

RENTAS VITALICIAS AÑO 2005: SOLVENCIA DE LARGO PLAZO EN REVISION

Durante los últimos años se han observado diversos ajustes estructurales, tanto en el mercado de capitales como en la industria de seguros previsionales, que plantean una serie de interrogantes respecto de la solvencia de la industria de rentas vitalicias.

En buena medida, el mercado de capitales provee los activos financieros necesarios para respaldar la demanda de activos de largo plazo que exigen los ahorros destinados a rentas vitalicias. Por ello, escenarios con altos niveles de prepago y persistentes niveles de tasas de interés deprimidos impactan negativamente sobre los flujos que respaldan los pagos de rentas vitalicias.

Dada la relevancia de las reservas acumuladas, el análisis se centra en el impacto que los diversos ajustes antes señalados tienen sobre las obligaciones vigentes a la fecha.

Las ventas futuras y, por tanto, las reservas técnicas futuras enfrentan un escenario común para todas las aseguradoras, con tablas actuariales actualizadas y tasas de interés extremadamente bajas, por lo que el escenario previsible es, al menos, estable.

Los principales cuestionamientos a realizar tienen relación con las mayores exigencias que conllevan, por una parte, el aumento de la esperanza de vida de la población y, por otra, la caída en las tasas de rentabilidad de los activos financieros de largo plazo.

El análisis concluye que ambos efectos provocan niveles de estrés significativos sobre los pasivos de reservas técnicas acumulados hasta la fecha en que se producen los cambios. No obstante este incremento del riesgo, la industria mantiene un respaldo patrimonial y de reservas que permite prever que, de ser reinvertidos a tasas similares a las tasas libres de riesgo –papeles estatales– de largo plazo actualmente vigentes, es posible cumplir con las diversas obligaciones de la industria.

La evaluación de la solvencia y las conclusiones emanadas de ésta están sustentadas en las herramientas metodológicas que Feller Rate utiliza en sus análisis crediticios de seguros de largo plazo. Ello, sobre la base de diversos modelos que simulan escenarios futuros, en materias tales como el aumento de la esperanza de vida de la población, las caídas en las tasas de reinversión, el efecto del prepago de activos, la incidencia de los gastos operacionales de administración de la cartera, la probabilidad de default de los activos financieros y el flujo de dividendos exigido por los accionistas.

BREVE RESEÑA DE LA INDUSTRIA DE RENTAS VITALICIAS

Según cifras a junio de 2005, las reservas técnicas asociadas a rentas vitalicias alcanzaban a UF 518 millones, representando el 89% de las reservas totales y el 79% de las inversiones de la industria. De las reservas vigentes a esa fecha, alrededor del 70% correspondía a pensiones garantizadas a 10 años, de las cuales el 70% eran rentas de vejez, en tanto que el 30% restante se distribuía entre invalidez y sobrevivencia. El perfil de la cartera señalaba, por otra parte, que alrededor del 70% de los asegurados eran varones.

Durante el primer semestre de 2005 se pagaron pensiones por UF 18 millones, existiendo un total de 313 mil pólizas vigentes a junio del mismo año. En el mismo período, las ventas de rentas vitalicias alcanzaron a UF 24,5 millones, representando el 53% de las ventas totales de la industria.

ESTRUCTURA FINANCIERA Y FUNDAMENTOS DE LA INDUSTRIA DE RENTAS VITALICIAS

Por años, las ventas de rentas vitalicias han representado más del 60% del negocio de la industria de seguros de vida, debido a que el monto de las primas individuales es muy significativo –en promedio entre UF 2.000 y UF 2.400–. Esos recursos, ahorrados durante la vida activa de los asegurados, son traspasados a las aseguradoras con el propósito de adquirir una renta vitalicia. Por ello, la industria de seguros previsionales ha acumulado activos financieros por más de UF 550 millones, transformándose en el segundo actor, en términos de inversiones financieras, después de los fondos de pensiones.

La estructura de activos y pasivos asociados a las rentas vitalicias es simple. Los activos financieros están concentrados en instrumentos de largo plazo, de renta fija, denominados en UF. Las reservas de rentas vitalicias, que alcanzaban a UF 518 millones a junio de 2005, estaban respaldadas por el 79% de las inversiones. A la misma fecha, el 79,8% de las inversiones correspondía a activos de renta fija. Así, existe una fuerte correlación entre las reservas de rentas vitalicias y los activos de renta fija que las respaldan. En buena medida, ello ha sido consecuencia de las conservadoras exigencias de calce de activos y pasivos que establece la normativa de cálculo de reservas.

