

Fundación **MAPFRE**

**CRÉDITO Y ACTIVIDAD
ASEGURADORA**

MAPFRE Economics



Crédito y actividad aseguradora

Este estudio ha sido elaborado por MAPFRE Economics.
Los derechos para su edición han sido cedidos a Fundación MAPFRE.

Se autoriza la reproducción parcial de la información contenida
en este estudio siempre que se cite su procedencia.

Citar como:
MAPFRE Economics (2024), *Crédito y actividad aseguradora*, Madrid,
Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta: iStock

© De los textos:
MAPFRE Economics - mapfre.economics@mapfre.com
España: Carretera de Pozuelo, 52 - Edificio 1
28222 Majadahonda, Madrid
México: Avenida Revolución, 507
Col. San Pedro de los Pinos
03800 Benito Juárez, Ciudad de México

© De esta edición:
2024, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Diciembre, 2024.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com.mx

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Ricardo Rojas Díaz

jroja1@mapfre.com

Isabel Diez de Rivera Vergara

Clemente Ruiz-Tagle Silva

Álvaro Arroyo Hernández

Ana Díaz Miguel

Ikram Khay Laabi

Contenido

Presentación	9
Introducción	11
Resumen ejecutivo	13
1. Evolución del crédito y su papel en la actividad aseguradora	17
1.1 Principales magnitudes analizadas asociadas al crédito	17
1.2 Crédito y actividad aseguradora	18
1.2.1 Análisis global	18
1.2.2 Mercados en desarrollo y emergentes	18
1.3 Análisis de mercados seleccionados	19
1.3.1 Estados Unidos	19
1.3.2 México	22
1.3.3 Brasil	24
1.3.4 Reino Unido	26
1.3.5 España	28
1.3.6 Alemania	31
1.3.7 Turquía	33
1.3.8 Japón	35
1.3.9 Corea del Sur	37
2. Desarrollo del mercado de capitales y sus efectos sobre la actividad crediticia	41
2.1 Crédito bancario y canales alternativos de financiación	41
2.2 La titulización como medio para expandir el crédito	43
2.3 Mercados privados de deuda y de capital	48
2.4 La Unión de Mercados de Capitales en la Unión Europea	49

3. Ciclos de crédito y riesgos para el sector financiero y asegurador	53
3.1 Ciclos de crédito y crisis económicas	53
3.1.1 Japón	53
3.1.2 Estados Unidos	55
3.1.3 España	55
3.2 Situación actual del ciclo de crédito en las principales economías a nivel global	58
3.2.1 Peso de los componentes del crédito respecto al PIB	58
3.2.2 Ciclo crediticio: brechas de crédito	59
4. Crédito, nivel de bancarización y economía informal	63
4.1 Economía informal por regiones	64
4.2 Tecnología e inclusión financiera	66
4.3 Adaptación de las instituciones financieras	68
4.4 Recomendaciones de políticas generales a nivel internacional relativas a la informalidad	69
4.5 Recomendaciones de políticas específicas relacionadas con el crédito	69
5. Crédito, evolución demográfica y envejecimiento poblacional	71
 Referencias	77
 Índice de tablas y gráficas	79
 Bibliografía	81

Presentación

Fundación MAPFRE se complace en presentar este nuevo estudio de MAPFRE Economics, titulado *Crédito y actividad aseguradora*, el cual analiza la evolución y el papel del crédito en la economía y su relación con la demanda aseguradora. El volumen de crédito es una variable económica esencial, la cual influye en diversas áreas de la economía estimulando el consumo y la inversión, dos variables macroeconómicas que tienen una influencia directa en el sector asegurador en todas sus líneas de actividad.

El primer capítulo del informe analiza la relación entre la evolución del crédito y la actividad aseguradora en economías desarrolladas y emergentes, estudiando nueve mercados clave: Estados Unidos, México, Brasil, Reino Unido, España, Alemania, Turquía, Japón y Corea del Sur. Se examinan series históricas que desglosan los tres componentes principales del crédito al sector no financiero (gobiernos, hogares y empresas no financieras), así como su bancarización, estableciendo su correlación con las primas del sector asegurador. El segundo capítulo explora cómo el desarrollo del mercado de capitales facilita el acceso a la financiación de agentes económicos, mientras que el tercero evalúa la influencia de los ciclos crediticios en la economía y en el sector asegurador. El cuarto capítulo subraya la importancia de un mercado laboral formal, con contratos regulados y sistemas de protección social adecuados, y recopila medidas de políticas públicas recomendadas por organismos internacionales para combatir la informalidad, especialmente en países en desarrollo. Finalmente, el último capítulo examina el impacto de las tendencias demográficas recientes en el crédito bancario y, por extensión, en la actividad aseguradora.

Fundación MAPFRE tiene la misión de contribuir a la mejora de la calidad de vida de las personas y al progreso de la sociedad mediante programas y actividades multinacionales. Así, la publicación de este estudio se enmarca en las actividades que desarrolla la Fundación para difundir el conocimiento y la cultura del seguro y de la previsión social, y transmitir la importancia del sector asegurador como una pieza fundamental para el desarrollo económico y la mejora del bienestar social.

Fundación MAPFRE

Introducción

Como parte de la serie de estudios que MAPFRE Economics ha llevado a cabo con el propósito de analizar la vinculación entre el sector asegurador y diversas áreas de la actividad económica y social, este informe se enfoca en el estudio de la vinculación de la demanda de seguros con la actividad crediticia. En este sentido, el informe examina la evolución del crédito y su influencia en la actividad aseguradora, destacando su impulso sobre el consumo y la inversión, factores clave para entender la expansión de los segmentos de los seguros tanto de Vida como de No Vida. Con ese propósito, se analizan nueve mercados representativos de América del Norte, América Latina, Europa y Asia, a partir de la revisión de los tres principales componentes de la actividad crediticia, analizados en una perspectiva macroeconómica: el crédito a los gobiernos, el crédito a los hogares y el crédito a las empresas no financieras.

El desarrollo del mercado de capitales es otro eje del estudio, donde se compara la estructura de la financiación en mercados desarrollados contra la que se observa en los mercados emergentes y países en desarrollo; entornos estos últimos en los que el desarrollo financiero enfrenta desafíos, como baja conectividad y falta de confianza, requiriendo políticas públicas que faciliten el acceso a servicios digitales y financieros inclusivos. Asimismo, el informe aborda la manera en la que los ciclos crediticios afectan variables como vivienda, automoción y consumo, impactando el sector asegurador, puntualizando que, si bien la expansión del crédito impulsa beneficios, un crecimiento descontrolado puede derivar en severas crisis económicas.

El informe analiza también la informalidad laboral como un factor limitante para la bancarización, el cual, además, eleva los riesgos crediticios debido a la asimetría de información. Finalmente, las tendencias demográficas, como el envejecimiento poblacional, que son un factor esencial para explicar la potencialidad de la demanda aseguradora, afectan igualmente al crecimiento del crédito. Así, el estudio hace una revisión de dichas dinámicas y de sus principales implicaciones para el crédito y la demanda aseguradora.

MAPFRE Economics

Resumen ejecutivo

Evolución del crédito y su papel en la actividad aseguradora

El volumen de crédito es una variable económica fundamental que influye en diversas áreas de la economía, incluida, por supuesto, la actividad aseguradora. Lo hace en la medida en que estimula el consumo y la inversión, dos variables macroeconómicas que tienen una influencia directa en el sector asegurador en todas sus líneas de actividad, tanto en el segmento de los seguros de No Vida (los seguros de Autos y los que cubren la propiedad o daños personales de los hogares, comercios o empresas), como en los seguros de Vida, incluidos los asociados a la concesión del crédito (para el caso de muerte y los complementarios de incapacidad o invalidez del deudor), actuando, además, como garantía para los acreedores crediticios de forma directa o indirecta (a través de la cobertura de los colaterales asociados al crédito), lo que contribuye a la estabilidad y buen funcionamiento del sistema financiero. A nivel global, la relación entre el crédito y la demanda aseguradora es especialmente relevante cuando se comparan las primas de seguros con el volumen del crédito a los hogares y a las empresas. En el caso de los países en desarrollo y mercados emergentes, es incluso mayor cuando se comparan las primas de seguros con el volumen del crédito a los hogares, lo que estaría explicando el 83,3% de la variabilidad de las primas de seguros en estos mercados.

Con el fin de profundizar en la relación entre el crédito y la actividad aseguradora, que constituye objeto de este informe, se presenta un análisis de una selección de mercados representativos. Dicha selección cubre las grandes regiones a nivel mundial: América del Norte (Estados Unidos), América Latina (México y Brasil), Europa (Reino Unido, España y Alema-

nia) y Asia (Turquía, Corea del Sur y Japón). En todos los casos, se han empleado series históricas largas que comparan el peso la evolución de los tres grandes componentes del crédito al sector no financiero, es decir, el crédito a los gobiernos, a los hogares y a las empresas (no financieras), así como su nivel de bancarización.

Desarrollo del mercado de capitales

Además del énfasis en la financiación proveniente del sistema bancario, este informe analiza el desarrollo del mercado de capitales, mecanismo a través del cual se facilita el acceso a la financiación de los distintos agentes económicos, un ámbito en el que los intermediarios financieros bancarios suelen ser los protagonistas tradicionales. Estados Unidos es la gran excepción, con un sistema crediticio más orientado a los mercados de capitales, en donde una gran parte de la financiación empresarial proviene directamente de los mercados de capitales, a través de una amplia variedad de instrumentos financieros y profundos mercados primarios y secundarios globales que facilitan su liquidez.

En los sistemas financieros bancarizados, como los de Europa, las entidades bancarias son las principales intermediarias que transforman depósitos en préstamos, evaluando el riesgo de los prestatarios y asumiéndolo en sus balances. Así, en Alemania, Francia, Italia o España, la bancarización ha sido el eje central de la financiación, especialmente para las pequeñas y medianas empresas (PYMES) y sectores como el inmobiliario. Un mercado de capitales desarrollado conecta a los inversores institucionales, como gestoras de fondos y aseguradoras, con empresas que buscan capital para crecer, diversificando sus fuentes de financiación. Este modelo de inversión es especialmente relevante

vante para *startups*, empresas en expansión y sectores estratégicos, como la tecnología o las energías renovables, entre otras, siendo esta una asignatura pendiente en la Unión Europea que está tratando de mejorar a través de la iniciativa conocida como la Unión del Mercado de Capitales.

Por otra parte, los mercados emergentes y países en vías de desarrollo requieren mejoras en su infraestructura financiera, tanto bancaria como de sus mercados de capitales, superando barreras como la falta de acceso físico a servicios financieros, la baja conectividad digital y, en general, la desconfianza en el sistema. El establecimiento de redes de sucursales, agentes correspondentes y mejoras tecnológicas, plataformas de pagos digitales accesibles, además de simplificar los requisitos de apertura de cuentas y diseñar productos financieros inclusivos, son factores en los que deberían incidir las políticas públicas en estos países.

Ciclos de crédito y riesgos para el sector asegurador

Los ciclos crediticios pueden tener gran transcendencia para la economía y, por extensión, para el sector asegurador, ya que afectan a variables como la construcción de nuevas viviendas, el precio de los inmuebles o la nueva matriculación de vehículos, además de los efectos particulares en el PIB nominal y el consumo privado, que tienen repercusiones sobre el sector asegurador en todas sus líneas de actividad. Los mercados emergentes y países en desarrollo presentan ratios de crédito respecto al PIB sustancialmente inferiores a los mercados desarrollados, los cuales cuentan con unos mercados de capitales y una calificación crediticia superior, lo que permite a sus economías mantener mayores niveles de endeudamiento sin generarles, en principio, problemas de estabilidad financiera. No obstante, como la historia ha podido comprobar, una expansión descontrolada del crédito ha generado crisis económicas profundas también en estos mercados.

De esta forma, la expansión del crédito al sector privado (hogares y empresas) tiene un efecto claramente beneficioso para la actividad aseguradora, especialmente en los mercados emergentes y países en desarrollo. Sin embargo, dicha expansión no está exenta de riesgos,

dado que un crecimiento excesivo y acelerado del crédito, unido a la relajación de los criterios para su concesión, puede desencadenar o agravar las crisis económicas (como sucedió en Japón en la década de los noventa o en los Estados Unidos en 2008), desencadenando una crisis con consecuencias globales. Así, a la hora de valorar el riesgo desde el punto de vista crediticio de las distintas economías, es necesario considerar tanto el nivel de la deuda de los países en relación con el tamaño de su economía, como el momento del ciclo crediticio en el que se encuentran, teniendo en cuenta la comparativa con la media histórica de largo plazo, en proporción al PIB (brecha de crédito o “*credit to GDP gap*”). En este sentido, en el punto tercero del informe se presenta una comparativa desagregada de las brechas de crédito para cada uno de sus componentes (gobiernos, hogares y empresas), así como del momento del ciclo crediticio en el que se encuentran actualmente para un universo de cuarenta mercados.

Crédito, nivel de bancarización y economía informal

El desarrollo de la economía con un mercado de trabajo basado en relaciones laborales formales, con contratos de trabajo regulados y un sistema de protección social adecuado, resulta de gran importancia en el desarrollo del crédito, especialmente al sector privado. En economías formales, la bancarización se basa en la existencia de infraestructuras financieras desarrolladas y en una base de población amplia con salarios que descansan en relaciones laborales reguladas. Además, disponen de acceso a la información financiera, documentación legal y sistemas de identificación personal desarrollados que facilitan las operaciones.

En sentido contrario, la informalidad que caracteriza dichas relaciones laborales en los mercados emergentes y países en desarrollo hace muy complicado pasar por un proceso de concesión de crédito y, en aquellas operaciones que pueden prosperar, eleva sustancialmente los tipos de interés por el riesgo financiero derivado de la asimetría de información que incrementa la inseguridad de los intermediarios financieros. Estos factores combinados limitan severamente el acceso de la población informal al crédito, siendo un factor adicional que per-

petúa la baja productividad y restringe oportunidades de crecimiento económico tanto para las empresas como a los individuos y sus negocios.

En este sentido, el punto cuarto del informe profundiza en las medidas de políticas públicas que podrían considerarse para tratar de mejorar esta situación que afecta de manera particular a los mercados emergentes y países en desarrollo, según las recomendaciones de organismos internacionales, principalmente la Organización Internacional del Trabajo, el Banco Mundial y la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos, con el fin de mejorar la situación financiera de los trabajadores y pequeños empresarios y su capacidad de ahorro, permitiéndoles invertir en sus negocios y acceder a servicios financieros hasta ahora inaccesibles, reduciendo de esa forma su vulnerabilidad financiera.

Crédito, evolución demográfica y envejecimiento poblacional

Los cambios en las tendencias demográficas que se están produciendo desde finales del siglo XX, que se caracterizan por una caída sostenida en las tasas de fecundidad y mortalidad, y su consecuente impacto sobre la esperanza de vida, influyen, a su vez, en la composición de la población por grupos de edad. Este cambio en la estructura de edad de la población en muchos países desarrollados, y cada vez más en los emergentes, se caracteriza por el progresivo envejecimiento de la población, con una proporción mayor de personas en las cohortes que alcanzan la edad de jubilación, las cuales, además, se benefician de un aumento en su esperanza de vida.

Este cambio demográfico (fundamental en el análisis de la potencialidad de la actividad aseguradora) tiene también implicaciones sobre el crédito bancario. La mayoría de los estudios que se han llevado a cabo sobre el tema concluyen que el envejecimiento de la población genera, como uno de sus resultados, una contracción del crédito, la cual es atribuible en buena medida, a la menor propensión al riesgo de las personas mayores, a la disminución de las tasas de ahorro de los hogares y al menor apetito de riesgo de los bancos como resultado del envejecimiento poblacional. La demanda de crédito suele seguir un perfil de *ciclo de vida*, en

el que el pico de demanda coincide con los trabajadores jóvenes en edad productiva, y en el que la demanda cae a niveles relativamente bajos hacia el final de la carrera laboral. El quinto punto del informe profundiza sobre estas cuestiones.

