

# La administración de activos y pasivos durante y después de la pandemia

Robert E. Woodcock Marín, subdirector Financiero y de Riesgos  
Fasecolda

---

*La incertidumbre suscitada por los escenarios de recuperación y sus efectos en las tasas de rendimiento del mercado de capitales deben ocupar la atención de la industria en aras de preservar su sostenibilidad financiera a largo plazo.*

---

La crisis económica actual y la consecuente recuperación global y local es del mayor interés para la industria aseguradora. Este artículo, que pretende abordar esa problemática, se dividirá en tres partes: la perspectiva internacional y local sobre la crisis acaecida por la COVID-19 y la expectativa de recuperación económica; la importancia de la administración de activos y pasivos (ALM, por su sigla en inglés) como eje central en la gestión de riesgos estratégicos en el sector asegurador, y consideraciones finales.

## **Perspectiva internacional y local de la crisis y la recuperación económica**

De acuerdo con Nouriel Roubini, profesor de la Universidad de Nueva York, existen tres escenarios de recuperación económica: en forma de «U», el cual

indica que el establecimiento del curso económico en niveles como los observados previos a la crisis tomará un tiempo relativamente prologando, que considera tiene una probabilidad del 60% de ocurrencia; en forma de «V», que sugiere una recuperación casi instantánea, con una probabilidad entre el 20% y el 30% y, finalmente, un escenario de recuperación en «L», que propone un estancamiento económico prolongado y una mínima recuperación económica a mediano y largo plazo<sup>1</sup>.

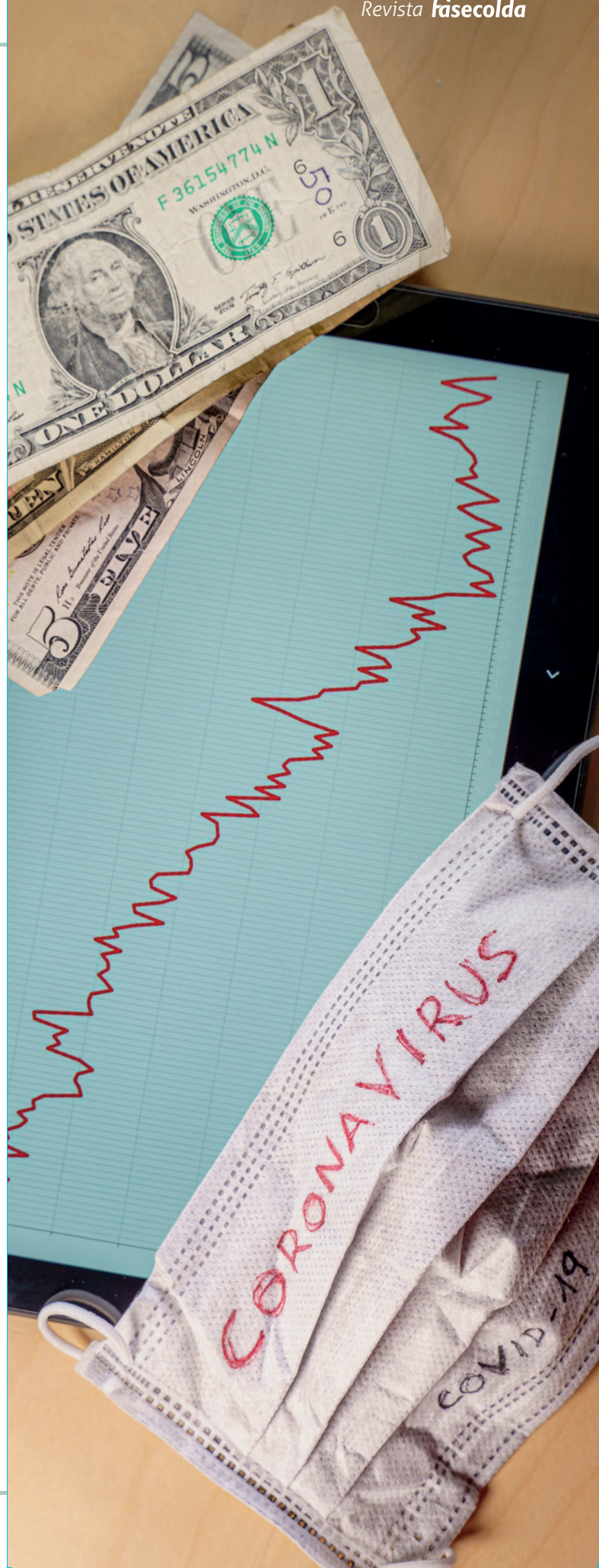
Según el FMI, el impacto del Gran Confinamiento en la economía global será la peor recesión después de la Gran Depresión, se estima que al final del 2020 la economía mundial caerá un -4.9% y la de América Latina y el Caribe un -9.4%; cabe recordar que la última crisis financiera global de 2009 solo produjo