Las reservas reflejan el valor presente de los flujos comprometidos a pagar a los asegurados, calculados según

Tabla 1: Estructura financiera de la industria de rentas vitalicias

<i>(En miles de UF)</i>	
	Junio 05
Activos: Inversiones de renta fija	552.747
Reservas de rentas vitalicias por pagar	518.200
Patrimonio de riesgo	34.547
Total pasivos	552.747

tablas actuariales establecidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), y utilizando tasas de descuento determinadas conforme a los mecanismos de conservadurismo que emplea la estructura de calces de largo plazo. Así, en la medida que una aseguradora registra un mayor calce en su estructura de activos y pasivos y, por tanto, presenta menor riesgo de reinversión de sus activos financieros, puede constituir una menor reserva de «rentas vitalicias por pagar».

El patrimonio de riesgo para respaldar rentas vitalicias que cada aseguradora debe mantener en todo momento se determina dividiendo las «rentas vitalicias por pagar» por 15. De este modo, mientras una aseguradora esté más calzada en su estructura de activos y pasivos, menor será la exigencia que deba mantener como reserva patrimonial. Consecuentemente, ello conlleva mejores rentabilidades proyectadas para el accionista.

La estructura de ingresos y gastos relevantes asociados a una cartera de rentas vitalicias en etapa de administración (run-off) también es simple. Los ingresos son aportados por la rentabilidad de la cartera de inversiones, en tanto que el ajuste de la reserva técnica se calcula periodo a periodo, sobre la base de los pagos efectuados y del recálculo de la reserva al final del año. El recálculo determina el nuevo valor presente, considerando la cartera vigente –asegurados vivos al final del año– y el incremento de la edad actuarial de los rentistas y sus beneficiarios.

En este recálculo, si la mortalidad real del periodo fue mayor que la presupuestada por la tabla actuarial de la SVS, se genera una liberación de reservas en exceso, es decir, se produce una utilidad contable. Por el contrario, si la esperanza de vida aumenta y el número de fallecidos es inferior a lo presupuestado –tal como se ha observado en la industria–, se genera un incremento de la reserva, que se traduce en mayores costos por concepto de «Ajuste de la Reserva».

En la tabla 2, que muestra los ingresos y gastos relevantes de la industria, se observa que, si los parámetros que determinan la estructura de las rentas vitalicias no sufren ajustes, el retorno sobre el patrimonio de riesgo en un escenario de «run-off» sería superior al 26% anual. Dado que el endeudamiento promedio de la industria está situado en torno a 10 veces, el retorno ajustado llegaría a poco más del 17% anual.

Tabla 2: Estado de resultados semestral

<i>(En miles de UF)</i>	
	Junio 05
Resultado de inversiones (ROA: 5,5% anual)	15.201
Ajuste de la reserva (TCj: 4,2% anual)	-10.172
Costo de administración (3 UF por póliza)	-469
Resultado técnico de seguros	4.559
ROE semestral (patrimonio de riesgo)	13,2%

MODIFICACIONES REGLAMENTARIAS

Desde agosto de 2004 se encuentran operando diversas modificaciones al sistema de comercialización de rentas vitalicias. Entre los principales cambios se deben mencionar la aplicación del sistema SCOMP de comercialización electrónica, de uso obligatorio para acceder a un seguro de rentas vitalicias previsionales; la limitación de las comisiones de intermediación al 2,5% de la prima; el incremento paulatino de los requisitos para jubilación anticipada; y la emisión voluntaria de listados de afiliados pensionables.

Por otra parte, en noviembre de 2004 se publicaron las tablas actuariales para rentas vitalicias, RV-2004, que reemplazaron a la antigua RV-85. Esta nueva versión recoge diversos ajustes observados en el comportamiento de las expectativas de vida de la población relevante. Mediante la Norma de Carácter General N° 178, de abril de 2005, se hizo obligatorio el uso de estas tablas, no sólo para las ventas futuras de rentas vitalicias, sino también para las reservas acumuladas hasta esa fecha.