1. Evolución del crédito y su papel en la actividad aseguradora

El crédito es un elemento de gran importancia para el desarrollo de la economía de un país, ya que permite a los agentes económicos (gobiernos, hogares y empresas) adaptar las decisiones de consumo a sus necesidades y acometer las inversiones necesarias para financiar sus actividades, sin necesidad de esperar a generar los recursos necesarios para su realización. De esta forma, el crédito es una variable económica fundamental que influye en diversas áreas de la economía, incluida la actividad aseguradora.

1.1 Principales magnitudes analizadas asociadas al crédito

Como marco conceptual para el análisis de este estudio se han tomado aquellas magnitudes del crédito que afectan directamente a la economía real y, en consecuencia, a la actividad aseguradora, principalmente el crédito total al sector no financiero, es decir, el otorgado a los gobiernos, a los hogares y a las empresas, sin incluir entre estos últimos los créditos realizados entre entidades financieras ni los recibidos por estas de los bancos centrales, para evitar duplicidades, ya que estos flujos suelen ser transacciones internas dentro del sistema financiero que solo llegan a la economía real cuando se conceden a los agentes económicos no financieros. De esta forma, por ejemplo, los bancos centrales suelen centrar sus objetivos en el crédito al sector no financiero al diseñar sus medidas de política monetaria, porque incide directamente en el nivel de apalancamiento en la economía real y su capacidad para estimular o atenuar el crecimiento en su lucha contra la inflación, dependiendo del funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

En el análisis de los distintos componentes del crédito al sector no financiero se ha seguido la clasificación utilizada por los principales organismos internacionales, principalmente por el Banco de Pagos Internacionales (BIS), el Fondo Monetario Internacional, el Banco

Mundial y la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), entre otros, basada en la clasificación de la contabilidad nacional de los distintos países. Así, el crédito al sector no financiero se desglosa en tres componentes principales: (i) crédito general a los gobiernos; (ii) crédito a los hogares (y entidades no lucrativas, ENLs), y (iii) crédito a las corporaciones no financieras.

Dentro del crédito total al sector no financiero, los componentes del crédito a los hogares (y ENLs) y del crédito a las corporaciones no financieras configuran lo que se denomina, de forma genérica, *crédito al sector privado*. En ciertos estudios específicos se ha analizado el desglose del crédito al sector privado distinguiendo el crédito generado por el sector bancario (para los hogares y el sector corporativo) del resto, el cual, en ocasiones, es calificado como “*shadow banking*”, particularmente en el ámbito de la estabilidad financiera tras la Gran Recesión de 2008, si bien hoy en día se están superando las connotaciones negativas que llevaron a emplear este término, ya que es un componente del crédito que puede jugar un rol importante en la inversión del sector privado como complemento al crédito bancario, bajo un adecuado control de riesgos y dependiendo del grado de desarrollo del mercado de capitales de los distintos países.

Por otra parte, es de destacar que el componente del crédito general a los gobiernos suele referirse al crédito concedido al sector de las administraciones públicas, que incluye todos los niveles de gobierno (federal, nacional, regional o local). A lo largo de este informe, se hace referencia también a este componente como *crédito al sector público*. Lo mismo sucede con los conceptos de crédito a los hogares y entidades no lucrativas (ENLs), que se denomina en este estudio como *crédito a los hogares*, y con el crédito a las corporaciones no financieras al que se hace referencia como *crédito a las empresas*, con el fin de facilitar la claridad expositiva, refiriéndose en cualquier caso a los mismos conceptos.

1.2 Crédito y actividad aseguradora

El papel del crédito en la actividad aseguradora es fundamental, en la medida en que estimula el consumo y la inversión. Se trata de dos variables macroeconómicas que tienen una influencia directa en la demanda aseguradora en todas sus líneas de actividad, tanto en el segmento de los seguros de No Vida (los seguros de Autos y los que cubren la propiedad o daños personales de los hogares, comercios o empresas), como en los seguros de Vida, incluidos los asociados a la concesión del crédito (para el caso de muerte y los complementarios de incapacidad o invalidez del deudor), actuando, además, como garantía para los acreedores crediticios de forma directa o indirecta (a través de la cobertura de los colaterales asociados al crédito), lo que contribuye a la estabilidad y buen funcionamiento del sistema financiero.

1.2.1 Análisis global

En el análisis de correlaciones que se presenta a continuación se ha encontrado que, a nivel global, la relación entre el crédito y la actividad aseguradora es especialmente relevante cuando se comparan las primas de seguros con el volumen del crédito al sector privado no financiero, medidas ambas magnitudes en porcentaje del PIB, incluyendo el crédito tanto a los hogares (y entidades sin ánimo de lucro) como el corporativo a las empresas no fi-

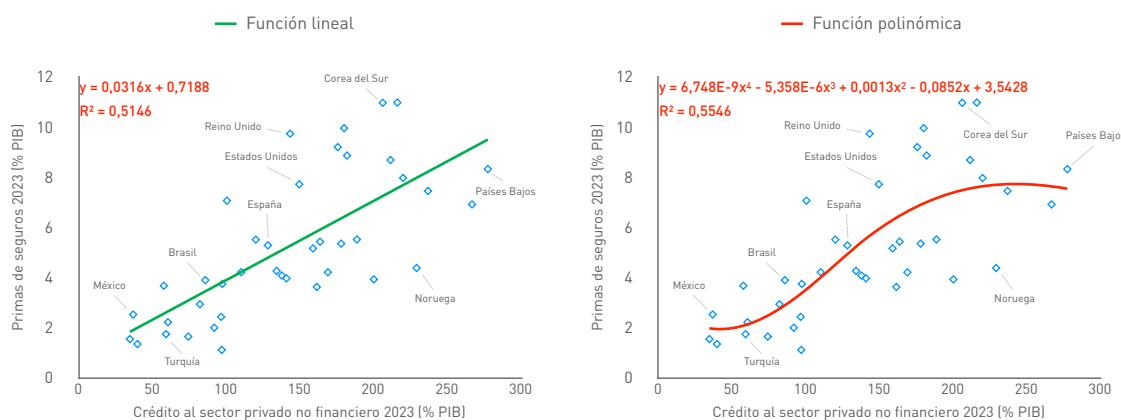
nancieras, que se traduce en un significativo coeficiente de determinación de 55,5 en el mejor ajuste, que resulta de la función polinómica mostrada en la Gráfica 1.2.1. Esto significa que, en la explicación del comportamiento de las primas de seguros en 2023, la variabilidad en el nivel del crédito privado estaría explicando el 55,5% de la variabilidad de las primas de seguros, en porcentaje del PIB, en tanto que el resto sería atribuible a otros factores.

Asimismo, es de destacar que el ajuste de la función polinómica muestra una elasticidad positiva en la variabilidad de las primas de seguros ante aumentos en el crédito al sector privado, de manera que cuando el crédito está poco desarrollado, su aumento conlleva crecimientos proporcionalmente mayores en la penetración de las primas de seguros en la economía (primas/PIB). Por otro lado, debe señalarse también que, en los análisis de regresión realizados, no se ha encontrado que exista una correlación directa entre el volumen de primas de seguros y el crédito general a los gobiernos (crédito al sector público).

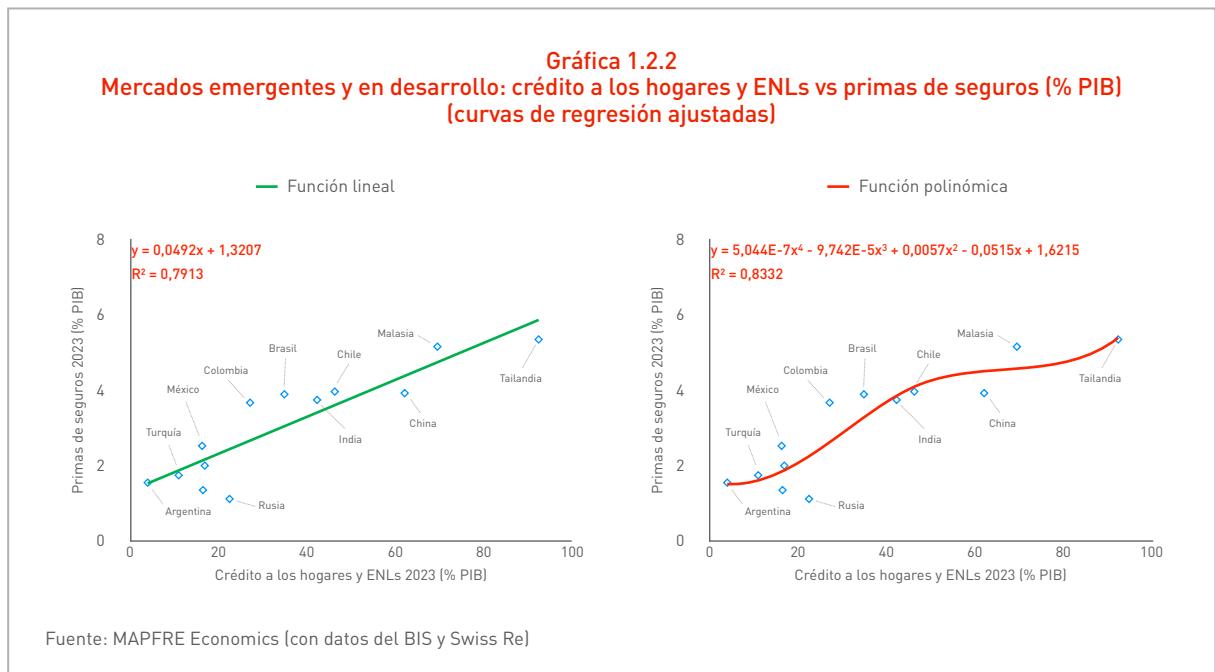
1.2.2 Mercados en desarrollo y emergentes

En el caso de los mercados en desarrollo y emergentes, la relación entre el crédito y la actividad aseguradora es especialmente rele-

Gráfica 1.2.1
Mercados globales: crédito al sector privado no financiero vs primas de seguros (% PIB)
 (curvas de regresión ajustadas)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS y Swiss Re)



vante cuando se comparan las primas de seguros con el volumen del crédito a los hogares (y entidades no lucrativas), lo que se traduce en un elevado coeficiente de determinación de 83,3 en el mejor ajuste, que resulta de la función polinómica mostrada en la Gráfica 1.2.2. Lo anterior significa que, en el caso de los mercados en desarrollo y emergentes, en la explicación del comportamiento de las primas de seguros en 2023, la variabilidad en el nivel del crédito a los hogares (y entidades no lucrativas) estaría explicando el 83,3% de su variabilidad, en tanto que el resto sería atribuible a otros factores. De igual forma, como ocurría en el caso de los mercados globales para el crédito al sector privado, en el análisis de regresión, el ajuste de la función polinómica muestra una elasticidad positiva en la variabilidad de las primas de seguros ante aumentos en el crédito a los hogares en los mercados emergentes, de manera que cuando el crédito está menos desarrollado, su aumento conlleva crecimientos proporcionalmente mayores en la penetración de las primas de seguros en la economía (primas/PIB).

1.3 Análisis de mercados seleccionados

Con el fin de profundizar en la relación existente entre la evolución del crédito y la actividad aseguradora, a continuación se presenta un análisis para una selección de mercados

representativos, cubriendo las grandes regiones a nivel mundial en América del Norte (Estados Unidos), América Latina (México y Brasil), Europa (Reino Unido, España y Alemania) y Asia (Turquía, Corea del Sur y Japón). Dicho análisis se ha realizado empleando series históricas largas, las cuales comparan la evolución de los tres grandes componentes del crédito al sector no financiero, es decir, el crédito a los gobiernos, hogares y empresas (no financieras), así como su nivel de bancarización. De manera complementaria, se presenta una comparativa de la evolución de las primas del sector asegurador en los referidos mercados, empleando para ello los dos componentes que han demostrado tener una importante correlación con la actividad aseguradora: el crédito a los hogares y el crédito a las empresas (no financieras).

1.3.1 Estados Unidos

En el caso de los Estados Unidos, se trata de una economía que posee un sistema crediticio complejo y profundamente integrado en la economía global. El crédito es un pilar fundamental del modelo económico de ese país, tanto para los hogares como para la innovación empresarial. El gobierno federal, así como los gobiernos estatales y locales, las empresas y los hogares estadounidenses tienen un acceso masivo al crédito, destacándose para estos últimos las hipotecas como el principal componente de endeudamiento, seguidas por préstamos

mos al consumo y tarjetas de crédito. Por su parte, las pequeñas y medianas empresas, las “*startups*” y las grandes corporaciones, utilizan el crédito como una herramienta clave para financiar sus actividades, tanto el crédito bancario como el que pueden obtener directamente a través del mercado de capitales más desarrollado del mundo, lo que hace que cualquier proyecto que sea económicamente viable pueda acceder rápidamente a fuentes de financiación de las que no se disponen en otras economías del orbe.

Evolución del crédito por componentes

La Gráfica 1.3.1 muestra una serie histórica desde el año 1947 de la evolución del crédito en porcentaje del PIB de los Estados Unidos, desagregada en los tres grandes componentes del crédito general: a los gobiernos (federal, estatales y locales), a los hogares (y otras entidades sin ánimo de lucro) y a las empresas (no financieras). Al cierre del año 2023, el peso de estas tres grandes partidas representaba un 106,4%, 72,9% y 77,0% del PIB, respectivamente. Esto supone que el crédito total del sector no financiero representaba en esa fecha el 256,3% del PIB de los Estados Unidos, frente al 141,7% del año 1947, todos ellos creciendo de forma sostenida a lo largo de toda la serie, excepto el crédito al sector público en que existe un punto de inflexión que puede situarse a mediados del año 1984, momento a partir del cual comienza su senda ascendente, tanto en términos absolutos como en términos relativos (medido como porcentaje del PIB).

La evolución de las tres grandes partidas del crédito en dólares (medida en un índice 1947=100), pone de relieve el gran dinamismo de todas ellas, particularmente del crédito al sector privado, que domina la acumulación de deuda, alcanzando niveles actuales cercanos al 150% del PIB. Esta cifra incluye el crédito tanto a empresas no financieras como a los hogares (y otras entidades sin ánimo de lucro). La deuda del gobierno se mantenía en el entorno del 60% en los años previos a la crisis financiera de 2008, pero desde entonces ha crecido significativamente impulsada principalmente por políticas fiscales expansivas implementadas en respuesta a esa crisis financiera y, posteriormente, a la pandemia del Covid-19, superando el 100% del PIB (Gráfica 1.3.1-a).

En este comportamiento del crédito al sector público han influido no solo las políticas fiscales expansivas implementadas en respuesta a las referidas crisis, sino también la Reserva Federal mediante su política monetaria. A través de las decisiones sobre los tipos de interés y los programas de adquisición de activos, principalmente de bonos del Tesoro y valores de renta fija respaldados con hipotecas, la Reserva Federal facilita o restringe el acceso al crédito dependiendo del ciclo económico. En tiempos de crisis, como la gran crisis financiera de 2008 y durante la irrupción de la pandemia en 2020, la Reserva Federal tomó medidas extraordinarias para incrementar masivamente la liquidez del sistema y redujo los tipos de interés, permitiendo que el crédito se mantuviera accesible para los gobiernos, hogares y empresas. No obstante, este enfoque plantea desafíos, especialmente en un contexto de aumento de la inflación, ya que la subida de tipos de interés posterior podría haber limitado el acceso al crédito y ralentizar el crecimiento económico, aunque en esta ocasión la economía de los Estados Unidos se ha mostrado resiliente y solo se ha desacelerado ligeramente sin provocar una recesión como ha sucedido en otras ocasiones tras un ciclo de endurecimiento monetario.