una pérdida del -0.1% del PIB global<sup>2</sup>. Se proyectan pérdidas acumuladas para 2020 y 2021 superiores a 9 trillones de dólares. Según las proyecciones del FMI, la economía global tendría un repunte en forma de «V» y la de América Latina y el Caribe en «U», con un crecimiento proyectado del 5.4% y el 3.7% del PIB en 2021, respectivamente.

En Colombia, el FMI espera una contracción del -7.8% (proyección de junio 2020) y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2020, prevé una reducción del -5.5% del PIB en 2020 y una recuperación proyectada del 6.6% del PIB<sup>3</sup> para el 2021. Una recuperación económica en forma de «V». Se experimentaría un choque relativamente menor en 2020 y un crecimiento superior en 2021, en comparación con la economía latinoamericana. Sin embargo, lejos de tranquilizar, lo que llama la atención es la incertidumbre sobre el cumplimiento de los supuestos de crecimiento y su efecto en el mercado de capitales.

Las medidas económicas que apuntan a irrigar grandes cantidades de dinero a los mercados, como estrategia de política contracíclica, no se han hecho esperar<sup>4</sup>. Los bancos centrales en el mundo están inyectando grandes recursos al mercado financiero por medio de operaciones de mercado abierto (OMA's) y han recortado sus tasas de política monetaria (TPM). Los gobiernos están tomando medidas de tipo *helicopter money*, distribuyendo recursos en la economía real, en un intento afanado de preservar el empleo e incentivar el consumo de los hogares y empresas, mediante gasto público y flexibilización fiscal, entre otros. Las políticas económicas que pretenden generar condiciones favorables al consumo y gasto implican mayor liquidez y, con ello, menores tasas de rendimiento en el mercado de capitales.

1. Conferencia del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), *Covid-19 Economics: Impact scenarios and paths to recovery*. 21 de abril de 2020.
2. FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, junio de 2020
3. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Marco Fiscal de Mediano Plazo 2020, junio 2020.
4. FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2020

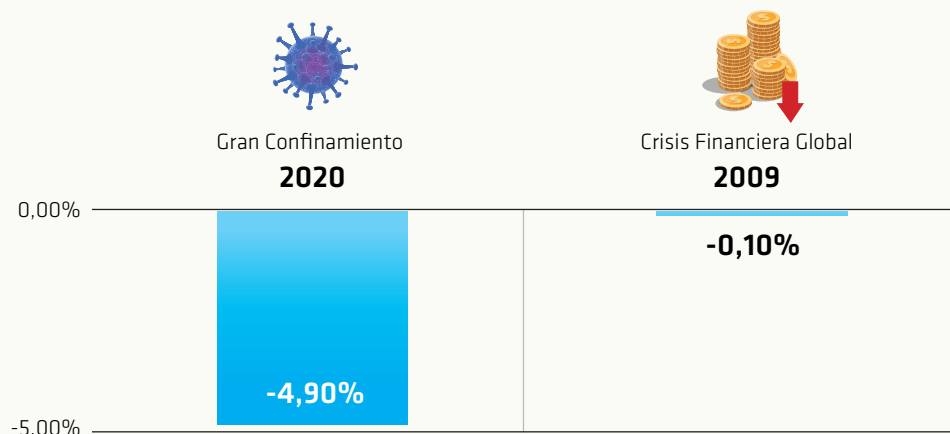


➔ En Colombia, el FMI espera una contracción del -7.8% (proyección de junio 2020) y el Ministerio de Hacienda (MHCP), en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2020, prevé una reducción del -5.5%.