Con el propósito de aminorar el impacto patrimonial que supuso el ajuste de las reservas acumuladas, el regulador diseñó un mecanismo que, entre otros, eliminó el factor de conservadurismo del cálculo de reservas calzadas y permitió aumentar el endeudamiento desde 15 veces a 20 veces en un período de 5 años, plazo mínimo para ajustar la reserva acumulada conforme a las nuevas tablas actuariales aplicadas a los rentistas causantes. En rigor, el regulador autorizó a ajustar hasta en 10 años el incremento de reservas.

Entre los aspectos relevantes que aún quedan por definir, está la construcción –por parte del regulador– de tablas actuariales actualizadas para la determinación de las reservas asociadas a los beneficiarios.

Cabe considerar que por cada póliza de seguros de rentas vitalicias se registra un causante y 1,12 beneficiarios, y que éstos últimos serán los potenciales rentistas al fallecimiento del causante. Los ajustes que genere la actualización de estas tablas serán incorporados a las reservas también en forma paulatina, pero sin un plazo predeterminado para su inclusión plena. De esta manera, como resultado del aumento de la expectativa de vida de la población beneficiaria, el riesgo actuarial de la industria

podría sufrir nuevos ajustes. Como es de esperar, la señalada alza no sólo perjudicaría a las rentas vitalicias, sino también a los retiros programados que actualmente está pagando el sistema de AFP's.

IMPACTO DEL AUMENTO DE LA EXPECTATIVA DE VIDA DE LA POBLACION

La esperanza de vida utilizada en el cálculo de las rentas vitalicias se establece a partir de estudios estadísticos de la población relevante, tanto rentistas de compañías de seguros, como pensionados del retiro programado pagado por las AFP's y el INP. Sobre esta base, el regulador pudo concluir que, en promedio, la mujer de 60 años de edad ha registrado un incremento de 3,06 años en su esperanza de vida, alcanzando actualmente los 88 años. Los varones de 65 años, en tanto, registraron un alza de 0,51 años en su esperanza de vida, llegando a los 83 años de edad.

El aumento de la expectativa de vida de la población tiene un impacto para las compañías de seguros que participan en el negocio de rentas vitalicias. Éstas, al momento de la venta de la póliza, se comprometieron a pagar una pensión mensual fija por todo el periodo de vida del causante y de sus beneficiarios con derecho a pensión. La determinación de esta póliza incorporó estimaciones de, al menos, los siguientes factores: esperanza de vida del grupo familiar y del asegurado causante de la pensión; gastos operacionales en que debe incurrir la aseguradora; y rentabilidad proyectada para los fondos que entregó el pensionable, es decir, para la prima de seguros de renta vitalicia. Dicha rentabilidad permitirá pagar las pensiones y entregar una rentabilidad apropiada al accionista que asumió el riesgo del negocio.

En la medida que alguno de estos factores sufra cambios relevantes, los resultados financieros y la solvencia de la aseguradora, así como la rentabilidad del accionista, podrán verse afectados. De esta forma, al aumentar la esperanza de vida de la población, se generan ajustes a los factores considerados en la determinación del precio.

La tabla 3 muestra, en un formato simple, los diversos impactos que puede provocar el mencionado ajuste. Se puede observar que una aseguradora que pactó una renta vitalicia con una persona de sexo femenino, cuya esperanza de vida se ve incrementada en 3,06 años, deberá asumir mayores obligaciones.

Para cubrir estas mayores exigencias de flujos futuros, una de las opciones para la aseguradora es aumentar la rentabilidad de las inversiones que respaldan la reserva técnica, requiriendo en este caso alzas del orden de 70 puntos base (pb). Como es natural, con esta alternativa el accionista necesariamente deberá efectuar ajustes a su política de inversiones, asumiendo probablemente mayores riesgos para lograr mejorar el retorno promedio de las mismas.

Como contrapartida, el regulador busca mantener acotado el riesgo de insolvencia de la industria, puesto que parte de las posibles contingencias que sufran las aseguradoras deberá asumirlas el presupuesto fiscal, dadas las garantías estatales implícitas. Por ello, el regulador prefiere exigir que se aumenten las reservas técnicas, de modo de mantener acotada la rentabilidad exigida a las inversiones y, así, no ver afectado el perfil de riesgo de la industria. Los cálculos establecen que, para una mujer de 60 años, el regulador exigiría un alza del 8% en la reserva, lo que debiera permitir pagar el incremento de las pensiones con la misma tasa de rentabilidad del 3%.

