

MANUELA BOSCH PRINCEP E INMACULADA DOMINGUEZ FABIAN.

Gestión de activos y pasivos en España

UNA entidad aseguradora puede operar de forma más sólida y rentable si coordina adecuadamente su Gestión de Activos y Pasivos. La Gestión de Activos y Pasivos puede definirse como el proceso continuo de formular, poner en práctica, supervisar y revisar las estrategias relacionadas con los Activos y Pasivos, con el fin de alcanzar los objetivos financieros fijados para un conjunto dado de tolerancias y restricciones de riesgo. En España la Gestión de Activos y Pasivos ha sido desarrollada por la Orden Ministerial de 23 de diciembre de 1998. En ella se regulan los métodos de gestión que han de desarrollar las aseguradoras para poder garantizar a sus asegurados un rendimiento superior, al 60% de los tipos de interés de los empréstitos materializados en bonos y obligaciones del Estado, en función de la tasa interna de rentabilidad de las inversiones que hayan sido específicamente asignadas a determinadas operaciones de seguro. Ante la caída reciente de los tipos de interés, y la falta de expectativas de alcanzar los niveles de hace unos años, el riesgo se ha disparado y la Administración ha obligado a las compañías a utilizar métodos por los cuales se asuma un riesgo casi nulo.

«Hay que determinar la inversión necesaria para que la corriente de ingresos generada por esa inversión inicial sea suficiente para atender a una serie de pagos futuros, conocidos, dentro de un horizonte temporal.»

La Orden Ministerial de 23 de diciembre de 1998, autoriza dos métodos para la utilización de un tipo de interés, para el cálculo de la provisión técnica, superior al de la regla general. El primero se refiere a la adecuación suficiente entre los flujos de ingresos y pagos («Criterio de armonización del flujo de caja» o «Método de Cash-Flow Matching») y el segundo a la adecuación suficiente, en distintos momentos de la vida de

la póliza, entre el valor actual de las obligaciones y las inversiones y aportaciones («Método de inmunización por duraciones»)¹. La Orden Ministerial limita, en el primer caso, los Activos a asignar a los compromisos a cuatro categorías: valores negociables de renta fija, depósitos en entidades de créditos, activos o productos estructurados con rentabilidad mínima cierta o tesorería. En el caso de utilizar el método de inmunización se permiten las inversiones en renta variable. Estos Activos han de estar incluidos en los primeros grupos de títulos de más alta calificación crediticia por parte de las agencias de rating, es decir con calificaciones de AAA y AA; A o BB. Además, cuando se calcula el tipo de interés por el que se evaluará la provisión matemática, la tasa interna de la rentabilidad de estos Activos se penaliza con unos porcentajes según su calificación.

Las estrategias de armonización del flujo de caja consisten, básicamente, en la creación de una cartera que genere una corriente de ingresos que «case» perfectamente con la estructura de la corriente de pagos a la que se pretende hacer frente. Hay que determinar la inversión necesaria para que la corriente de ingresos gene-

¹ El método de inmunización por duraciones, de acuerdo con el artículo 33.2 del Real Decreto 1588/1999, queda excluido para las pólizas que contemplen compromisos por pensiones en tanto que el Ministerio de Economía y Hacienda no considere oportuno dictar las normas que permitan su utilización específica para los contratos de esta naturaleza.

rada por esa inversión inicial sea suficiente para atender a una serie de pagos futuros, conocidos, dentro de un horizonte temporal.

Si bien el concepto de armonización o casamiento de flujos es fácil de entender y el casamiento de Pasivos elimina tanto el riesgo de mercado como el riesgo de reinversión, éste método resulta poco práctico por diversos motivos:

- Uno de los obstáculos principales para la armonización de los flujos de caja es el hecho de que los Pasivos pueden variar de forma inesperada, en función de que el tomador ejercite alguno de los derechos inherentes en su póliza, con lo que se rompería el casamiento inicial.

- Puede ser una estrategia difícil de llevar a cabo, por la dificultad de encontrar títulos que generen cobros acordes con los plazos de las prestaciones a cubrir.

- Limitación de los Activos aptos para aplicar este método. Como ya se ha detallado anteriormente, en base a

«En España la Gestión de Activos y Pasivos ha sido desarrollada por la Orden Ministerial de 23 de diciembre de 1998»

la Orden Ministerial de 23 de diciembre, hay Activos que quedan excluidos de la aplicación de este método, lo cual limita la gestión financiera. Si bien con estas limitaciones se persigue garantizar las inversiones en Activos con alta liquidez y carentes de riesgo de insolvencia, éstos no tienen porqué ser siempre los más rentables.

La inmunización por duraciones resulta más flexible que la armoniza-

ción del flujo de caja. Se trata, con esta idea, de «inmunizar» al gestor contra los cambios en los tipos de interés. Esto se logra estructurando una cartera de tal forma que el valor actual de los Activos sea igual o superior al de las Obligaciones y el período medio de los cobros sea igual al período medio de los pagos. Esto es equivalente a exigir que la duración de los Activos sea igual a la de los Pasivos. Además de estos requisitos la dispersión del vencimiento de los cobros alrededor del período medio debe ser mayor que la dispersión de los vencimientos de los pagos. A pesar de la utilidad que implica armonizar las duraciones, el enfoque de inmunización presenta las siguientes limitaciones:

- Como se ha comentado en el caso de la armonización del Flujo de Caja, muchos Pasivos tienen flujos de caja muy inciertos, lo que dificulta la estimación de sus duraciones.