El Banco de la República ha reducido la TPM del 4.25% al 2.50%, su mínimo histórico, en apenas tres meses (marzo a junio). No obstante, las expectativas del mercado apuntan a que la TPM cerraría el año entre el 1.50% y el 2.75%,<sup>5</sup> con un valor medio del 2.25% (ver gráfica 2). Estos movimientos en TPM podrían afectar la estructura a plazos de las tasas de interés (curva de rendimientos), presionándola a la baja, como consecuencia de «abaratar» el acceso al crédito y la liquidez, y por la expectativa de que, dada la magnitud de la crisis, se mantenga una política económica expansiva.

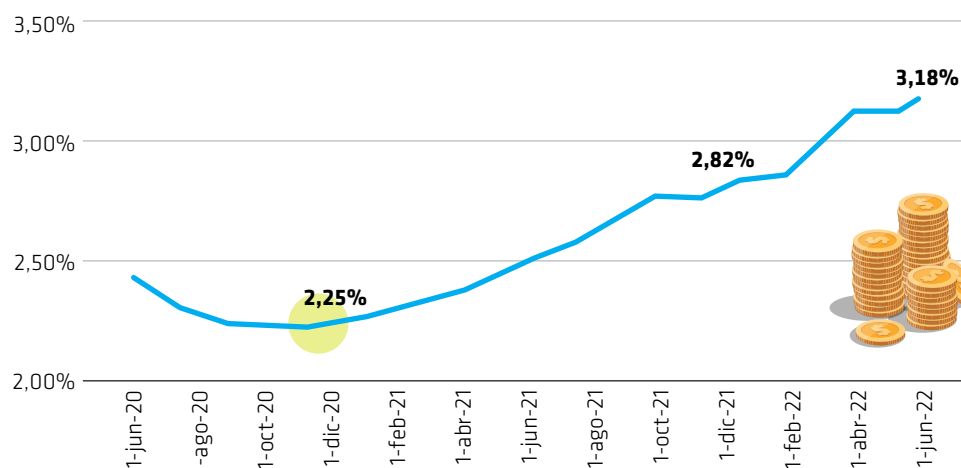
**Gráfico 1:**  
La economía global experimentará la peor recesión desde la Gran Depresión. Crecimiento real del PIB %

Fuente: Fuente: FMI



**Gráfico 2:**  
Promedio de expectativas tasa de intervención

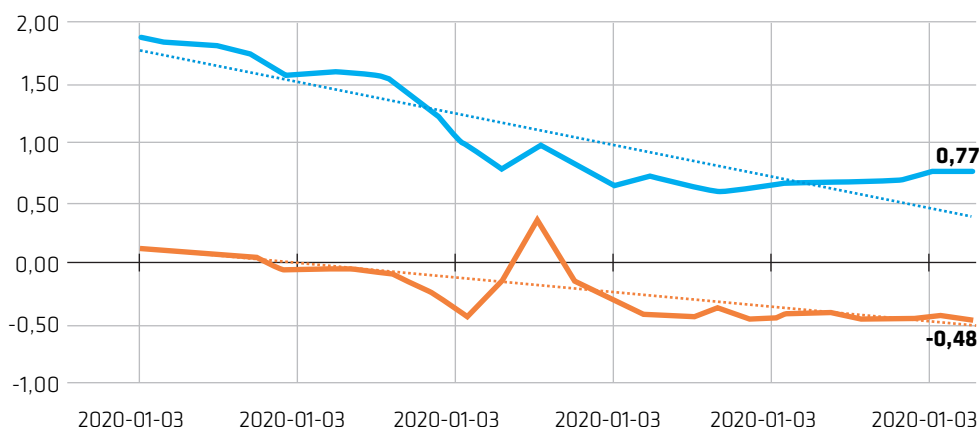
Fuente: Fuente: Banco de la República; cálculos de Fasecolda. Expectativas económicas (EME) a junio 2020.