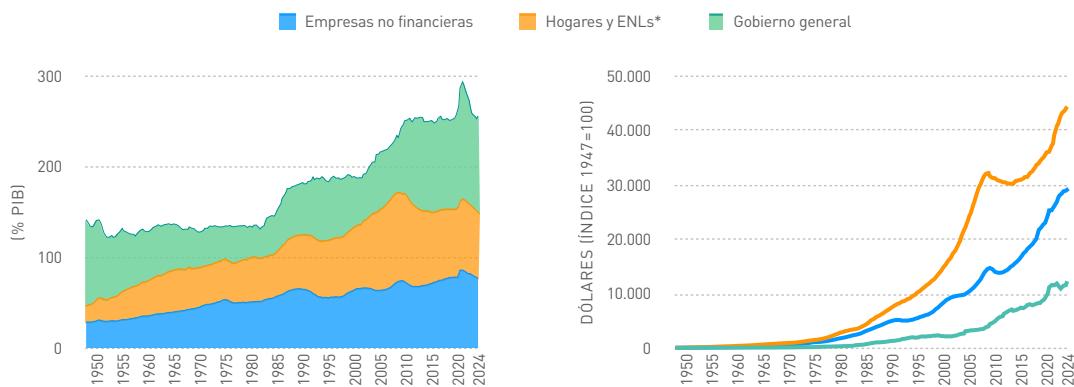
Otro aspecto importante que destacar del sistema financiero estadounidense es su alta vinculación con los mercados internacionales, debido al uso extendido del dólar como moneda de reserva global. Esto ha permitido a los Estados Unidos beneficiarse de flujos constantes de capital extranjero, pero también le hace vulnerable a ciclos globales de liquidez. El crédito transfronterizo desempeña un papel crucial, particularmente para las grandes corporaciones que operan en múltiples mercados. Sin embargo, estas empresas también están expuestas a riesgos asociados con fluctuaciones cambiarias y tensiones geopolíticas.

Crédito al sector privado y nivel de bancarización

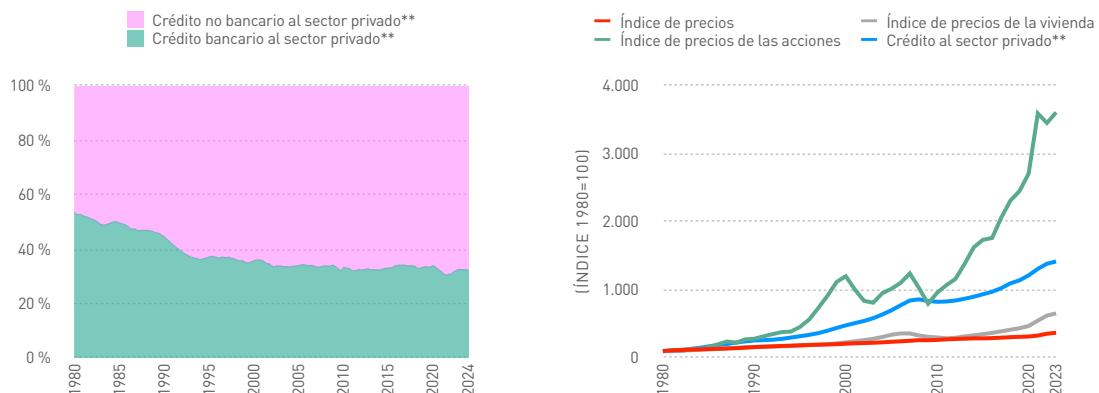
El profundo desarrollo del mercado de capitales de los Estados Unidos, así como la capacidad de acceso al crédito por vías alternativas al canal bancario, se ve reflejado en la composición del crédito al sector privado no financiero (hogares y empresas), en el que el peso del crédito no bancario representaba el 67,4% del crédito total al sector privado al

Gráfica 1.3.1
Estados Unidos: variables de evolución de la actividad crediticia

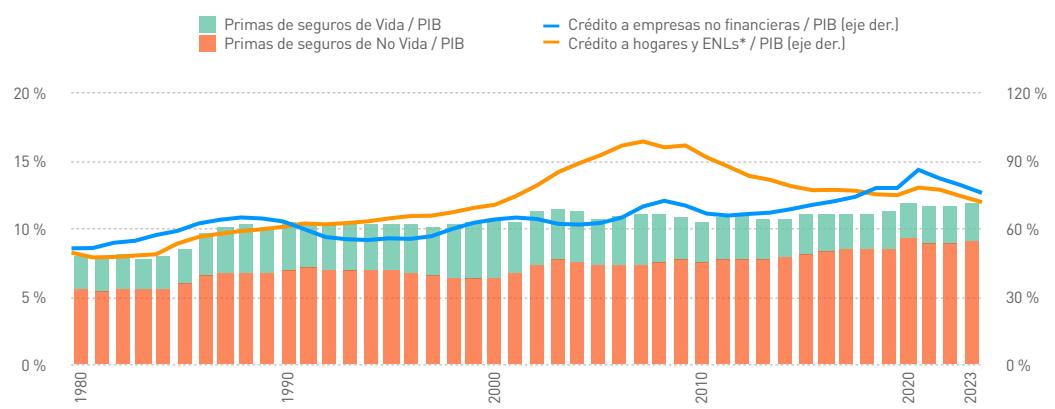
a) Evolución del crédito por componentes



b) Crédito al sector privado



c) Primas de seguros vs crédito al sector privado (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics/Haver Analytics y Swiss Re)

* ENLs (entidades no lucrativas; instituciones sin fines de lucro que prestan servicios a los hogares)

** Crédito a hogares y empresas

cierre de 2023, superando ampliamente al crédito bancario, que era tan solo el 32,6%, porcentaje sustancialmente inferior al del resto de las economías desarrolladas del mundo. La referida Gráfica 1.3.1 ofrece una comparativa de la evolución del crédito al sector privado y otras magnitudes económicas que tienen a su vez una relación indirecta con la actividad aseguradora, a través de las sumas aseguradas y en sus carteras de inversiones. Destaca el importante crecimiento en la valoración de la renta variable, muy superior en los Estados Unidos al aumento del valor de la vivienda y del índice general de precios al consumo, si bien, desde el punto de vista de la gestión de riesgos, es de destacar que a principios de este siglo y en 2007, la renta variable experimentó correcciones abruptas superiores a los activos inmobiliarios que siguieron una senda más alineada con la evolución del crédito al sector privado (Gráfica 1.3.1-b).

Actividad aseguradora y componentes del crédito al sector privado

Con el fin de comparar las dinámicas del crédito y de la actividad aseguradora en los Estados Unidos, la referida Gráfica 1.3.1 muestra la evolución de los componentes del crédito a los hogares y a las empresas comparada con el volumen de primas del sector asegurador, tanto del negocio de Vida como en el de No Vida, magnitudes todas ellas en porcentaje sobre el PIB. Como puede observarse, el comportamiento de las primas de seguros en los Estados Unidos en períodos normales viene a seguir, en mayor o menor medida, la senda del crédito al sector privado (ambos medidos en porcentaje del PIB), especialmente por lo que se refiere al crédito a los hogares, salvo en algunos períodos concretos en los que se aparta de esa senda como en los años anteriores y posteriores a la gran crisis financiera de 2008 y en la provocada por la pandemia del Covid-19, en las que el PIB nominal experimentó fuertes contracciones y expansiones que se trasladan a estos indicadores en diferente medida (Gráfica 1.3.1-c).

1.3.2 México

En las dos últimas décadas, el crédito al sector no financiero en México ha experimentado un crecimiento sostenido. Este aumento ha estado relacionado con el fortalecimiento del sistema

financiero tras las reformas estructurales en la segunda mitad de la década de los años 90s y el creciente acceso al crédito por parte de la población, el gobierno, y las empresas, reflejando el desarrollo de la demanda interna y permitiendo el acceso al financiamiento para sectores clave, como el de las infraestructuras y el sector inmobiliario. Asimismo, el acceso al financiamiento externo para proyectos de gran envergadura, así como la participación del sector público y privado en los mercados de capital internacionales está ayudando en gran medida a este desarrollo. Para economías como la mexicana, el crédito en dólares sigue siendo una fuente clave de financiamiento, pero también puede generar vulnerabilidades, especialmente en tiempos de volatilidad en los tipos de cambio, requiriendo de un seguimiento constante para evitar desequilibrios macroeconómicos.

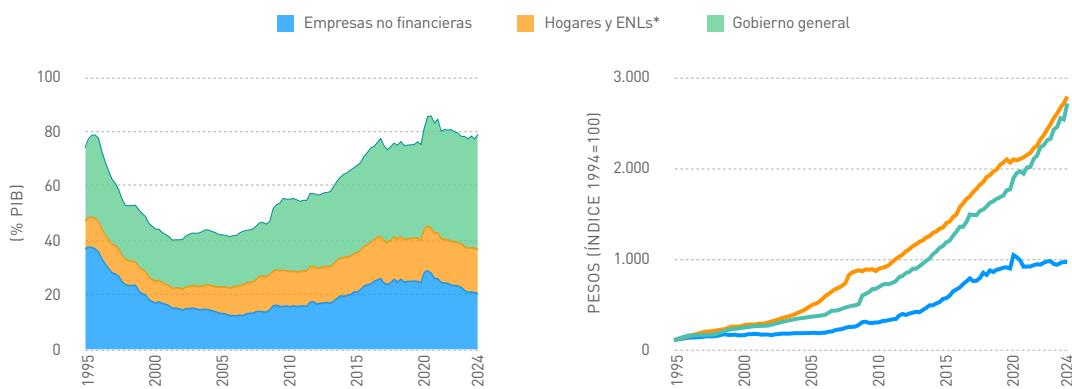
Evolución del crédito por componentes

La Gráfica 1.3.2 muestra una serie histórica, desde el año 1995, de la evolución del crédito al sector no financiero en porcentaje del PIB en México, desagregada en sus tres grandes componentes del crédito: a los gobiernos (federal, estatales y municipales), hogares (y otras entidades sin ánimo de lucro) y empresas (no financieras). Conforme a esa información, al cierre del año 2023, el peso de estas tres grandes partidas representaba un 40,0%, 16,3% y 20,9% del PIB, respectivamente. Esto supone que el crédito total del sector no financiero representaba en esa fecha el 77,2% del PIB, frente al 74,0% de 1994. En este período se pueden apreciar dos fases diferentes. La primera, que va desde 1995 y hasta 2001, en el que presenta una tendencia decreciente hasta un mínimo del 40,2% del PIB. Y, la segunda, que presenta una tendencia creciente desde 2002 hasta el año 2020, en el que alcanzó el 85,8% del PIB, momento a partir del cual se encuentra estabilizado, con un ligero retroceso en los últimos tres años (Gráfica 1.3.2-a).

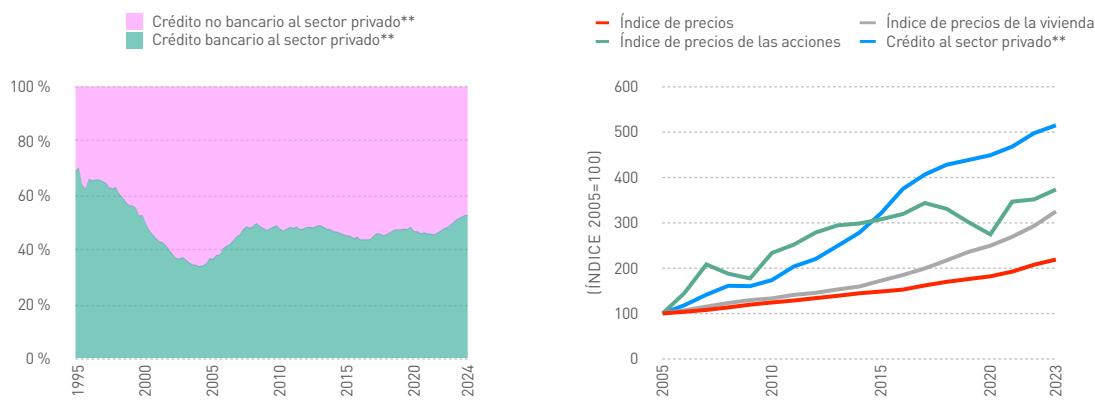
Este crecimiento del crédito ha sido impulsado por la liberalización del sistema financiero y las políticas orientadas a fortalecer el acceso al crédito para empresas y hogares. El crecimiento del crédito privado ha permitido a muchas empresas mexicanas financiar sus operaciones y expandirse, particularmente en los sectores de manufactura y servicios, lo que ha tenido un impacto positivo en el desarrollo económico del

Gráfica 1.3.2
México: variables de evolución de la actividad crediticia

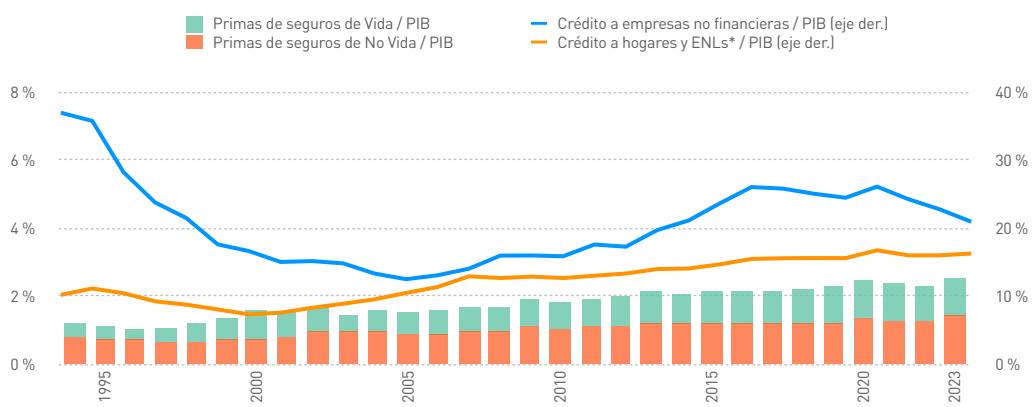
a) Evolución del crédito por componentes



b) Crédito al sector privado



c) Primas de seguros vs crédito al sector privado (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics/Haver Analytics y Swiss Re)

* ENLs (entidades no lucrativas; instituciones sin fines de lucro que prestan servicios a los hogares)

** Crédito a hogares y empresas

país. Así, el crédito privado al sector no financiero en México, medido en pesos en un índice 1994=100, ha mostrado un crecimiento sostenido desde finales de la década de 1990, especialmente por lo que al crédito a los hogares y al sector público se refiere.

A pesar del desarrollo de las últimas décadas, es de destacar que el mercado crediticio mexicano presenta un potencial significativo, lo cual se ve reflejado en el porcentaje de todos los componentes del crédito no financiero respecto al PIB todavía bajo, si se compara con otros mercados desarrollados.