Como se puede apreciar, en el caso de los varones el impacto es de menor relevancia, dado que el aumento en la esperanza de vida es menos significativo.

EFFECTO DEL CAMBIO DE LA ESPERANZA DE VIDA SOBRE LA RESERVA TECNICA DE LA INDUSTRIA

Es posible proyectar el efecto global del cambio de la expectativa de vida de la población de rentistas sobre las reservas. Dado que el 70% de la población son varones, ello permite estimar que el máximo impacto del ajuste podría llegar al 4% de la reserva, esto es, alrededor del 60% del patrimonio de riesgo de la industria.

Tabla 3: Impacto del aumento de la esperanza de vida de la población sobre las rentas vitalicias

	Mujer de 60 años		Varón de 65 años	
	RV-85	RV-2004	RV-85	RV-2004
Esperanza de vida (años)	24,82	27,88	17,15	17,66
Tasa de pensión promedio	3,00%	3,70%	3,00%	3,31%
Pensión mensual (UF)	11,2	11,2	14,6	14,6
Prima base (UF)	2400	2400	2400	2400
Prima ajustada (UF)		2.592		2.454
Ajuste de la reserva		8,0%		2,3%
Ajuste de la tasa de pensión		23,3%		10,2%

En la práctica, el ajuste es menor debido a que parte del impacto actuarial se ve compensado con el cambio en la metodología de cálculo de la tasa de descuento de la reserva, al eliminarse el factor de conservadurismo de la fórmula de calce. A lo anterior se suma el efecto favorable que supone la existencia de un 70% de pensiones garantizadas a 10 años, que no se ven afectadas por los cambios de la mortalidad.

Lo significativo del ajuste presionó a la industria a la búsqueda de mecanismos de consenso, que posibilitaran diferir el impacto patrimonial en un plazo razonable. Ello permite comprender el por qué de la aplicación del ajuste en un periodo de entre 5 y 10 años, con liberaciones de patrimonio mínimo.

IMPACTO DEL AJUSTE GRADUAL ESTABLECIDO POR LA SVS

El mecanismo de ajuste gradual que promulgó la SVS acepta un alza de hasta 0,5% anual en el stock de reserva, admitiendo un plazo de hasta 10 años para realizar el ajuste total. En este mismo lapso, el stock inicial de reserva –es decir los UF 518 millones– debiera haber disminuido en torno a un 35%. De este modo, el ajuste del 0,5% anual se reducirá en forma relevante también.

En la práctica, y como resultado del mecanismo aplicado, no se produjo un cambio significativo en los volúmenes de activos de respaldo de las reservas, que habrían permitido mantener acotado el riesgo de reinversión.

OTROS MECANISMOS DE ANALISIS DE SOLVENCIA

Dada la rigidez de la industria para ajustar su estructura financiera al nuevo escenario, el regulador diseñó un mecanismo alternativo de regulación de su solvencia basado en un test de suficiencia de activos, destinado a evaluar la capacidad de la cartera de inversiones para dar un respaldo objetivo a las obligaciones de seguros. Este mecanismo se encuentra en plena etapa de diseño y de revisiones por parte de los diversos agentes involucrados, previéndose la pronta publicación de una versión definitiva.

METODOLOGIA DE ANALISIS DE RIESGO UTILIZADA POR FELLER RATE

En sus procesos de clasificación de riesgo de las compañías de seguros que participan en el negocio de rentas vitalicias, Feller Rate ha realizado diversos ajustes a las herramientas tradicionales de análisis de largo plazo, de modo de adaptarlas al escenario actual.

Por años, el riesgo de largo plazo de las compañías de rentas vitalicias ha sido evaluado utilizando, entre otros factores, dos indicadores relevantes. Algunos de ellos provienen del marco normativo de metodologías de clasificación de seguros establecido, desde sus orígenes, por el propio regulador.