### Gráfico 3: US Treasury 10y

- 10-Year Treasury Constant Maturity Rate
- 10-Year Treasury Inflation-Indexed Security, Constant Maturity

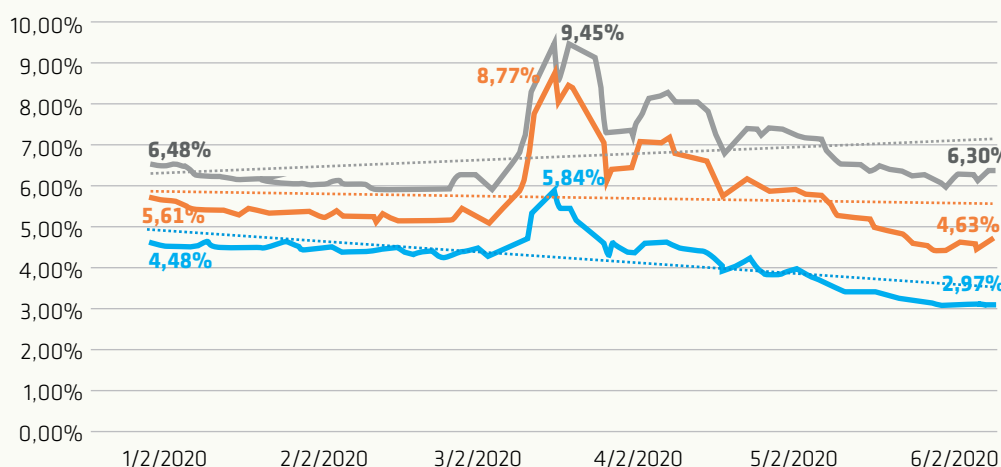
Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve System (US), a junio 2020



### Gráfico 4: Tasas cero cupón a término\* (Pesos)

- 1 año
- 5 años
- 1 año
- Lineal (1 años)
- Lineal (5 años)
- Lineal (10 años)

Fuente: Banco de la República. Cálculos Fasecolda. Tasas cero cupón en pesos al 02 de junio 2020.



De acuerdo con lo planteado por Arango et al (2008),<sup>6</sup> la respuesta de la curva de rendimientos local podría no necesariamente ser atribuida directamente a las decisiones del Banco de la República, pues al verificar el cumplimiento de la hipótesis de paridad descubierta de tasas de interés de Cook y Hahn (1989), la curva de rendimientos local podría estar influenciada por las tasas de rendimiento de EE. UU. Por lo anterior, la tendencia bajista de las tasas de rendimiento de los tesoros estadounidenses a diez años es suficiente evidencia para suponer que en Colombia podríamos experimentar un periodo de bajas tasas de rendimiento.

Otro tema es la regla fiscal. El pasado 15 de junio, el Comité Consultivo para la Regla Fiscal (CCRF) acogió la propuesta del Ministerio de Hacienda de suspender su aplicación para los años 2020 y 2021, invocando la cláusula de excepción, art. 11 Ley 1473 de 2011, que establece: «en los eventos extraordinarios que comprometan la estabilidad macroeconómica del país y previo concepto del Confis (Consejo Superior de Política Fiscal), se podrá suspender temporalmente la aplicación de la regla fiscal». El MHCP proyecta un déficit fiscal del 8.3% y el 5.1% en 2020 y 2021<sup>7</sup>. A corto plazo, la medida alivia las finanzas públicas en un año complejo, pero a mediano

5. Banco de la República (Colombia): Encuesta de expectativas económicas (EME) a junio 2020.

6. Arango et al, Cambios en la tasa de intervención y su efecto en la estructura a plazo de Colombia, *Borradores de economía*, No. 424, 2008.

7. MHCP. Marco Fiscal de Mediano Plazo 2020, junio 2020.



y largo plazo genera inquietud el efecto en las tasas de interés, se puede poner en riesgo la sostenibilidad de las finanzas públicas, es posible un empinamiento en la curva de rendimiento.