Crédito al sector privado y nivel de bancarización

En la composición del crédito al sector privado (hogares y empresas), se observa que el peso del crédito bancario representa el 47,3%, inferior al porcentaje del crédito de prestamistas no bancarios del 52,7%. Esta composición difiere de la que presentan otros mercados emergentes, por ejemplo Brasil, en los que el peso del crédito al sector privado por parte de entidades bancarias es mayor. La antes referida Gráfica 1.3.2 ofrece una comparativa de la evolución del crédito al sector privado y otras magnitudes económicas que guardan una relación con la actividad aseguradora, a través de las sumas aseguradas y en sus carteras de inversiones. Los activos inmobiliarios residenciales muestran una senda de crecimiento sostenida por encima del índice general de precios. A efectos comparativos, al final de ese período, la valoración de la renta variable fue superior al aumento de valor de la vivienda y del índice general de precios al consumo, si bien, desde el punto de vista de la gestión de riesgos, es de destacar que la renta variable experimentó correcciones abruptas en períodos de crisis a diferencia de lo sucedido con los activos inmobiliarios residenciales (Gráfica 1.3.2-b).

Actividad aseguradora y componentes del crédito al sector privado

Por último, con el fin de comparar las dinámicas del crédito y de la actividad aseguradora en México, la referida Gráfica 1.3.2 muestra la evolución de los componentes del crédito a los hogares y a las empresas comparada con el volumen de primas del sector asegurador, tanto del segmento de los seguros de Vida como en el de No Vida,

magnitudes todas ellas en porcentaje sobre el PIB (Gráfica 1.3.2-c). Como puede observarse de dicha información, el comportamiento de las primas de seguros en México viene a seguir la senda de crecimiento del crédito a los hogares desde principios del presente siglo, una vez superada la crisis de la segunda mitad de los años noventa, período en el que el PIB nominal experimentó fuertes contracciones y expansiones que introducen distorsiones al trasladarse a estos indicadores en distinta medida.

1.3.3 Brasil

Tras la crisis financiera global de 2008, Brasil mostró un crecimiento notable en el crédito tanto al sector público (impulsado por políticas fiscales expansivas y una mayor participación del sector público en la economía), como del crédito al sector privado (especialmente a los hogares, el cual sigue siendo, no obstante, el que menor peso relativo presenta respecto al PIB brasileño).

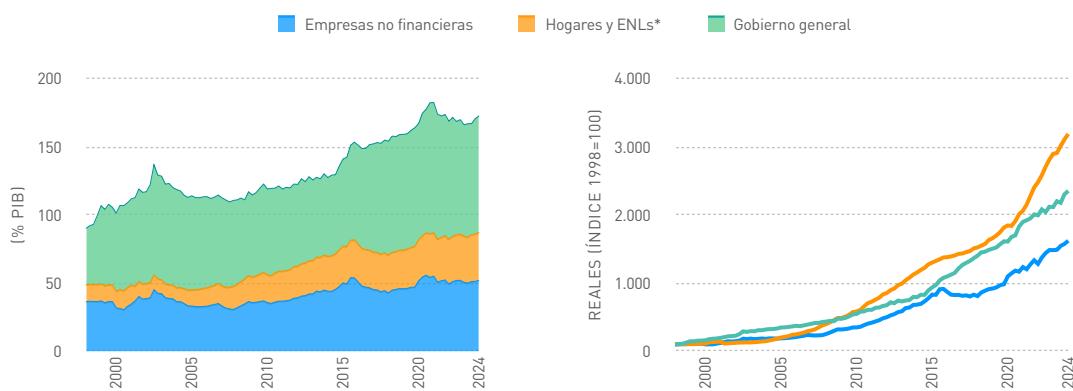
Evolución del crédito por componentes

En la Gráfica 1.3.3, se muestra una serie histórica desde el año 1998 de la evolución del crédito al sector no financiero en Brasil en porcentaje del PIB, desagregada en los tres principales componentes del crédito: al gobierno (federal, estatal y local), a los hogares (y otras entidades sin ánimo de lucro) y a las empresas (no financieras). Conforme a estos datos, al cierre de 2023, el peso de estas tres grandes partidas representaba un 84,7%, 34,9% y 51,3% del PIB, respectivamente. Esto supone que el crédito total al sector no financiero representaba en esa fecha el 170,9% del PIB brasileño, frente al 90,3% de principios de 1998 (Gráfica 1.3.3-a).

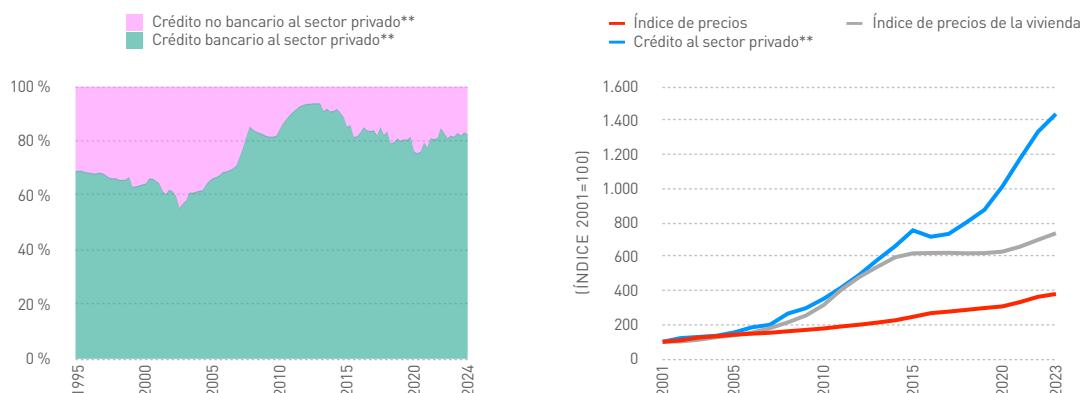
El análisis de la evolución de las tres grandes partidas del crédito en reales brasileños, medida en un índice 1998=100, pone de relieve el gran dinamismo de todas ellas, pero particularmente del crédito a los hogares y al sector público. Así, el crédito en moneda local muestra un crecimiento sostenido desde la crisis global de 2008, impulsado por políticas que favorecieron el financiamiento interno en reales brasileños. Desde entonces, el crédito en moneda local ha sido clave en el financiamiento de sectores estratégicos, como el inmobiliario y el consumo privado. Además, el

Gráfica 1.3.3
Brasil: variables de evolución de la actividad crediticia

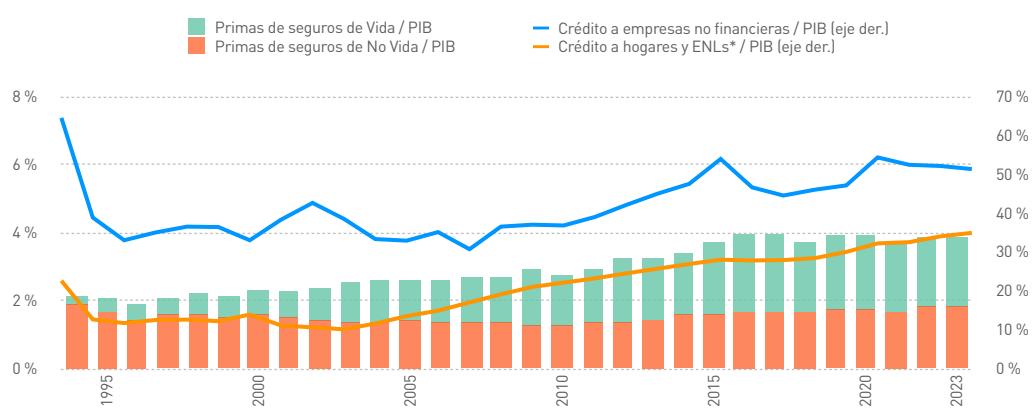
a) Evolución del crédito por componentes



b) Crédito al sector privado



c) Primas de seguros vs crédito al sector privado [% PIB]



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics/Haver Analytics y Swiss Re)

* ENLs (entidades no lucrativas; instituciones sin fines de lucro que prestan servicios a los hogares)

** Crédito a hogares y empresas

sector público se ha beneficiado de este tipo de crédito para implementar políticas expansivas y financiar proyectos de infraestructura. Este enfoque permitió a Brasil mantener mayor estabilidad frente a choques externos, como fluctuaciones del valor del dólar, y proporcionó flexibilidad en la política económica mitigando los riesgos financieros y fortaleciendo la autonomía económica del país. Cabe señalar que la financiación en dólares de grandes proyectos de infraestructura y expansiones corporativas en Brasil ha jugado también un papel relevante, con una participación tanto del sector privado como del público, mostrando su capacidad para acceder a financiamiento internacional.

Crédito al sector privado y nivel de bancarización

En el análisis del crédito al sector privado (hogares y empresas) y su nivel de bancarización en el caso de Brasil, es de destacar el mayor grado de desarrollo del sector bancario, donde el peso de dicho crédito representaba el 83,2% del total al cierre de 2023, superando ampliamente al crédito no bancario, que representaba el 16,8% porcentaje significativamente inferior al de otras economías emergentes y desarrolladas, lo que pone de relieve la importancia de las entidades bancarias en la economía brasileña. Por otra parte, la referida Gráfica 1.3.3 ofrece una comparativa de la evolución del crédito al sector privado y otras magnitudes económicas que a su vez guardan una relación con la actividad aseguradora. En este sentido, los activos inmobiliarios residenciales en Brasil muestran una senda de crecimiento sostenida en su valoración por encima del índice general de precios, siguiendo la tendencia, aunque por debajo, de la del crédito al sector privado (Gráfica 1.3.3-b).

Actividad aseguradora y componentes del crédito al sector privado

Con el fin de comparar las dinámicas del crédito y de la actividad aseguradora en Brasil, la referida Gráfica 1.3.3 muestra la evolución de los componentes del crédito a los hogares y a las empresas, comparada con el volumen de primas del sector asegurador, tanto del segmento de los seguros de Vida como en el de No Vida, magnitudes todas ellas en porcentaje sobre el PIB. Como se desprende de esta información, el comportamiento de las primas de seguros en Brasil viene a seguir la senda de

crecimiento del crédito a los hogares a lo largo de la última década (Gráfica 1.3.3-c).

1.3.4 Reino Unido

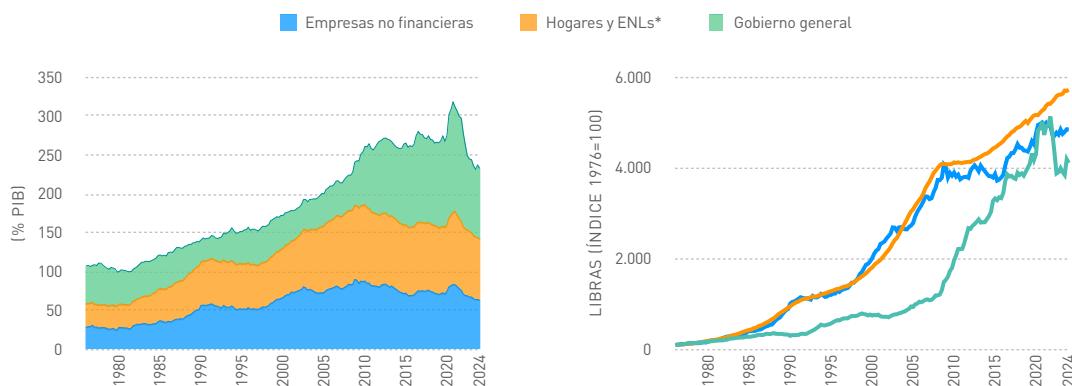
El Reino Unido destaca por ser uno de los centros financieros más importantes del mundo, con un sistema crediticio avanzado y altamente integrado en la economía global. No obstante, debe señalarse que ese país ha experimentado fluctuaciones significativas en el comportamiento del crédito debido a eventos como la crisis financiera global de 2008, el referéndum del Brexit y la pandemia del Covid-19.

Evolución del crédito por componentes

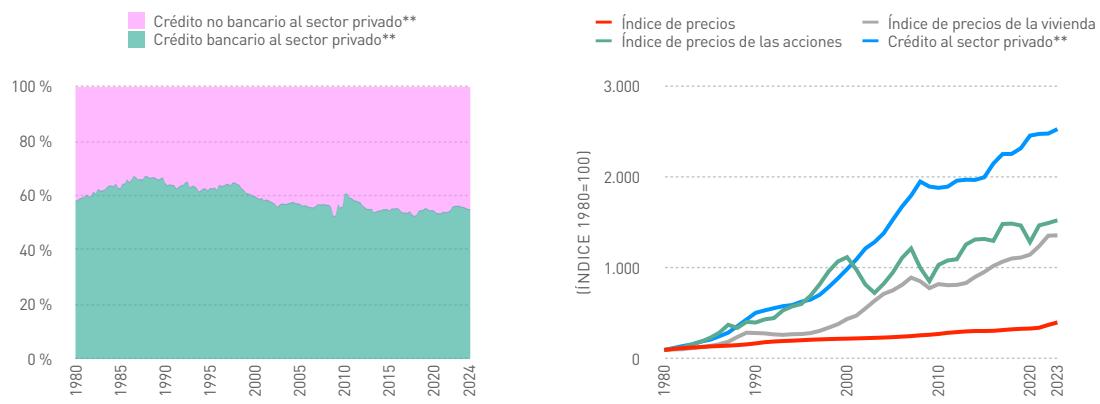
La Gráfica 1.3.4 muestra una serie histórica, desde el año 1976, de la evolución del crédito en porcentaje del PIB del Reino Unido, desagregada en los tres grandes componentes de crédito general: al gobierno, a los hogares (y otras entidades sin ánimo de lucro) y a las empresas (no financieras). Conforme a esos datos, al cierre de 2023, el peso de estas tres grandes partidas representaba un 93,4%, 79,5% y 64,2% del PIB, respectivamente. Lo anterior supone que el crédito total del sector no financiero representaba en esa fecha el 237,1% del PIB del Reino Unido, frente al 105,5% del año 1976. Complementando este análisis, se muestra la evolución de las tres grandes partidas del crédito en libras, medida en un índice 1976=100, poniendo de relieve el gran dinamismo de todas ellas, pero especialmente del crédito al sector privado, tanto a empresas no financieras como a los hogares, que ha venido creciendo de forma sostenida a lo largo de toda la serie, alcanzando niveles, al cierre de 2023, del 143,7% del PIB (Gráfica 1.3.4-a). Debe puntualizarse que el crédito hipotecario es particularmente prominente, dado que el acceso a la vivienda es un tema central en la economía británica. Además, el crédito al consumo, incluyendo tarjetas de crédito y préstamos personales, juega un papel fundamental en el comportamiento del gasto de los hogares. En lo que toca al crédito corporativo, destaca su alta vinculación a su sector de servicios financieros y grandes empresas, que han utilizado ampliamente el crédito interno y externo para financiar proyectos de expansión y adquisición, mientras que las pequeñas y medianas

Gráfica 1.3.4
Reino Unido: variables de evolución de la actividad crediticia

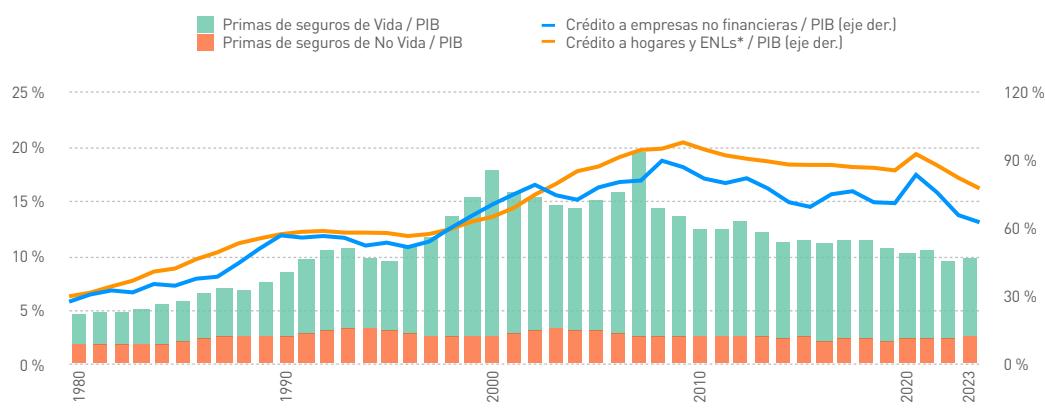
a) Evolución del crédito por componentes



b) Crédito al sector privado



c) Primas de seguros vs crédito al sector privado (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics/Haver Analytics y Swiss Re)

* ENLs (entidades no lucrativas; instituciones sin fines de lucro que prestan servicios a los hogares)

** Crédito a hogares y empresas

empresas (PYMES) dependen en mayor medida de líneas de crédito bancarias.