- **Tir de Reinversión (TIR).** Este indicador arroja la tasa de interés mínima a la que es necesario reinvertir los flujos excedentes descalzados producto de la estructura de activos y pasivos relevantes de cada aseguradora. Históricamente, se han observado reducidos niveles de riesgo de reinversión, particularmente cuando se incluyen los activos que respaldan el patrimonio de cada aseguradora.
- **Tasa de Inversión de Largo Plazo (TLPL).** Este indicador entrega el retorno mínimo que es necesario lograr sobre los activos disponibles a una fecha determinada y que permitiría dar cumplimiento a todas las obligaciones de seguros de largo plazo. Las tasas obtenidas han oscilado en torno al 3% anual. El modelo considera todos los activos disponibles.

En general, estos indicadores son directamente proporcionales al endeudamiento de las aseguradoras, puesto que a menor endeudamiento mayor es el superávit de activos libres susceptibles de ser utilizados para reducir el riesgo de reinversión.

Niveles de stress de los indicadores históricos

Considerando la información histórica disponible, Feller Rate concluía que las tasas arrojadas por los indicadores señalados eran apropiadas, reflejando razonablemente la real exposición al riesgo de reinversión.

Aspectos tales como el incremento de la mortalidad, el estrés por prepago y el nivel de default de las inversiones, eran escenarios que, a la luz de los antecedentes disponibles, no parecían presentar impactos importantes. Por otra parte, los gastos operacionales asociados a una etapa de «run-off» eran poco relevantes como para generar ajustes significativos en los flujos netos proyectados.

En años más recientes, se ajustaron algunos de estos factores, aplicando estimaciones globales del impacto del ajuste actuarial, que incrementaron la TLPL en alrededor de 50 pb. Al mismo tiempo, como resultado del prepago y de la caída de las tasas de interés de mercado registrados en los dos últimos años, Feller Rate observó reducciones de entre 30 pb y 50 pb por año en la tasa de rentabilidad devengada de la cartera de renta fija. El estrés aplicado significó ajustar la TLPL en casi 100 pb, bajando el spread y, por ende, la rentabilidad patrimonial proyectada, que se vio disminuida en cerca de un 50%.

Nuevos escenarios y mecanismos de análisis

Como se señaló, producto de los escenarios observados recientemente en la industria, Feller Rate incorporó diversos ajustes a sus indicadores de riesgo de reinversión, adecuándolos a los nuevos escenarios de riesgo de mercado. Para esto se consideró tanto la información disponible como las definiciones del modelo de test de suficiencia de activos propuesto por la SVS.

Tabla 4: Impacto de ajustes al riesgo de reinversión

	Sin ajustes	Mortalidad	Gastos	Default	Dividendos	Prepago	Con ajustes
Impacto	0,00%	0,43%	0,10%	0,14%	0,26%		0,93%
TLPL	3,05%	3,48%	3,15%	3,20%	3,31%		3,99%
Impacto	0,00%	1,41%	0,26%	0,42%	0,71%	0,60%	4,37%
TIR	0,59%	2,01%	0,86%	1,01%	1,30%	1,20%	4,96%

Entre los principales ajustes incorporados se pueden señalar:

- **Impacto actuarial.** Se hicieron estimaciones del ajuste actuarial de los pasivos, incrementando en un 5,6% los flujos anuales de reservas previsionales.
- **Prepago.** Se diseñó un mecanismo para evaluar el impacto del prepago en los flujos de los activos de las carteras. Para ello se asumió un prepago del 3% anual del total de los activos que respaldan las reservas técnicas, por un periodo de 20 años, lo que se tradujo en un prepago acumulado del 43% de la cartera inicial. Se estimó que el prepago se reinvertía a una tasa de interés 200 pb inferior. Asimismo, se estimó, conservadoramente, que el *duration* promedio de los activos era de 8 años.
- **Dividendos.** Sobre la base del spread generado en el negocio en «run-off», se determinó la utilidad neta anual, asumiendo un reparto del 30% como dividendos. Ello supone que el 70% restante se reinvierte y se capitaliza. En la práctica, ello no ocurre, porque las aseguradoras reinvierten sus excedentes en el desarrollo de nuevos negocios. Esta circunstancia deberá ser incorporada en el análisis de cada momento.
- **Riesgo de default de activos.** Se estimó una provisión por riesgo de default de 1,6% sobre los activos. Para ello se tomó en consideración la diversificación de los activos y las estadísticas de riesgo locales. Dado que no hay un historial relevante de default, también se tomaron en cuenta estadísticas internacionales provistas por Standard & Poor's. Para los instrumentos sin clasificación de riesgo, se asumieron tasas de default de un 5%; en tanto que para los activos con rating en grado de inversión, se asumieron tasas promedio de un 1% de castigo.
- **Gastos operacionales.** Se aplicó una tasa de gastos de administración de UF 2 al año por póliza.
- **Superávit de activos.** Se determinó el excedente de activos no comprometidos en el respaldo de reservas de seguros tradicionales y de AFP's. Se incluyeron los activos de respaldo del patrimonio de riesgo y los excesos de inversión. La industria relevante mantiene excedentes del orden de UF 57 millones.