Aún es pronto para determinar todas las consecuencias económicas y sociales de la crisis, pero hay evidencia para suponer que se avecina un periodo de bajas tasas de interés con una alta volatilidad. Los rendimientos de la curva libre de riesgo han venido disminuyendo<sup>8</sup> (ver gráfica 4), a consecuencia de las políticas contracíclicas. Las volatilidades históricas de la curva libre de riesgo indican una alta incertidumbre (ver tabla 1)<sup>9</sup>. De continuar la tendencia, los inversionistas institucionales verían posiblemente disminuido el rendimiento de sus portafolios a corto y mediano plazo.

**Tabla 1:**  
**Volatilidad tasas cero cupón en COP**

| Madurez                             | 1 año | 5 años | 10 años |
|-------------------------------------|-------|--------|---------|
| Volatilidad histórica (*desde 2014) | 28%   | 20%    | 18%     |

**ALM como eje central en la gestión de riesgos estratégicos en el sector asegurador**

Los riesgos estratégicos cobran cada vez más relevancia en un entorno de alta volatilidad. La visión de largo plazo puede sucumbir ante lo que en economía del comportamiento se denomina «el sesgo del presente», donde se pondera más la información actual sobre los escenarios futuros para tomar decisiones de consumo, olvidando el objetivo de hacer sostenible la organización al largo plazo. Por lo anterior, en tiempos de incertidumbre es imperativo administrar los riesgos que pueden afectar la consecución de los objetivos estratégicos. En ese sentido, uno de los riesgos emergentes de esta crisis es la tendencia decreciente de las tasas de interés, por lo que el sector asegurador deberá prestar atención a la adecuada administración de activos y pasivos (ALM) para cubrir sus obligaciones futuras con inversiones en el mercado de capitales.

Desde un enfoque de ALM, para las aseguradoras los flujos de caja positivos (de entrada) deben ser, por lo menos, iguales o superiores que los flujos negativos (de salida). Los flujos positivos son, entre otros, los ingresos producto de la venta de seguros y el rendimiento de inversiones; mientras que los flujos negativos son el pago de siniestros y asistencias, los costos de adquisición<sup>10</sup> y los de administración. Comparativamente, las aseguradoras de vida tienen obligaciones de más largo plazo, superiores a un año, que las aseguradoras de generales, cuyas obligaciones son de un año o menos. Así, cuando las obligaciones son de largo plazo, los flujos positivos de las inversiones y los flujos esperados de pago de siniestros y asistencias tienen mayor duración y, en consecuencia, mayor riesgo de tasa de interés.

Mientras que la utilidad neta de las compañías de seguros generales subió de \$318.000 millones a \$407.000 millones, la de las compañías de seguros de vida cayó, de \$783.000 millones a \$576.000 millones, entre mayo de 2019 y mayo de 2020. Una posible explicación de ambos comportamientos es la disminución en el producto de inversiones. A pesar de tener resultados técnicos negativos, estos mejoraron durante el último año (ver gráfica 5). El producto de inversiones cayó del 9% al 8.1% en compañías de generales (89 puntos básicos) y del 13.1% al 9.4% en compañías de vida (220 puntos básicos). Lo anterior demuestra que la utilidad neta depende en gran medida del producto de inversiones y que las inversiones en compañías de vida son más sensibles a cambios en las tasas de interés.

