



## **Localización de inversiones en el sector asegurador**

**Autor: Servicio de Estudios de MAPFRE**

Síntesis de conclusiones del informe:  
Servicio de Estudios de MAPFRE  
*Inversiones del sector asegurador.*

*Un análisis de localización de las inversiones del sector asegurador en mercados seleccionados*  
Madrid, Fundación MAPFRE, mayo 2018

El sector asegurador es uno de los principales inversores institucionales a nivel global. A través de esta función contribuye a la formación de capital por medio de un flujo estable de recursos para la financiación de largo plazo de proyectos que impulsan el crecimiento económico, aportando estabilidad al sistema financiero al proveer una financiación estable que reduce la prociclicidad en momentos de crisis.

Esta función inversora del sector asegurador tiene su explicación en el hecho de que su modelo de negocio conlleva la necesidad de implementar estrategias de inversión orientadas por el pasivo (“liability-driven investment strategies”), con el objetivo de lograr un adecuado casamiento en plazo, tipos de interés y divisas entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan.

En este contexto, el Servicio de Estudios de MAPFRE ha realizado un trabajo sobre la composición de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras en una selección de mercados desarrollados (Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España) y de mercados

emergentes (Brasil y México), relacionándolas, en el caso del entorno europeo, con las cargas de capital exigibles a cada tipo de activo bajo la nueva normativa de Solvencia II. El análisis identifica las grandes categorías de activos de forma que facilite la comparativa entre los mercados seleccionados.

Se ha distinguido, siempre que ha sido posible, la cartera tradicional (en la que el riesgo de las inversiones queda retenido en el balance de las aseguradoras) de la cartera “unit linked” (en la que es el tomador del seguro quien asume el riesgo de la inversión). Es la composición de la cartera tradicional la que presenta un mayor interés a los efectos del análisis, ya que en el segundo caso las decisiones de inversión y el riesgo asumido recaen en gran medida en el tomador del seguro.

En la *Tabla 1* se pueden observar las diferentes dimensiones de los mercados analizados, y en la *Tabla 2* la proporción del negocio tradicional y el “unit linked”. Una proporción más alta de negocio “unit linked” es un indicador del grado de sofisticación de los mercados de seguros, siendo el Reino Unido el que mayor proporción presenta con más del 54% de su cartera total en este tipo de productos.

**Tabla 1**  
**Mercados seleccionados: inversiones gestionadas**  
**por el sector asegurador, 2016**  
**(millones de euros)**

<b>Mercado</b>	<b>Inversiones</b>	<b>PIB</b>	<b>% del PIB</b>
<b>Eurozona</b>	7.048.596	10.773.928	65,4 %
<b>Estados Unidos</b>	5.398.483	16.374.987	33,0 %
<b>Reino Unido</b>	2.293.934	2.375.897	96,6 %
<b>España</b>	286.848	1.113.851	25,8 %
<b>Brasil</b>	201.347	1.625.346	12,4 %
<b>México</b>	49.529	946.066	5,2 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de EIOPA, NAIC, SUSEP, CNSF y FMI)

**Tabla 2**  
**Mercados seleccionados: estructura de las**  
**carteras de inversión por tipo de**  
**negocio asegurador, 2016**  
 (%)

Tipo de negocio	Eurozona	Reino Unido	España
Cartera negocio tradicional	84,8 %	45,8 %	94,5 %
Cartera negocio unit-linked	15,2 %	54,2 %	5,5 %

