15%. Esta caída sumada a la mayor volatilidad en las tasas, se traducen en una mayor probabilidad de insolvencia de las compañías, algo que podría afectar eventualmente el pago de las rentas vitalicias contratadas.

Desde el punto de vista del regulador esta situación de gran variabilidad patrimonial de las compañías de seguros de vida frente a los cambios en las tasas de interés en el corto plazo, y sus consiguientes efectos en los montos de pensión ofrecidos, no ha pasado inadvertida, y durante el segundo semestre del 2020 introdujo una serie de modificaciones normativas tendientes a mejorar la metodología de cálculo de la suficiencia en el Test de Suficiencia de Activos (TSA) a través de corregir las proyecciones de los flujos de activos y pasivos y el vector de tasas de descuento que se utiliza para el análisis de suficiencia de activos. Si bien no está en el propósito de este artículo hacer una discusión crítica de la razonabilidad de cada una de estas modificaciones, creemos importante relevar el efecto final que éstas tienen en hacer menos sensible el patrimonio de las compañías a movimientos en las tasas de interés en el corto plazo, contribuyendo al

mismo tiempo a que las aseguradoras no se desvíen de su política de inversiones óptima -con el consiguiente impacto en las pensiones ofrecidas- y a que no enfrenten requerimientos adicionales de reservas y/o de capital que no necesariamente reflejen las tendencias de largo plazo. Finalmente, nos parece importante premiar a las compañías que tienen un menor descalce en la duración de activos y pasivos, pero de una manera tal que no distorsione la esencia de lo que debiera ser el TSA. Dicho de otra manera, nos parece importante que las compañías tengan mayores incentivos para colocar una mayor fracción de sus activos en inversiones de largo plazo, pero ello debiera propiciarse, por ejemplo, a través de un premio por calce que tuviera efectos en el nuevo Sistema de Evaluación de Solvencia de las compañías de seguros asociada al proyecto de ley de Supervisión Basada en Riesgos, actualmente en el Congreso.

Una versión de esta columna con gráficos y tablas estará disponible pronto en <https://economia.uc.cl/>