En cuanto al crédito al sector público se observa que este venía creciendo a un ritmo inferior al del crédito al sector privado, manteniéndose en niveles en el entorno del 45% del PIB hasta la crisis financiera de 2008, momento a partir del cual se acelera sustancialmente su ritmo de crecimiento, aumentando su peso de forma acelerada en la composición del crédito total al sector no financiero (público y privado), impulsado principalmente por políticas fiscales expansivas implementadas en respuesta a esa crisis financiera y, posteriormente, a raíz de la salida del Reino Unido de la Unión Europea tras el referéndum de 2016 y la crisis económica provocada por la pandemia del Covid-19 en 2020, hasta alcanzar un máximo del 141,4% a finales de ese año. Dichas medidas fiscales y monetarias expansivas destinadas a mitigar el impacto económico de eventos globales y domésticos, ha generado preocupaciones sobre la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, especialmente en un entorno post-Brexit, con desafíos económicos estructurales y adoptándose medidas que están reduciendo desde entonces esos niveles, hasta el 90,6% del PIB al cierre del primer trimestre de 2024.

Crédito al sector privado y nivel de bancarización

El elevado nivel de desarrollo del mercado de crédito y de capitales del Reino Unido tiene su reflejo en la composición del crédito total al sector privado no financiero (hogares y empresas), en el que el peso del crédito no bancario representaba al cierre de 2023 el 44,9% del crédito total al sector privado no financiero. La antes referida Gráfica 1.3.4 ofrece, asimismo, una comparativa de la evolución del crédito al sector privado y otras magnitudes económicas que tienen a su vez una relación indirecta con la actividad aseguradora, a través de las sumas aseguradas y en sus carteras de inversiones. Destaca el importante crecimiento en la valoración de la vivienda, muy superior en el Reino Unido al aumento del índice general de precios al consumo y cercana, como referencia, al de la renta variable, si bien, desde el punto de vista de la gestión de riesgos, es de destacar que durante los períodos de crisis económica la renta variable experimentó correcciones abruptas superiores a las de los activos inmobiliarios, los cuales siguieron una senda más alineada,

aunque por debajo, de la evolución del crédito al sector privado (Gráfica 1.3.4-b).

Actividad aseguradora y componentes del crédito al sector privado

Por último, con el fin de comparar las dinámicas del crédito y de la actividad aseguradora en Reino Unido, la referida Gráfica 1.3.4 muestra la evolución de los componentes del crédito a los hogares y a las empresas comparada con el volumen de primas del sector asegurador, tanto del segmento de Vida como en el de No Vida, magnitudes todas ellas en porcentaje sobre el PIB. En este sentido, el comportamiento de las primas de seguros en el Reino Unido viene a seguir la senda del crédito al sector privado (ambos medidos en porcentaje del PIB), en toda la serie analizada tanto en lo que se refiere al crédito a los hogares como al sector corporativo no financiero (Gráfica 1.3.4-c).

1.3.5 España

En el caso de España, en términos generales, la evolución de las grandes partidas del crédito muestra un comportamiento singular con tres fases diferentes, desde la segunda mitad de la década de los años noventa hasta el momento actual.

Evolución del crédito por componentes

La Gráfica 1.3.5 muestra una serie histórica, desde el año 1995, de la evolución del crédito en porcentaje del PIB español, desagregada en sus tres grandes componentes: crédito general al gobierno, crédito a los hogares (y otras entidades sin ánimo de lucro) y crédito a las empresas (no financieras). Conforme a esta análisis, al cierre del año 2023, el peso de estas tres grandes partidas representaba un 104,8%, 46,9% y 81,7% del PIB, respectivamente. Esto supone que el crédito total del sector no financiero (público y privado) representaba en esa fecha el 233,4% del PIB de España, frente al 141,0% de inicios de 1995 (Gráfica 1.3.5-a).

Como se ha apuntado anteriormente, en la evolución de las tres grandes partidas del crédito, medida en un índice 1995=100, se observan claramente diferenciadas tres fases relativas al ciclo crediticio en la economía española. Una primera fase abarca la segunda

mitad de la década de los años noventa del siglo pasado, anterior a la entrada en circulación del euro, en la que los tres componentes del crédito general (al gobierno, a los hogares y a las empresas no financieras) crecen solo ligeramente y de forma acompasada. La segunda etapa, en la que se rompe totalmente el patrón de crecimiento anterior, coincide con la decisión de adoptar el euro como moneda legal en España a finales de los años noventa, y su admisión definitiva como moneda oficial en enero de 2002, extendiéndose hasta la crisis financiera global de 2008. En esta segunda etapa se observa un crecimiento acelerado del crédito al sector privado, tanto a los hogares como al sector corporativo no financiero (alimentados por la rápida expansión de los balances del sector bancario y el crédito al sector inmobiliario), mientras que el crédito al sector público se mantiene constante, e incluso en algún año retrocede. Y una tercera fase, a partir de la gran crisis financiera de 2008 y la réplica de la crisis de la deuda soberana en la eurozona de 2012, que provocaron una grave crisis económica en España, la cual afectó particularmente al sector inmobiliario y bancario, en la que se produce un fuerte crecimiento del crédito al sector público, acompañado por un proceso de reducción del apalancamiento del sector privado.

De esta forma, el impulso del crédito al sector público derivado de las políticas fiscales expansivas implementadas en respuesta a la crisis financiera de 2008, a la crisis de la deuda soberana de 2012 y, por último, a la crisis económica generada a raíz de la pandemia del Covid-19 de 2020, han provocado una expansión del crédito soberano en España hasta alcanzar un máximo del 142,7% del PIB en el primer trimestre de 2021, si bien los programas de adquisición de activos del Banco Central Europeo (BCE), tanto el que venía implementando desde la crisis de 2012 como el programa extraordinario aplicado en apoyo de las emisiones de deuda soberana para financiar las medidas fiscales desplegadas por el gobierno para compensar los efectos económicos de la pandemia (en España y en el resto de los países de la Eurozona), han evitado un repunte en la prima de riesgo, a pesar del fuerte incremento del volumen de crédito a los gobiernos. Desde entonces, y tras ese máximo alcanzado en 2021, el buen comportamiento de la economía española y el proceso inflacionista han venido reduciendo este ratio, en virtud del rápido crecimiento del PIB nominal hasta representar el 105,4% del

PIB al cierre del primer trimestre de 2024. En cualquier caso, sigue siendo un ratio elevado, por encima de su media de largo plazo, generando preocupaciones sobre su coste y sostenibilidad una vez se vayan reduciendo los programas de adquisición de activos del BCE, que han motivado recomendaciones por parte de la Comisión Europea de reducción del déficit público para España, como ha hecho para otros países de la zona euro.

Crédito al sector privado y nivel de bancarización

Otro aspecto destacable es que la economía española tradicionalmente ha presentado un alto grado de desarrollo del sector bancario, incluso respecto a otras economías avanzadas, lo cual se ve reflejado en el peso del crédito bancario en la composición del crédito al sector privado (hogares y empresas), como puede apreciarse en la antes referida Gráfica 1.3.5. No obstante, las dos grandes crisis financieras de 2008 (global) y de 2012 (Eurozona) han venido a alterar de forma significativa esta composición desde su máximo del 81,9%, a finales de 1998, reduciéndose desde entonces hasta el 59,7% al cierre de 2023. Ello supone que el recurso al crédito no bancario se ha incrementado sustancialmente, hasta representar el 40,3% del crédito al sector privado no financiero.

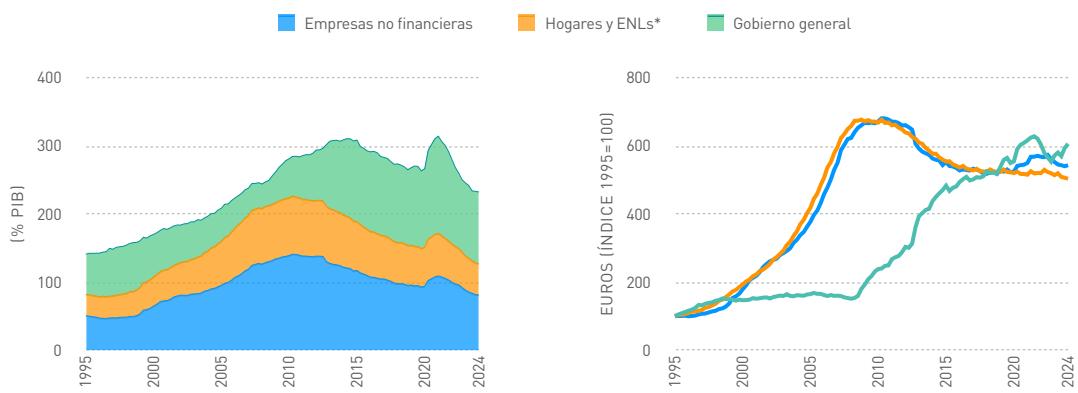
Por otra parte, la referida Gráfica 1.3.5 ofrece una comparativa de la evolución del crédito al sector privado y otras magnitudes económicas, las cuales tienen a su vez una relación indirecta con la actividad aseguradora, a través de las sumas aseguradas y en sus carteras de inversiones. En este sentido, destaca el comportamiento de la valoración tanto del precio de la vivienda como, en mayor medida, de la renta variable, que siguen la senda del crédito al sector privado, si bien, desde el punto de vista de la gestión de riesgos, es de destacar que a principios de este siglo y en 2007, la renta variable española experimentó correcciones abruptas superiores a las de los activos inmobiliarios y a las de otros índices internacionales (Gráfica 1.3.5-b).

Actividad aseguradora y componentes del crédito al sector privado

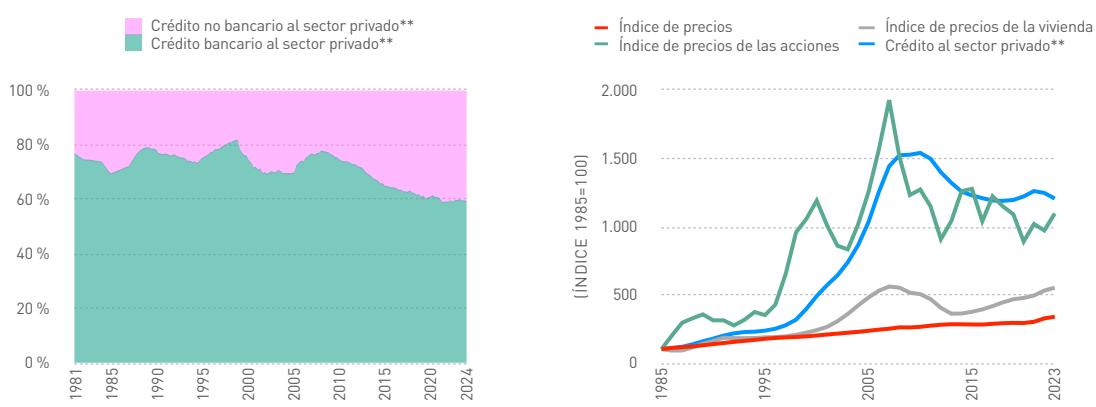
Para complementar este análisis, comparando las dinámicas del crédito y de la actividad aseguradora en España, la antes referida

Gráfica 1.3.5
España: variables de evolución de la actividad crediticia

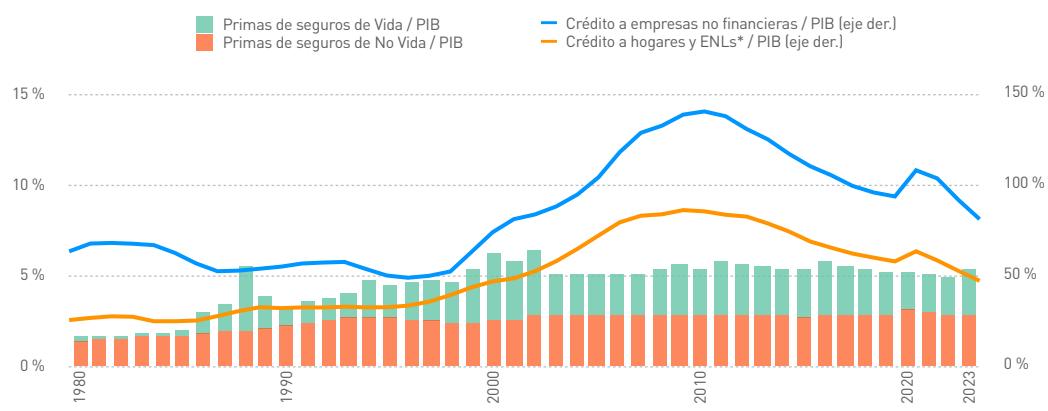
a) Evolución del crédito por componentes



b) Crédito al sector privado



c) Primas de seguros vs crédito al sector privado (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics/Haver Analytics y Swiss Re)

* ENLs (entidades no lucrativas; instituciones sin fines de lucro que prestan servicios a los hogares)

** Crédito a hogares y empresas

Gráfica 1.3.5 muestra la evolución de los componentes del crédito a los hogares y a las empresas comparada con el volumen de primas del sector asegurador, tanto del segmento de los seguros de Vida como en el de No Vida, magnitudes todas ellas en porcentaje sobre el PIB (Gráfica 1.3.5-c). Como puede observarse, el comportamiento de las primas de seguros en el mercado español en los años, previos a la entrada de España en la zona euro, venían siguiendo una senda parecida a la del crédito a los hogares, como sucede en otros mercados desarrollados. Sin embargo, a partir de entonces, en los años previos y posteriores a la crisis global de 2008 (que tuvo su origen en el mercado inmobiliario) se apartó de esa senda, volviendo a recuperarla tras la crisis de la deuda soberana de la Eurozona, con una senda descendente en ambos casos, mucho más acusada en el caso del crédito a los hogares que en la actividad aseguradora.

1.3.6 Alemania

La evolución del crédito en Alemania presenta características singulares que la diferencian del perfil de crédito del resto de las economías avanzadas del orbe. En este sentido, la actividad crediticia en Alemania destaca por su estabilidad y por el mayor equilibrio entre sus tres componentes principales. Este caso es diferente al resto de lo analizados en este informe, dado que ni la composición del crédito ni el nivel relativo respecto al PIB de las tres grandes partidas del crédito al sector no financiero (público y privado) ha sufrido grandes cambios, incluso durante la crisis financiera global de 2008, ni en la crisis de la deuda soberana en la Eurozona de 2012, que afectó principalmente a los países periféricos de la región.

Evolución del crédito por componentes

La Gráfica 1.3.6 muestra una serie histórica, desde el año 1998, de la evolución del crédito al sector no financiero en porcentaje del PIB alemán. Al cierre del año 2023, el peso de las tres grandes partidas del crédito (al gobierno, a los hogares y a las empresas) representaba un 59,8%, 51,3% y 69,1% del PIB, respectivamente. Esto supone que el crédito total del sector no financiero representaba, en esa fecha, el 180,2% del PIB de Alemania, inferior al 188,2% del PIB registrado al cierre de 1998 (Gráfica

1.3.6-a). La estabilidad en estos niveles refleja un mercado crediticio bien regulado, donde las empresas y los hogares acceden a crédito sin generar altos niveles de deuda relativa al tamaño de la economía. El análisis del crédito en Alemania revela un comportamiento estable y moderado en todos los sectores, con un enfoque prudente en la gestión de deuda, tanto privada como pública. Este enfoque ha permitido a la economía alemana resistir los shocks externos y mantener su estabilidad macroeconómica.