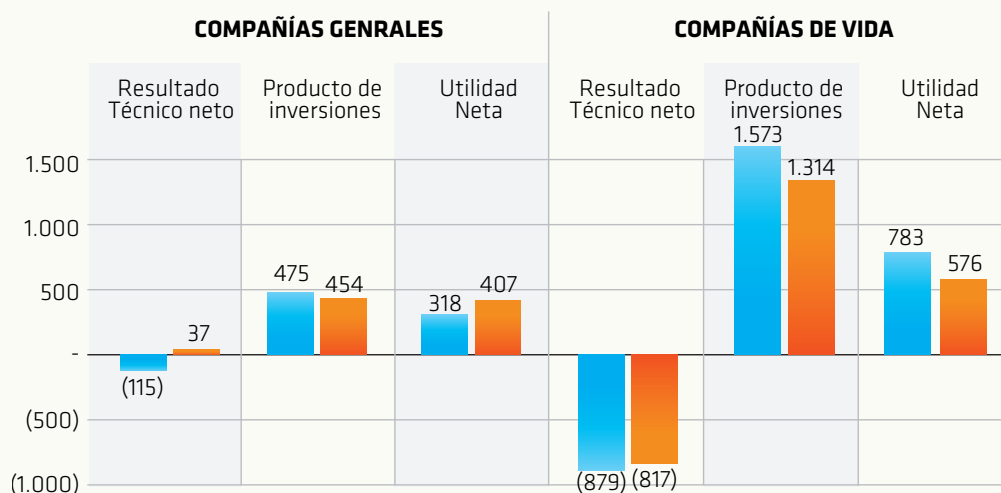
Para las compañías que cubren riesgos de largo plazo, la ALM en un escenario de bajas tasas de interés debe ocupar la atención de la administración. Cada vez será más necesario:

1. Desarrollar diferentes escenarios de recuperación económica que contemplen, por un lado, una reactivación económica en «U», «V» y «L» y, por el otro, diferentes comportamientos en la estructura a término, como una tendencia bajista en las tasas de interés o un empinamiento en la curva de rendimientos.
2. Desarrollar modelos que utilicen la mayor cantidad de información, que den cuenta del comportamiento del resultado técnico de la compañía, para validar los mecanismos adecuados de rentabilización de los productos comercializados.

**Gráfico 5:**  
**Resultados sector**  
**asegurador a mayo**  
**2020. Resultados**  
**técnicos y financieros.**

■ Mayo-19  
 ■ Mayo-20

Fasecolda, Dirección de Estadísticas. Indicadores de Gestión, mayo 2020.



## Consideraciones finales

Los pronósticos de crecimiento global y local prevén una recesión a consecuencia de la crisis suscitada por la COVID-19. Organismos internacionales, como el FMI y la OCDE, y expertos locales, como el MHCP y analistas económicos, han venido revisado a la baja las proyecciones de crecimiento del 2020, lo que evidencia una alta incertidumbre. Las políticas económicas expansivas, en respuesta al choque económico, despiertan dudas sobre el posible comportamiento de las tasas de rendimiento en el mercado de capitales y la posibilidad de que, en respuesta a un alto endeudamiento y bajas tasas de crecimiento, se materialicen recortes en la calificación de riesgo país y corporativos. Por consiguiente, la adecuada administración de activos y pasivos debe ser parte fundamental de la estrategia durante y después de la pandemia.

La industria debe estar preparada para cualquier escenario probable. En el mejor de los casos, la recuperación económica será en forma de «V» y las tasas de rendimiento locales se mantendrán en los niveles actuales pero, de acuerdo con la evidencia suministrada, es posible un escenario de bajas tasas de interés. En caso de darse esta situación, las compañías, en especial aquellas que tienen obligaciones de muy largo plazo, no solo se exponen a

➔ En el mejor de los casos, la recuperación económica será en forma de «V» y las tasas de rendimiento locales se mantendrán en los niveles actuales

mayores riesgos de tasa de interés sino también de re-inversión, al ver limitadas las posibilidades de cubrir sus obligaciones con los instrumentos y tasas de rendimiento disponibles en el mercado.

Por lo anterior, es necesario hacer seguimiento a las condiciones de recuperación económica global y local, con especial enfoque en el comportamiento de la curva de rendimientos, evaluar posibles escenarios de estrés y medidas o planes de acción a tomar en dichas situaciones; en especial, se deberían buscar tres elementos: 1. Rentabilizar los productos de seguros; 2. Optimizar la eficiencia operacional; y 3. Procurar contar con la liquidez adecuada para tomar las oportunidades de inversión cuando se identifiquen mejores tasas de rendimiento. 

8. BanRep: Histórico tasas cero cupón a término 1, 5 y 10 años. Cálculos Fasecolda.

9. *Ibíd.*

10. Los costos de adquisición en seguros corresponden a la suma de las comisiones a corredores y reaseguradores (por aceptación), menos las comisiones de los reaseguradores (por cesiones).