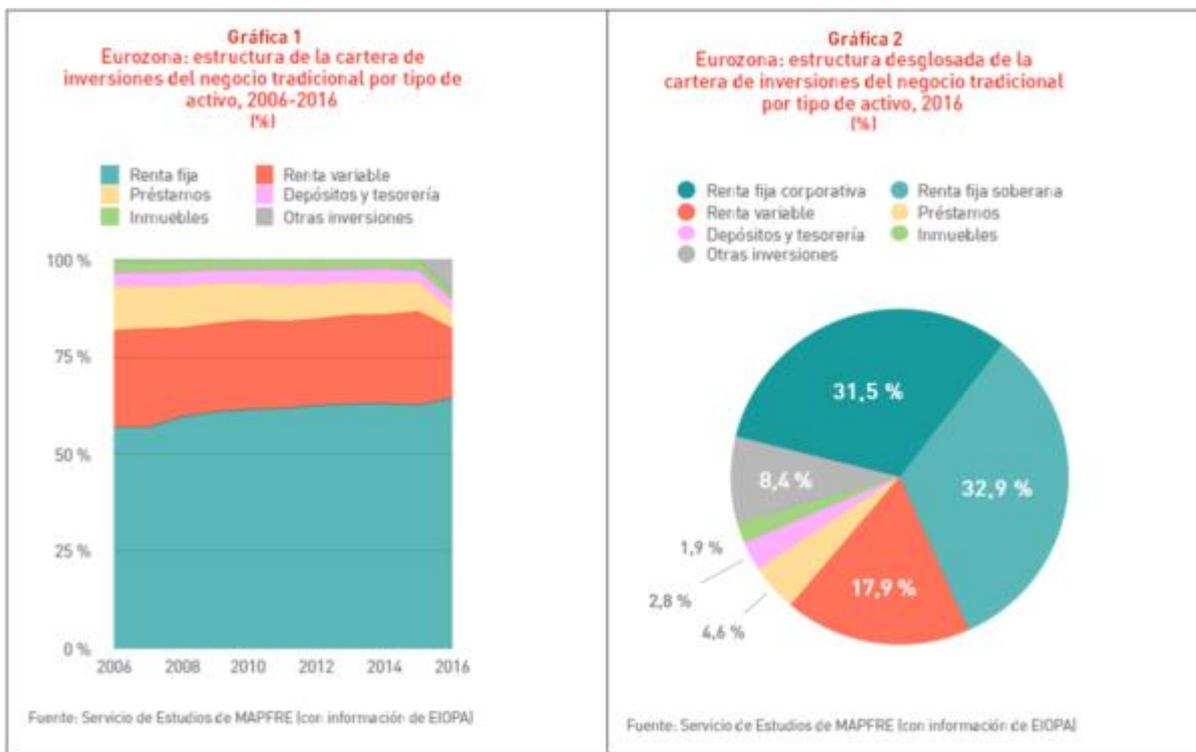
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de EIOPA)

El importe agregado de las carteras de inversiones analizadas asciende a 15,3 billones de euros, representando porciones significativas del PIB de sus respectivos mercados, siendo el caso más destacable el del Reino Unido que asciende al 97%.

### La estructura de las carteras de inversiones en los mercados seleccionados

El análisis realizado aborda la estructura de las carteras y también evalúa la evolución de las mismas a lo largo de la última década. En la **Eurozona**, por ejemplo, el negocio de “unit linked” representaba el 15,2% de la cartera agregada de inversiones al finales de 2016. En cuanto a la serie histórica, los datos indican que a lo largo del período 2006-2016 la participación de la cartera del negocio “unit linked” en la cartera total se redujo en 3,2 puntos porcentuales (pp), con una tendencia estable en el período posterior a la crisis financiera, en contra de lo que podría pensarse, si se considera el entorno de bajos tipos de interés vivido en los últimos años.

Otro fenómeno interesante es la tendencia al aumento de las inversiones en renta fija (+7,5 pp), hasta 64%, contra la reducción de la renta variable (-6,9 pp), hasta el 18%. Parte de este comportamiento puede explicarse como un efecto de anticipación a la entrada en vigor del régimen regulatorio de Solvencia II (2016) y las nuevas cargas de capital asociadas a los diferentes tipos de activos, la que habría producido una cierta relocalización de inversiones reduciéndose el porcentaje de renta variable y aumentando el de inversiones en renta fija. Se incrementa asimismo el volumen de activos clasificados en la partida de “otras inversiones” que hasta ese momento se utilizaba de forma residual (*véanse las Gráficas 1 y 2*).



En **Estados Unidos**, a diferencia de la Eurozona, en la última década la participación de las inversiones en renta fija se redujo a lo largo del período 2006-2016 (-4,7 pp), hasta el 66%, con un crecimiento en la participación relativa de las inversiones en renta variable (+2,4 pp), hasta el 13%. Otro aspecto interesante en EEUU es que las inversiones en renta fija se concentran mayoritariamente en renta fija corporativa, mientras que en la Eurozona está más equilibrado entre deuda soberana y corporativa. En EEUU el 76% de las inversiones en renta fija lo son en deuda corporativa mientras que el 24% es en deuda soberana.

En el **Reino Unido**, por su parte, destaca que la cartera “unit linked” representa el 54% del total de las inversiones con una tendencia a aumentar en los últimos años, aspecto idiosincrático de este mercado. En el período 2006-2016 la participación de los “unit linked” ha aumentado 5,4 pp, siendo el más dinámico en términos de crecimiento de este tipo de productos entre los mercados analizados.