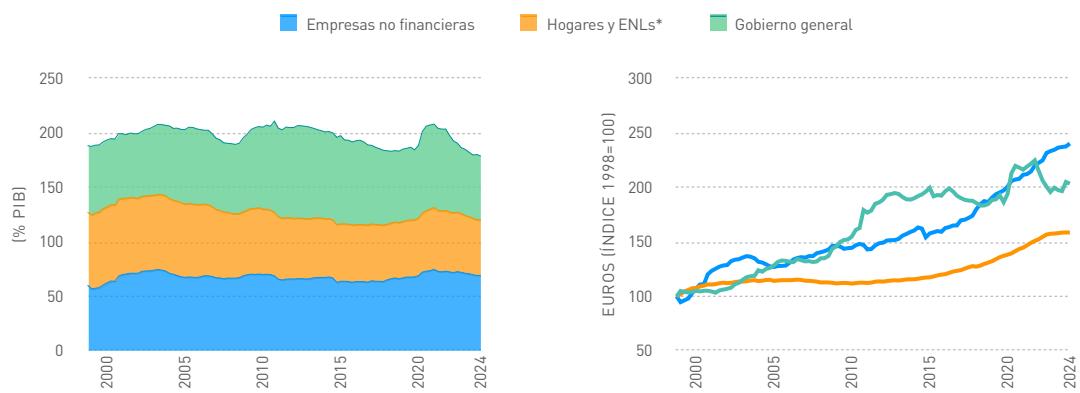
Asimismo, la antes referida Gráfica 1.3.6 muestra la evolución de las tres grandes partidas del crédito en euros, medida en un índice 1998=100, siendo el crédito privado a las empresas no financieras el que ha mostrado mayor dinamismo en ese período 1998-2023, alcanzando el 69,1% del PIB, al nivel de otras economías avanzadas, y siendo el crédito general al gobierno y el crédito a los hogares los que siguen lejos de los niveles alcanzados en otros países desarrollados, como los Estados Unidos, Reino Unido o Japón. De esta forma, el crédito al sector público sigue en los mismos niveles que presentaba en 1998, en el entorno del 60%, habiendo alcanzado su máximo del 84,9% durante la crisis de la deuda soberana de la Eurozona, impulsada principalmente por políticas fiscales expansivas implementadas en respuesta a esa crisis financiera y, posteriormente, a la pandemia del Covid-19.

Crédito al sector privado y nivel de bancarización

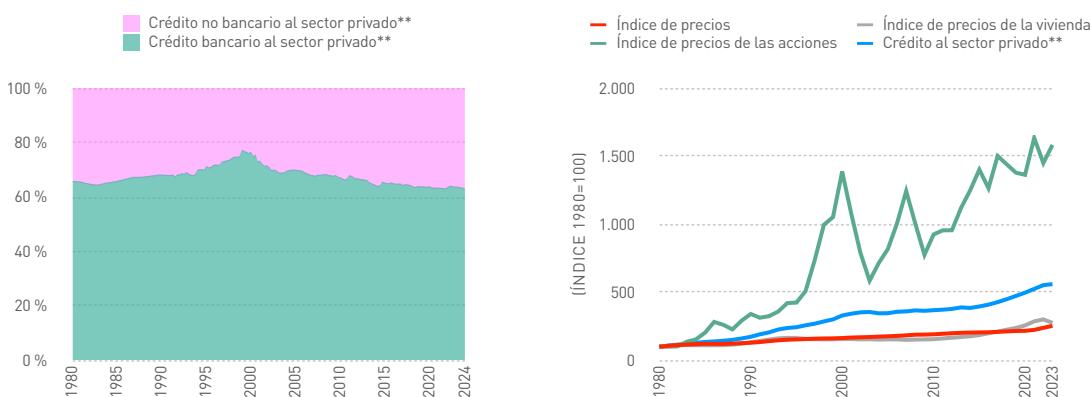
Otra característica diferencial del mercado de crédito alemán es el alto grado de bancarización que presenta, superior al de otras economías avanzadas, lo cual se ve reflejado en el peso del crédito bancario que representaba al cierre de 2023 el 63,5% del crédito total al sector privado (hogares y empresas), similar al de hace cuatro décadas (Gráfica 1.3.6-b). Esto contrasta, por ejemplo, con el 32,6% que representaba en los Estados Unidos, lo que supone que el recurso al crédito no bancario es mucho menor en Alemania, donde las entidades bancarias siguen siendo la principal fuente del crédito al sector privado. Además, el uso del euro como principal fuente de crédito ha permitido mantener una baja exposición a los riesgos cambiarios y a las fluctuaciones en los mercados globales, un aspecto crítico para la estabilidad financiera interna.

Gráfica 1.3.6
Alemania: variables de evolución de la actividad crediticia

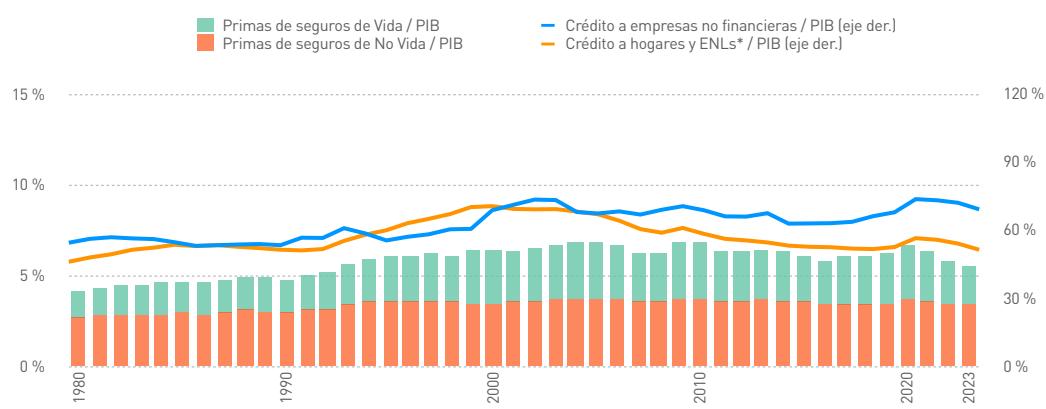
a) Evolución del crédito por componentes



b) Crédito al sector privado



c) Primas de seguros vs crédito al sector privado (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics/Haver Analytics y Swiss Re)

* ENLs (entidades no lucrativas; instituciones sin fines de lucro que prestan servicios a los hogares)

** Crédito a hogares y empresas

La antes referida Gráfica 1.3.6 ofrece igualmente una comparativa de la evolución del crédito al sector privado y otras magnitudes económicas que tienen a su vez una relación indirecta con la actividad aseguradora. Destaca el importante crecimiento en la valoración de la renta variable, muy superior al aumento de valor de la vivienda y del índice general de precios al consumo, si bien, desde el punto de vista de la gestión de riesgos, es de destacar que a principios de los años dos mil y en 2007, la renta variable alemana experimentó correcciones abruptas superiores a los activos inmobiliarios que crecieron en mucha menor medida, siguiendo una senda más alineada con la evolución del crédito al sector privado y al nivel general de precios al consumo.

Actividad aseguradora y componentes del crédito al sector privado

Por último, con el propósito de comparar las dinámicas del crédito y de la actividad aseguradora, se analiza la evolución de los componentes del crédito a los hogares y a las empresas frente al volumen de primas del sector asegurador, tanto del segmento de los seguros de Vida como en el de No Vida, magnitudes todas ellas en porcentaje sobre el PIB (Gráfica 1.3.6-c). Analizando su evolución se puede observar que el comportamiento de las primas de seguros en el mercado alemán viene a dibujar la senda del crédito al sector privado (ambos medidos en porcentaje del PIB) a lo largo de la serie analizada, principalmente en lo que se refiere al crédito a los hogares y, en menor medida, al sector corporativo no financiero.

1.3.7 Turquía

Puede señalarse que, el términos generales, durante las últimas dos décadas Turquía ha utilizado el crédito como una herramienta central para impulsar el crecimiento económico, especialmente en proyectos de infraestructura y expansión corporativa.

Evolución del crédito por componentes

Como puede observarse en la Gráfica 1.3.7, en la que se muestra una serie histórica desde el año 2001 de la evolución del crédito al sector no financiero en porcentaje del PIB, desagrega-

da en los tres grandes componentes del crédito general (al gobierno, a los hogares y otras entidades sin ánimo de lucro, y a empresas no financieras), al cierre del año 2023 el peso de estas tres grandes partidas representaba un 29,3%, 11,0% y 48,5% del PIB, respectivamente, siendo el crédito a las empresas el componente principal, a diferencia de lo que ocurre en los países más desarrollados, en los que el mayor peso corresponde al crédito al sector público (Gráfica 1.3.7-a). El análisis de la evolución de las tres grandes partidas del crédito en liras turcas, medida en un índice 2001=100, pone de relieve el gran incremento en el crédito al sector privado, que incluye tanto a hogares como a corporaciones no financieras. En este sentido, destaca el rápido crecimiento del crédito a los hogares, si bien su peso continúa siendo pequeño en relación con el crédito a las empresas y al sector público. En términos de crédito público, la deuda del gobierno ha crecido a un ritmo muy alto, y sigue siendo un área de preocupación en un contexto de altas tasas de inflación y restricciones fiscales. Las políticas del Banco Central de Turquía han sido fundamentales para intentar estabilizar el acceso al crédito, aunque las intervenciones frecuentes en los mercados cambiarios han generado incertidumbre adicional.

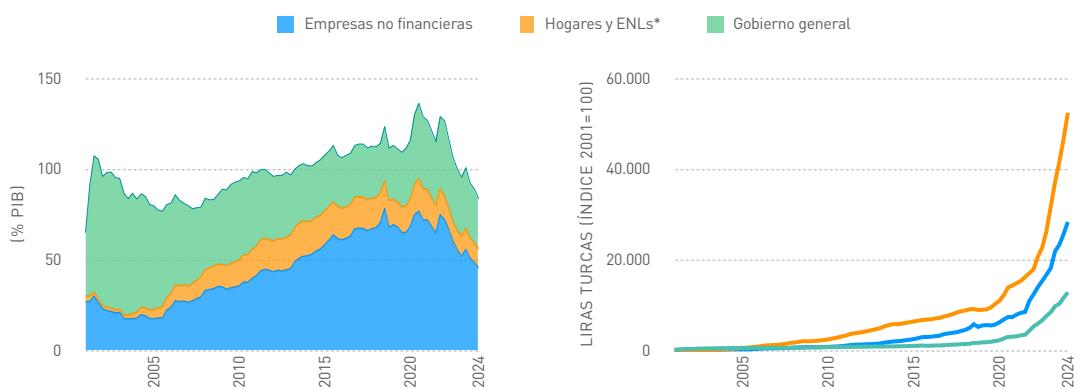
Es de destacar también que este incremento tan importante tiene su origen en gran medida en un fenómeno monetario, debido a las altas tasas de inflación, ya que, si se mide en términos relativos, en proporción al PIB nominal, el aumento ha sido menos significativo. De esta forma, el crédito total del sector no financiero (público y privado) representaba en esa fecha el 88,8% del PIB, frente al 64,1% de principios de 2001. Las empresas turcas, en particular, han recurrido con frecuencia al crédito externo, con emisiones en dólares y en euros para financiar grandes proyectos. Este endeudamiento externo ha llevado a un aumento en la carga de deuda en moneda extranjera, que las hace vulnerables a las depreciaciones de la lira, exacerbando las tensiones económicas durante períodos de alta volatilidad cambiaria.

Crédito al sector privado y nivel de bancarización

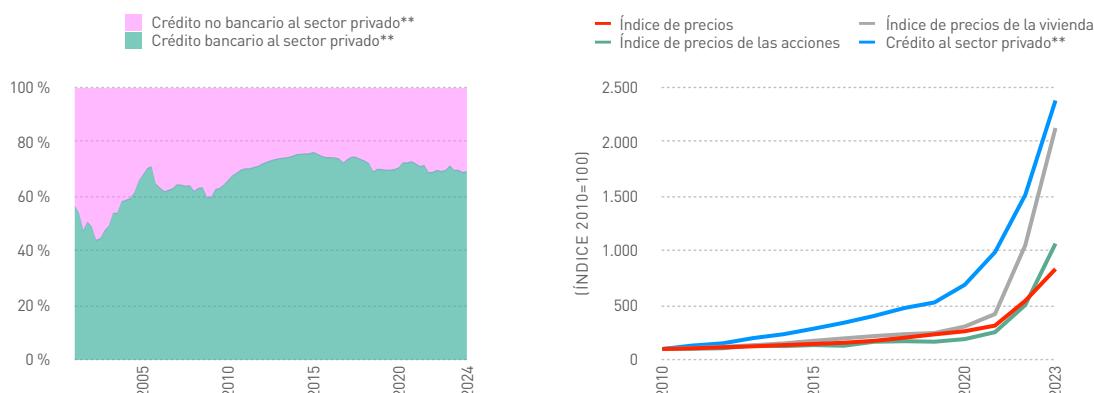
En Turquía, la mayor parte del crédito al sector privado no financiero (hogares y empresas) procede del sector bancario, representando el 69,0% del crédito total al sector privado no

Gráfica 1.3.7
Turquía: variables de evolución de la actividad crediticia

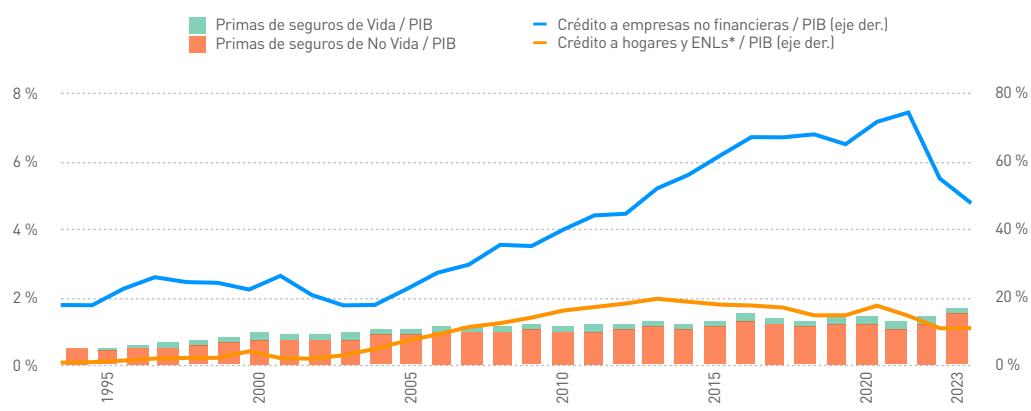
a) Evolución del crédito por componentes



b) Crédito al sector privado



c) Primas de seguros vs crédito al sector privado (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics/Haver Analytics y Swiss Re)

* ENLs (entidades no lucrativas; instituciones sin fines de lucro que prestan servicios a los hogares)

** Crédito a hogares y empresas

financiero al cierre de 2023, superando al crédito no bancario, que representaba solo el 31,0%, porcentaje sustancialmente inferior al de las economías más desarrolladas con unos mercados de capitales más avanzados, principalmente el de los Estados Unidos y el Reino Unido. Por otra parte, la referida Gráfica 1.3.7 ofrece una comparativa de la evolución del crédito al sector privado y otras magnitudes económicas que tienen, a su vez, una relación indirecta con la actividad aseguradora, a través de las sumas aseguradas y en sus carteras de inversiones. Destaca en este sentido el importante crecimiento en la valoración de la vivienda, siguiendo una senda muy alineada a la evolución del crédito al sector privado, y muy superior en Turquía al aumento del índice general de precios al consumo y al de la renta variable (Gráfica 1.3.7-b).