- Otra limitación es relativa a la variabilidad de la corriente de pagos a

CARACTERÍSTICAS DE LOS MÉTODOS DE GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS REGULADOS EN LA ORDEN MINISTERIAL DE 23 DE DICIEMBRE DE 1998.

Características	Cash-Flow Matching	Inmunización por duraciones
Riesgos que gestionan	Riesgo de interés Riesgo de insolvencia	
Activos aptos Tesorería, Depósitos, (de la más alta calificación crediticia: AAA y AA; A o BB)	Tesorería, Depósitos, Renta Fija	Renta Fija, Renta Variable
Requerimientos de la Gestión	Flujo de Activos = Flujo de Pasivos	Valor Actual de Activos = Valor Actual de Pasivos
		Duración de Activos = Duración de Pasivos
		Convexidad de Activos = Convexidad de Pasivos
Ventaja competitiva	Cálculo de la provisión matemática en función de la relación existente entre los Activos y Pasivos	Cálculo de la provisión matemática en función de la relación existente entre los cobros y la rentabilidad imputada

la que hay que hacer frente. Cuando los Pasivos vencen en fechas distintas a las previstas, esta estrategia protege el valor neto de la entidad, pero es posible que el rendimiento de los Activos utilizados para cubrir el Pasivo no sea el previsto.

- Si el horizonte de planificación es muy largo, será difícil construir una cartera de bonos con una duración lo suficientemente grande.

- En el caso de la aplicación de inmunización en la Orden Ministerial de 23 de diciembre de 1998 hay limitaciones de Activos y además se establecen reglas en cuanto a la cuantía invertida en Activos de Renta Variable así como en la temporalidad de las mismas. Estas constituyen, a nuestro juicio, una limitación que empobrece la gestión.

En una situación donde la rentabilidad de la Renta Variable supere a la de la Renta Fija aplicar el método de inmunización por duraciones es más adecuado en términos de rentabilidad, mientras que en el caso contrario se obtendrá al menos el mismo resultado que al gestionar la cartera en función de los principios de armonización del Flujo de Caja. No obstante, al no disponer de un conocimiento cierto sobre la rentabilidad de estos Activos, hay que llevar a cabo la Gestión de Activos y Pasivos



«La Gestión de Activos y Pasivos ha de plantearse como un proceso para seleccionar de forma óptima una cartera de Activos que compensará o cubrirá un conjunto de Pasivos, en función de la normativa vigente, sin olvidar que ambos se caracterizan por tener un comportamiento aleatorio»

en un contexto de incertidumbre y no se puede afirmar qué método es preferible.

A pesar de los inconvenientes de cada una de las dos técnicas expuestas y del encorsetamiento de gestión al que conllevan, dada la limitación tanto en el tipo de Activos como en la temporalidad de las inversiones, ambos métodos pueden ser aplicados

para llevar a cabo una adecuada coordinación de Activos y Pasivos.

Con independencia del método empleado, puesto que ambos eliminan el riesgo de interés y de insolvenencia, a nuestro juicio la Gestión de Activos y Pasivos debe abordarse desde un análisis a priori y dinámico, que incluya en la toma de decisiones los requerimientos legales desarrollados en la Orden Ministerial. La Gestión de Activos y Pasivos ha de plantearse como un proceso para seleccionar de forma óptima una cartera de Activos que compensará o cubrirá un conjunto de Pasivos, en función de la normativa vigente, sin olvidar que ambos se caracterizan por tener un comportamiento aleatorio. Este comportamiento aleatorio hay que tenerlo en consideración a la hora de llevar a cabo la Gestión de las Carteras de Vida y esta debe realizarse desde una óptica multiperiodica.

Si la selección que llevamos a cabo es obtenida con la aplicación de técnicas de optimización, estaremos desarrollando una óptima coordinación de Activos y Pasivos y con ella, en función de los requerimientos legales, se obtiene el tipo de valoración actuarial óptimo. Aún a pesar de los costes computacionales y del alto grado de especialización que estos modelos de Gestión suponen, consideramos que en un entorno cambiante y de globalización como el actual, trabajar con estas técnicas y planteamientos se convierte en una necesidad. De esta forma llevaremos a cabo una toma de decisión a través de un proceso que examina la situación financiera de la entidad aseguradora a lo largo del tiempo, teniendo en cuenta las interrelaciones entre las distintas partes, Activos y Pasivos, y la naturaleza estocástica de los factores que pueden influir en los resultados. ■

Procedimiento a seguir para la adecuada Gestión de Activos y Pasivos

Generar trayectorias de comportamiento de los Activos y Pasivos en el futuro

Utilizar técnicas de optimización con restricciones legales en base a la OM de 23 de diciembre de 1998

*Decisión óptima de coordinación entre Activos y Pasivos

*Tipo de valoración actuarial óptimo