En lo que se refiere a la evolución de la estructura de la cartera de inversiones tradicional se observa una relocalización de inversiones muy significativa en el período 2006-2016, con un incremento en el porcentaje de bonos de renta fija de 18,5 pp y una caída en la renta variable de -28,7 pp. Esta evolución coincide en el periodo 2006-2008 con la crisis financiera global, con una caída de 10,5 pp en el peso de la renta variable, y posteriormente en 2015-2016 con la entrada en vigor de Solvencia II.

En **España** destaca el fuerte predominio de la renta fija en la cartera tradicional, que representa el 75% de la cartera a finales de 2016, con más de dos terceras partes invertida en deuda soberana, así como la menor participación de la cartera “unit-linked” respecto a otros mercados aseguradores de la Eurozona (el menor de la muestra analizada), representando el 5,5% de la cartera total.

La *Tabla 3* muestra el desglose de la cartera en cuatro grandes mercados y separando la renta fija en soberana y corporativa:

**Tabla 3**  
**Mercados seleccionados: síntesis de la estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016 (%)**

Tipo de activo	Eurozona	Estados Unidos	Reino Unido	España
Renta fija corporativa	31,5 %	50,3 %	35,2 %	23,7 %
Renta fija soberana	32,9 %	15,6 %	20,5 %	54,9 %
Renta variable	17,9 %	13,1 %	17,4 %	5,3 %
Préstamos	4,6 %	9,7 %	7,5 %	0,7 %
Depósitos y tesorería	2,8 %	4,0 %	8,9 %	8,9 %
Inmuebles	1,9 %	0,7 %	2,4 %	2,7 %
Otras inversiones	8,4 %	6,6 %	8,0 %	3,9 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de EIOPA y NAIC)

## La influencia de las cargas de capital en la conformación de las carteras

Uno de los aspectos que parece tener influencia en las tendencias observadas en la conformación de las carteras de inversiones en la Unión Europea, tiene que ver con las cargas de capital aplicables conforme a la nueva regulación de Solvencia II.

En este sentido, a continuación se muestra una comparativa de las cargas brutas de capital regulatorio por tipología de activos, requerido a las entidades aseguradoras que aplican la fórmula estándar en Solvencia II. Se muestran las cargas de capital aplicables a aquellas categorías más representativas dentro de las carteras de inversiones de las aseguradoras.

**Tabla 4**  
**Cargas brutas de capital aplicables a bonos por año de duración (%)**

Calificación crediticia	Bono soberano EEE*	Bono soberano no EEE	Bono corporativo	Infraestructuras admisibles	Cédulas hipotecarias	Titulizaciones tipo 1	Titulizaciones tipo 2
AAA	0,00 %	0,00 %	0,90 %	0,64 %	0,70 %	2,10 %	12,50 %
AA	0,00 %	0,00 %	1,10 %	0,78 %	0,90 %	3,00 %	13,40 %
A	0,00 %	1,10 %	1,40 %	1,00 %	1,40 %	3,00 %	16,60 %
BBB	0,00 %	1,40 %	2,50 %	1,67 %	2,50 %	3,00 %	19,70 %
BB	0,00 %	2,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	82,00 %	82,00 %
B	0,00 %	4,50 %	7,50 %	7,50 %	7,50 %	100,00 %	100,00 %
Inferior B	0,00 %	4,50 %	7,50 %	7,50 %	7,50 %	100,00 %	100,00 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de EIOPA)

\*Espacio Económico Europeo (EEE)

Se puede observar que las inversiones en **bonos soberanos de países del Espacio Económico Europeo (EEE)** no tienen carga de capital por riesgo de diferencial, siempre que estén denominados y financiados en su misma moneda. Es importante destacar que estos porcentajes se aplican tanto a las inversiones directas como a las realizadas mediante fondos de inversión, a los que se aplica el denominado enfoque de transparencia (“**look through**”).

En el caso de inversiones en **renta variable**, la carga bruta de capital aplicable a las acciones cotizadas en mercados regulados de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) es del 39% del valor de las acciones. Sobre esta carga existen ajustes simétricos contracíclicos que son publicados mensualmente por EIOPA.

La carga de capital bruta por riesgo de mercado para las **inversiones inmobiliarias** es del 25% del valor del inmueble. Al igual que ocurre con el resto de activos, este porcentaje es tanto para las

inversiones directas como las realizadas mediante fondos de inversión inmobiliarios, a los que se aplica el enfoque de transparencia (“look through”).

Por otra parte, existen cargas de capital adicionales en caso de existir **concentraciones** de riesgos por encima de determinados umbrales **y** en el caso de una deficiente gestión del riesgo por **descasamiento** de flujos y/o de divisas entre activos y pasivos.