Actividad aseguradora y componentes del crédito al sector privado

A fin de comparar las dinámicas del crédito y de la actividad aseguradora en Turquía, se hace una revisión de la evolución de los componentes del crédito a los hogares y a las empresas frente al volumen de primas del sector asegurador, tanto del segmento de Vida como en el de No Vida (magnitudes todas ellas en porcentaje sobre el PIB). Como se desprende de dicho análisis, en el caso de Turquía, salvo en algunos períodos concretos anteriores a la crisis financiera global de 2008, en los que seguían la senda de crecimiento del crédito a los hogares, desde entonces no se aprecia que las referidas magnitudes sigan patrones de comportamiento similares, a diferencia de lo que ocurre en otras economías emergentes y en desarrollo (Gráfica 1.3.7-c).

1.3.8 Japón

Japón presenta un comportamiento único en la evolución del crédito, con características que lo diferencian de otras economías avanzadas, reflejando las particularidades de un país que ha enfrentado múltiples crisis financieras y económicas desde la explosión de la burbuja inmobiliaria y bursátil en los años noventa del siglo pasado. Desde entonces, este país ha mantenido niveles muy altos de endeudamiento, especialmente en el sector público, por las políticas expansivas que el gobierno ha implementado para intentar reactivar la economía.

Evolución del crédito por componentes

La Gráfica 1.3.8 muestra una serie histórica desde el año 1997 de la evolución del crédito en porcentaje del PIB de Japón, desagregada en sus tres grandes componentes: crédito a los gobiernos (federal, estatales y locales), crédito a los hogares (y otras entidades sin ánimo de lucro) y crédito a empresas (no financieras). De acuerdo con estos datos, al cierre del año 2023, el peso de estas tres grandes partidas representaba un 217,8%, 65,2% y 117,2% del PIB, respectivamente. Esto supone que el crédito total del sector no financiero representaba, en esa fecha, el 400,1% del PIB, lo que contrasta con el de otros países desarrollados (como el 256,3% de los Estados Unidos). Así, la evolución de las tres grandes partidas del crédito en moneda local, medida en un índice 1997=100, pone de relieve el gran dinamismo del crédito al sector público (Gráfica 1.3.8-a). Las políticas fiscales expansivas, junto con la constante intervención del Banco de Japón desde la crisis de los años noventa, dejó a la economía japonesa con un legado de deuda pública creciente y una economía que ha luchado por mantener un crecimiento sostenido, lo que ha permitido mantener la estabilidad financiera, pero al coste de aumentar el endeudamiento público.

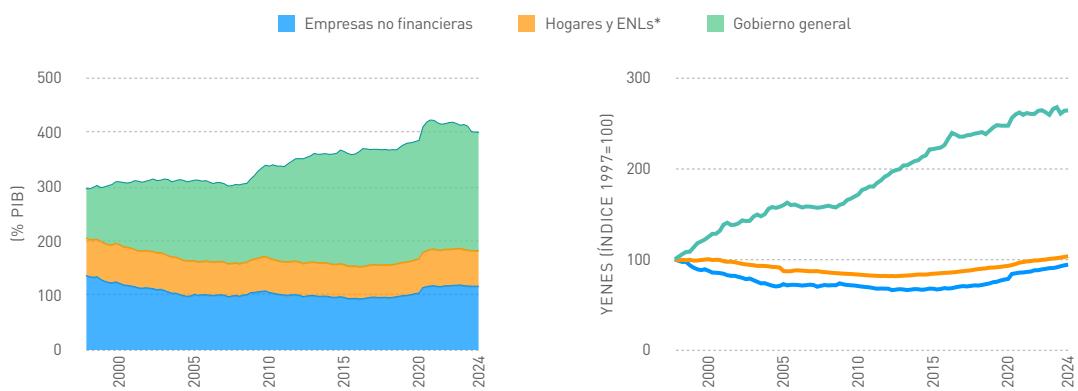
El uso de crédito en el sector privado, sin embargo, ha sido más contenido, e incluso se ha reducido durante largos períodos, en parte porque muchas empresas optaron por reducir su grado de apalancamiento tras la crisis. Con todo, Japón sigue siendo una economía altamente endeudada, pero ha logrado mantener la estabilidad financiera a través de un cuidadoso manejo de la política monetaria y fiscal en una prolongada situación de estancamiento económico. La política monetaria expansiva del Banco de Japón, con tipos de interés cercanos a cero y políticas de flexibilización cuantitativa (QE), ha mantenido el crédito disponible, pero no la demanda de crédito privado que se mantiene en los mismos niveles de hace tres décadas.

Crédito al sector privado y nivel de bancarización

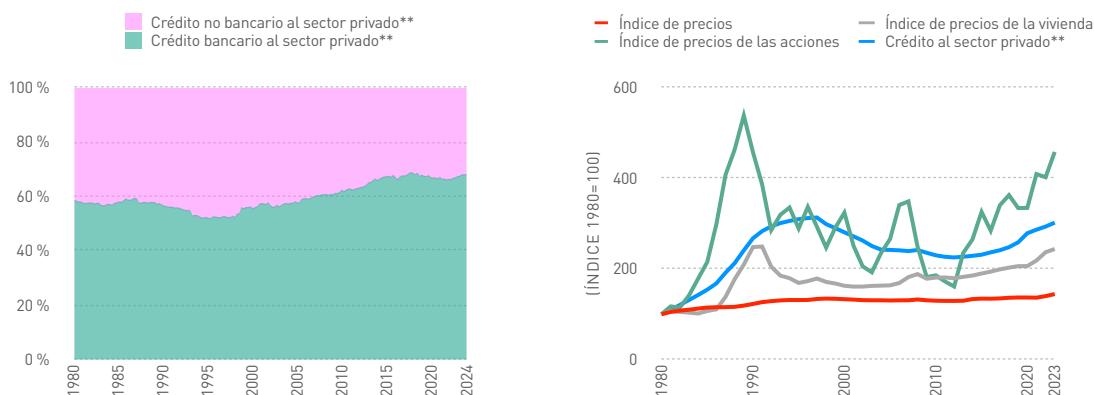
Por otra parte, el mercado de crédito japonés presenta en la actualidad un grado de bancarización relativamente alto, lo cual se ve reflejado en el peso del crédito bancario en la

Gráfica 1.3.8
Japón: variables de evolución de la actividad crediticia

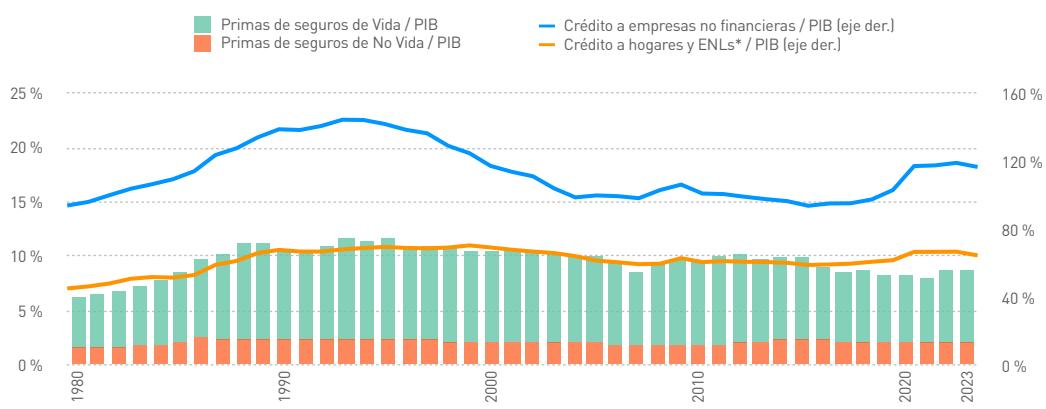
a) Evolución del crédito por componentes



b) Crédito al sector privado



c) Primas de seguros vs crédito al sector privado (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics/Haver Analytics y Swiss Re)

* ENLs (entidades no lucrativas; instituciones sin fines de lucro que prestan servicios a los hogares)

** Crédito a hogares y empresas

composición del crédito al sector privado (hogares y empresas) que, en 2023, representaba el 68,0%, siendo el peso del crédito privado no bancario del 32,0% (Gráfica 1.3.8-b). Al contrario de lo que ha sucedido en otros mercados desarrollados, el peso del crédito bancario en Japón ha venido creciendo desde la crisis inmobiliaria de mediados de los años noventa. La antes referida Gráfica 1.3.8, presenta igualmente una comparativa de la evolución del crédito al sector privado y otras magnitudes económicas que tienen, a su vez, una relación indirecta con la actividad aseguradora. Al respecto, destaca la fuerte corrección en la valoración de la vivienda desde la crisis de los años noventa del siglo pasado, la cual afectó también, como referencia, a la de la renta variable, que experimentó correcciones abruptas superiores a las de los activos inmobiliarios, siguiendo ambos indicadores una senda alineada con la evolución del crédito al sector privado.

Actividad aseguradora y componentes del crédito al sector privado

Por último, con el fin de comparar las dinámicas del crédito y de la actividad aseguradora en Japón, la referida Gráfica 1.3.8 muestra la evolución de los componentes del crédito a los hogares y a las empresas, comparada con el volumen de primas del sector asegurador, tanto del segmento de los seguros de Vida como en el de No Vida, magnitudes todas ellas en porcentaje sobre el PIB. De esta información se desprende que el comportamiento de las primas de seguros en el mercado japonés viene a seguir la senda de variación del crédito al sector privado (ambos medidos en porcentaje del PIB) en toda la serie analizada, tanto en lo que se refiere al crédito a los hogares como al sector corporativo no financiero, con la única excepción de los últimos cuatro años, en los que el PIB nominal experimentó fuertes contracciones y expansiones a consecuencia de la crisis económica provocada por la pandemia del Covid-19 que se trasladan a estos indicadores en diferente medida (Gráfica 1.3.8-c).

1.3.9 Corea del Sur

En el caso de Corea del Sur, este país ha desarrollado un sistema crediticio sólido y estable, que ha desempeñado un papel clave en

su modelo de crecimiento económico basado en la exportación. El crédito al sector privado, especialmente a las grandes corporaciones, es una de las características distintivas del sistema financiero surcoreano. Estas empresas utilizan el crédito para financiar su expansión orgánica, adquisiciones y proyectos de investigación y desarrollo, consolidando la posición del país como líder en tecnología y manufactura. Además, las políticas del gobierno han promovido el acceso al crédito para pequeñas y medianas empresas. Por otro lado, el crédito a los hogares también tiene un peso importante en la economía, impulsado por un auge en el mercado inmobiliario y el aumento de precios de bienes raíces en áreas urbanas, como Seúl. Así, las hipotecas representan una parte significativa del endeudamiento de los hogares, aunque el gobierno ha implementado regulaciones estrictas para evitar burbujas inmobiliarias y mantener la estabilidad del sistema financiero.

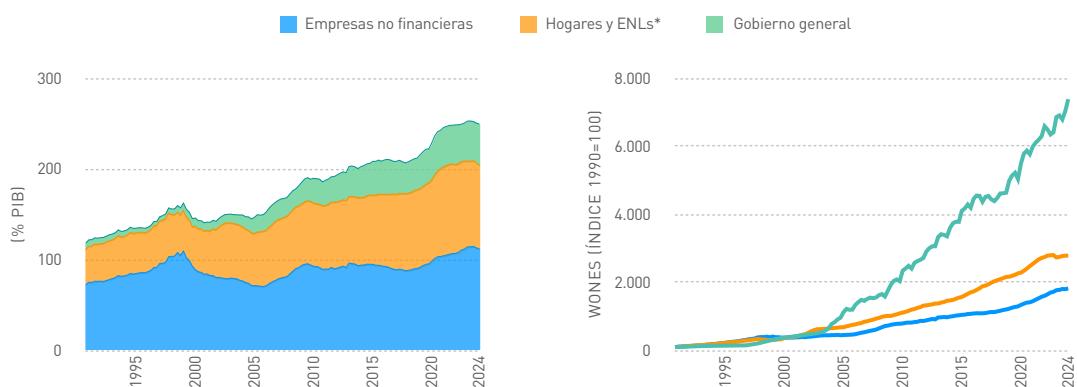
Evolución del crédito por componentes

La Gráfica 1.3.9 muestra una serie histórica, desde el año 1990, de la evolución del crédito al sector no financiero en porcentaje del PIB en Corea del Sur, desagregada en los tres grandes componentes del crédito: al gobierno, a los hogares (y otras entidades sin ánimo de lucro) y a las empresas (no financieras). De acuerdo con esta información, al cierre del año 2023, el peso de estas tres grandes partidas representaba un 44,0%, 93,6% y 113,0% del PIB, respectivamente (Gráfica 1.3.9-a). Esto supone que el crédito total del sector no financiero representaba en esa fecha el 250,6% del PIB coreano, frente al 119,0% de 1990. La característica más importante que destaca en esta composición del crédito en Corea del Sur, tiene que ver con el escaso peso relativo que tiene el crédito al sector público, sustancialmente inferior al de otras economías desarrolladas.

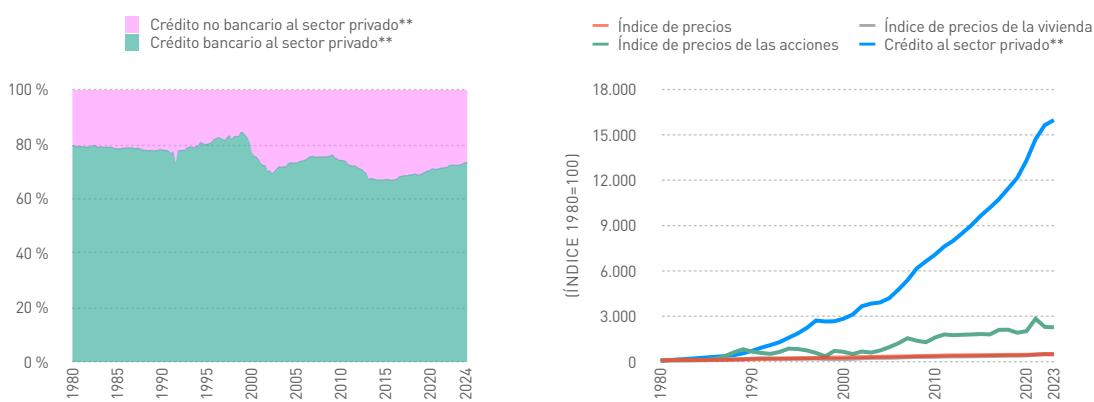
El análisis de la evolución de las tres grandes partidas del crédito, medida en un índice 1990=100, pone de relieve el gran dinamismo de todas ellas, pero particularmente del crédito al sector público a partir del inicio de este siglo, el cual, sin embargo, continúa teniendo un peso relativo pequeño si se compara con el del crédito al sector privado no financiero. De esta forma, el sector privado domina en la acumulación de crédito, alcanzando niveles

Gráfica 1.3.9
Corea del Sur: variables de evolución de la actividad crediticia

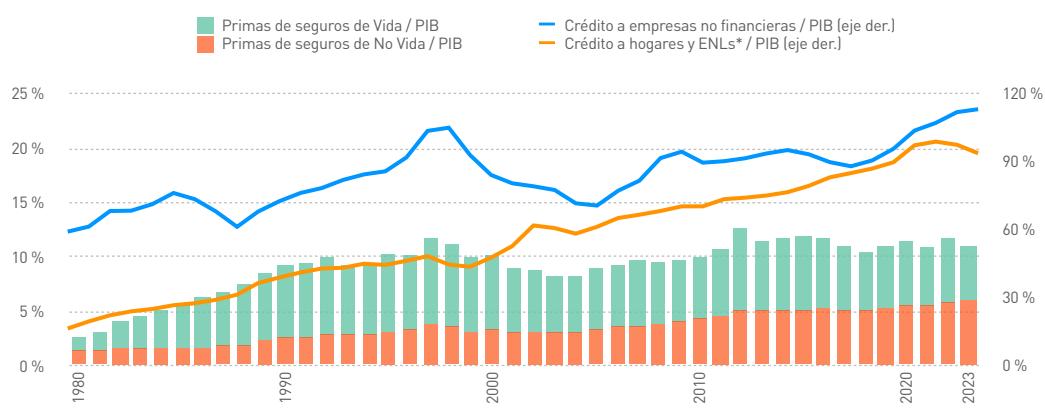
a) Evolución del crédito por componentes



b) Crédito al sector privado



c) Primas de seguros vs crédito al sector privado (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics/Haver Analytics y Swiss Re)

* ENLs (entidades no lucrativas; instituciones sin fines de lucro que prestan servicios a los hogares)

** Crédito a hogares y empresas

actuales del 204,2% del PIB en el primer trimestre de 2024. Esta cifra incluye el crédito tanto a empresas no financieras como a hogares. Es de destacar que el crédito en moneda local (el won) domina el sistema financiero surcoreano, lo que ha ayudado al país a mitigar los riesgos asociados con fluctuaciones cambiarias. No obstante, Corea del Sur también mantiene una participación significativa en los mercados financieros internacionales, utilizando el crédito en dólares para financiar proyectos estratégicos y operaciones comerciales.