Mecanismo de solvencia

Considerando que muchos de los excedentes de activos de la industria están invertidos en bienes raíces y en renta variable, además de excesos de inversión por sobre los límites establecidos, cuyos flujos futuros obligan a efectuar supuestos adicionales, se diseñó un mecanismo que minimizara la aplicación de proyecciones. Así, se determinó el valor presente de los flujos netos de activos y pasivos estresados, descontados a distintas tasas de interés, coherentes con las tasas de reinversión de largo plazo observadas en el mercado. La tasa base de reinversión es coherente con la menor tasa libre de riesgo de largo plazo observada en la economía nacional, en torno al 2% en UF.

Dicho valor presente es comparado con el superávit de inversiones de respaldo patrimonial, obteniéndose un índice de cobertura de solvencia. Un índice de cobertura inferior a 1 permitiría concluir que la aseguradora enfrenta un escenario ajustado de calce, debiendo reinvertir sus excedentes a tasas de interés superiores a la mínima de largo plazo libre de riesgo.

Resultados del estudio

Las tablas 4 y 5 muestran el resultado que arrojan los distintos análisis efectuados.

En primer lugar (ver tabla 4), es posible apreciar el impacto marginal sobre el riesgo de reinversión producto de los diversos ajustes.

Como se observa, el ajuste de mortalidad es muy significativo, exigiendo incrementos de 43 pb en la tasa de rentabilidad TLPL y de 141 pb en la TIR.

Tabla 5: Modelo de solvencia global

(Cifras en UF)			
Tasa de descuento	VPN	Superávit - VPN	Superávit / VPN
2,00%	-47.411.205	10.247.779	1,22
2,50%	-35.732.013	21.926.971	1,61
3,00%	-25.872.218	31.786.766	2,23

Por otra parte, el impacto del prepago estresa la TIR de reinversión en alrededor de 60 pb. Sin embargo, exigencias de pago de dividendos a los accionistas podrían generar presiones relevantes sobre las tasas de reinversión requeridas.

Como se muestra en la tabla 5, al considerar los recursos patrimoniales disponibles, el riesgo de reinversión se reduce significativamente. Con tasas de descuento del 2% anual se genera un superávit neto de UF 10 millones, logrando una cobertura de 1,22 veces; si se reinvierte al 3%, la cobertura aumenta a 2,23 veces.

CONCLUSIONES

Al incorporar los ajustes antes señalados y analizar los distintos escenarios de stress, los resultados que entrega el estudio permiten concluir que el riesgo de la industria de rentas vitalicias ha aumentado. El impacto evidente sobre las tasas de reinversión y sobre la rentabilidad proyectada para el accionista así lo demuestran. Como contrapartida, se aprecia que los diversos mecanismos de solvencia y conservadurismo

establecidos en la normativa vigente han permitido mantener el nivel de riesgo global de la industria dentro de rangos que todavía parecen razonables.

No obstante, es necesario tener presente que, en particular, el patrimonio de riesgo de las aseguradoras existe como factor amortiguador de riesgos de diversa índole, no solamente actuarial y financiero, sino también operacional y de gestión. De esta forma, no es razonable minimizar el impacto de los diversos ajustes propuestos sólo sobre la base de la existencia de factores de resguardo patrimonial; es necesario mantener niveles de endeudamiento efectivos coherentes con los riesgos asumidos.

Lo anterior formará parte relevante de las futuras evaluaciones de riesgo crediticio realizadas por Feller Rate a la industria de rentas vitalicias.

Eduardo Ferretti

Tel: (562) 757-0423

eduardo.ferretti@feller-rate.cl