Crédito al sector privado y nivel de bancarización

El mercado de crédito en Corea del Sur presenta en la actualidad un elevado grado de bancarización, lo cual se ve reflejado en el peso del crédito bancario en la composición del crédito al sector privado (hogares y empresas) el cual, en 2023, representaba el 73,4%, siendo el peso del crédito privado no bancario del 26,6%, porcentaje que, si bien se incrementó a finales de los años noventa, presenta en la actualidad niveles similares a los de principios de los años dos mil. Complementariamente, la Gráfica 1.3.9 ofrece una comparativa de la evolución del crédito al sector privado y otras magnitudes económicas que tienen a su vez una relación indirecta con la actividad aseguradora (a través de las sumas aseguradas y en sus carteras de inversiones). Destaca en este sentido el comportamiento en la valoración de la vivienda, alineado con el índice general de precios por las políticas antes comentadas, con un crecimiento inferior a la de la renta variable, muy lejos ambas de la senda de evolución del crédito al sector privado y más acompañado con el extraordinario crecimiento económico de Corea del Sur en ese período (Gráfica 1.3.9-b).

Actividad aseguradora y componentes del crédito al sector privado

Finalmente, con el propósito de comparar las dinámicas del crédito y de la actividad aseguradora en Corea del Sur, se analiza la evolución de los componentes del crédito a los hogares y a las empresas frente al volumen de primas del sector asegurador, tanto del segmento de Vida como en el de No Vida, magnitudes todas ellas en porcentaje sobre el PIB (Gráfica 1.3.9-c). Como puede observarse, el comportamiento de las primas de seguros en Corea del Sur venía siguiendo la senda del crédito al sector privado (ambos medidos en porcentaje del PIB), tanto por lo que se refiere al crédito al sector corporativo no financiero como al crédito a los hogares, hasta el año 2018, momento a partir del cual parecen haber comenzado a avanzar por sendas divergentes.

2. Desarrollo del mercado de capitales y sus efectos sobre la actividad crediticia

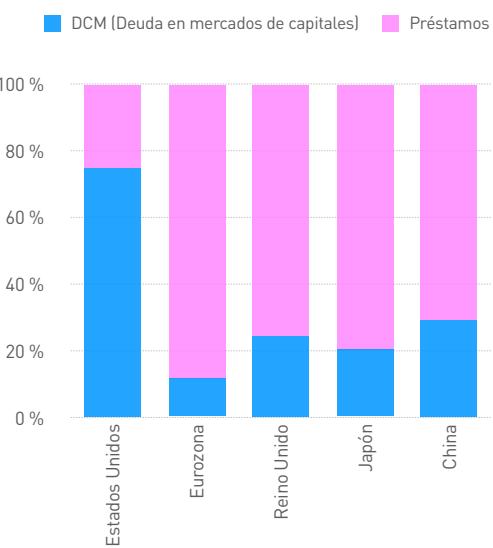
2.1 Crédito bancario y canales alternativos de financiación

El desarrollo del mercado de capitales resulta fundamental para facilitar el acceso a la financiación de los distintos agentes económicos (gobiernos, hogares y empresas); un ámbito en el que los intermediarios financieros bancarios suelen ser los principales protagonistas, como se ha podido comprobar en el análisis específico de los países seleccionados para efectos de este estudio. De esta forma, actualmente la originación de crédito constituye un proceso fundamental por medio del cual las entidades de crédito evalúan y otorgan préstamos, principalmente a los hogares y empresas. En el caso de los gobiernos y las grandes empresas, además del canal bancario, estos agentes económicos tienen acceso a la emisión directa de valores en el mercado de capitales, facilitando la financiación de grandes infraestructuras y proyectos de desarrollo que mejoran la productividad de la economía en su conjunto y generan empleo, estableciendo una base sólida para el crecimiento económico de largo plazo.

Estas diferencias en las formas de obtener financiación a través de los mercados de capitales están influenciadas, en buena medida, por idiosincrasias propias de naturaleza cultural, por el grado de desarrollo de las estructuras financieras de un país, y por el establecimiento de políticas económicas y fiscales orientadas a mejorar la infraestructura de estos mercados. Este nivel de desarrollo condiciona la dependencia bancaria, particularmente notable entre las pequeñas y medianas empresas (PYMES), que enfrentan mayores barreras de acceso a los mercados de valores, en comparación con las grandes empresas (véase la Gráfica 2.1-a)¹.

En un sistema bancarizado, los bancos evalúan y asumen el riesgo de los prestatarios, siendo la fuente de financiamiento predominante, como es el caso en la mayor parte de las economías del orbe. Estados Unidos es la gran

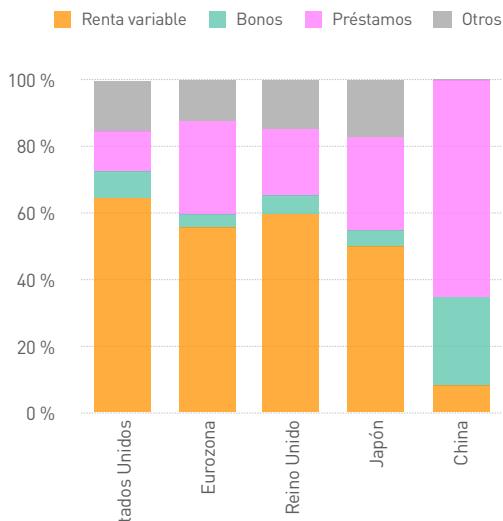
Gráfica 2.1-a
Economías seleccionadas: estructura de las fuentes de financiación (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de SIFMA)

excepción, con un sistema crediticio más orientado a los mercados de capitales donde una gran parte del financiamiento empresarial proviene directamente de los mercados financieros. El notable desarrollo del mercado de capitales en los Estados Unidos permite obtener financiación mediante emisiones, tanto de acciones como de bonos, en el mercado primario, con un profundo mercado secundario que facilita su liquidez, reduciendo la dependencia de los bancos mediante la diversificación de las fuentes de financiación, lo que ayuda a mitigar los riesgos de concentración. Por ejemplo, en Estados Unidos alrededor del 70-80% de la financiación empresarial se obtiene a través de estos mercados, mientras que en Europa el crédito bancario sigue siendo una de las vías predominantes, aunque actualmente existe una iniciativa que trata de promover la Unión de Mercados de Capitales de la Unión Europea para reducir la dependencia bancaria. Por otro lado, el alto grado de

Gráfica 2.1-b
Economías seleccionadas: tipos de fuentes de financiación (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de SIFMA)

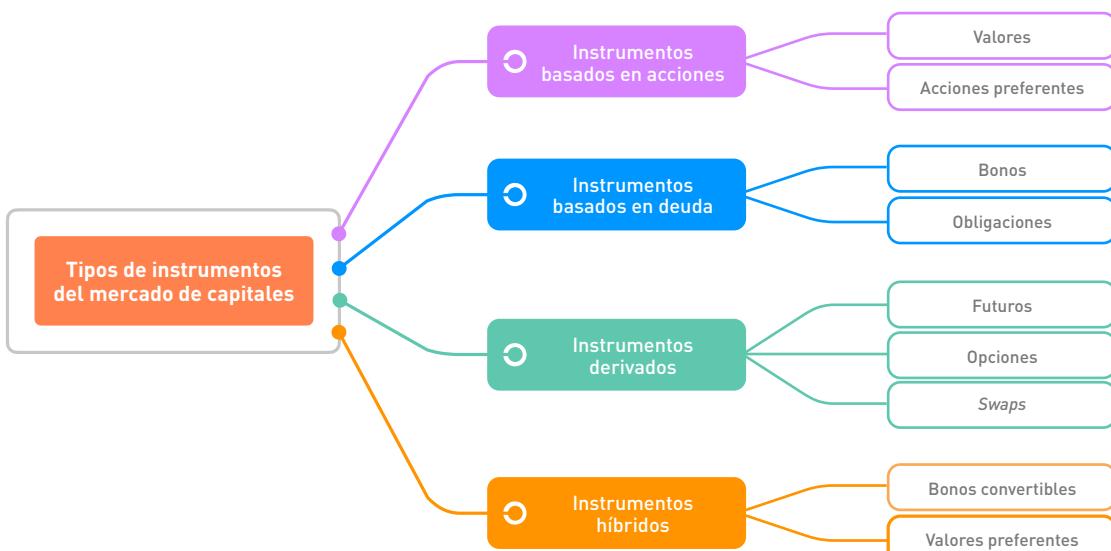
desarrollo del mercado de capitales en los Estados Unidos, está facilitando la integración global de los mercados financieros conectando con inversores de todas las regiones del mundo, tanto en el mercado primario como en

el secundario, y cuyo único límite se encuentra en la propia gestión de riesgos, incluido el riesgo de los tipos de cambio (véase la Gráfica 2.1-b).

En los sistemas financieros bancarizados, como los de Europa, las entidades bancarias son las principales intermediarias que transforman depósitos en préstamos, evaluando el riesgo de los prestatarios y asumiéndolo en sus balances. Así, en Alemania, Francia, Italia o España, la bancarización ha sido el eje central de la financiación, especialmente para las PYMES y sectores como el inmobiliario. Por su parte, en el caso de los Estados Unidos, el nivel de desarrollo es tal que el acceso al mercado de capitales no es solo un recurso disponible para los gobiernos y las grandes empresas, sino que cuenta con una infraestructura de mercado que permite el acceso a otros actores de menor tamaño y a inversores minoristas. Cabe puntualizar que el acceso a financiación a través de los mercados de capitales incluye una amplia variedad de instrumentos financieros (véase la Gráfica 2.1-c).

Los instrumentos basados en capital, como las *acciones*, otorgan derechos de propiedad a los inversores, quienes se benefician de dividendos y la revalorización del valor de las acciones, en su caso, corriendo el riesgo de las

Gráfica 2.1-c
Tipología de instrumentos del mercado de capitales



Fuente: Fondo Monetario Internacional

potenciales caídas de valor. Estos instrumentos son esenciales para financiar el crecimiento de empresas, particularmente en sectores de alta innovación. Las acciones preferentes, por su parte, combinan características de capital y deuda, ofreciendo a los inversores un retorno adicional por medio de flujos de caja conocidos como dividendos, pero entregando el derecho a voto. Además, los mercados financieros ofrecen instrumentos híbridos, como los *bonos convertibles*, que combinan las características de capital y deuda. Los bonos convertibles, por ejemplo, permiten a los inversores o a los emisores convertirlos en acciones bajo ciertas condiciones, proporcionando flexibilidad tanto para el emisor como para los inversores.

En el caso de los instrumentos de deuda, como los *bonos* y las *obligaciones*, se ofrece a las empresas y gobiernos la posibilidad de captar fondos, comprometiéndose a devolverlos con intereses en un plazo determinado. Los bonos, por ejemplo, pueden ser emitidos por gobiernos, empresas o entidades municipales para financiar proyectos específicos. Las obligaciones, aunque similares, suelen ser instrumentos no asegurados, lo que las hace más dependientes de la solvencia del emisor.

Los mercados financieros modernos también incluyen derivados y productos exóticos o complejos, como las *opciones* y *futuros*, que son esenciales para gestionar riesgos y aportan cierta flexibilidad. Las opciones permiten a los inversores pactar un precio de compra o venta de un activo, a un precio específico en el futuro, mientras que los futuros obligan a las partes a cumplir con la operación en una fecha futura acordada. Estos instrumentos son cruciales para protegerse contra fluctuaciones en los precios de materias primas, divisas o activos financieros, mejorando la estabilidad de los mercados.

Por último, es de destacar que, desde la crisis financiera de 2008, la financiación no bancaria (también conocida como “*shadow banking*”) juega un papel relevante como fuente alternativa al crédito tradicional, permitiendo a los grandes inversores institucionales, como los fondos de inversión, fondos de pensiones, aseguradoras y plataformas de financiación colectiva, adquirir valores que canalizan recursos hacia la economía real a través de pro-

ductos como obligaciones de préstamos collateralizados (CLOs) y titulizaciones. Estos instrumentos tienen un papel relevante en el sistema financiero, ya que permite a los originadores de crédito la posibilidad de movilizarlo, aumentando su capacidad de continuar ofreciendo crédito sin comprometer su estabilidad.

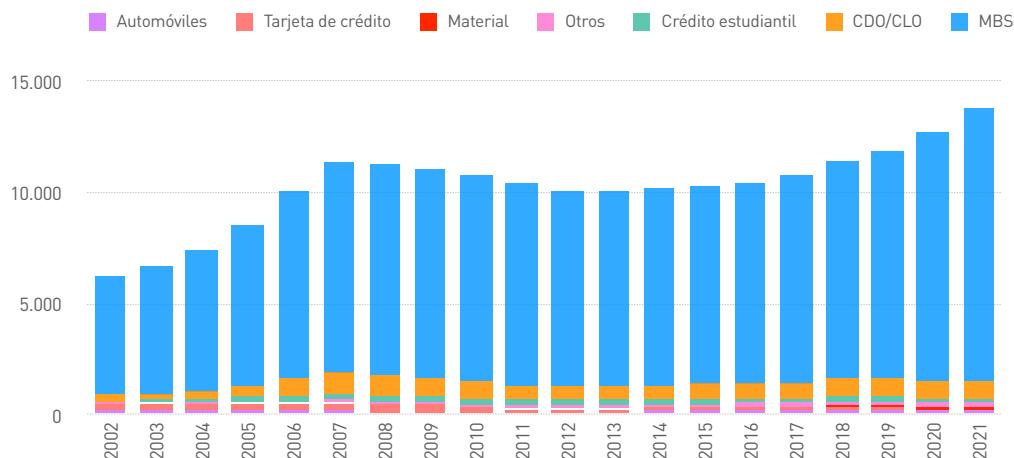
2.2 La titulización como medio para expandir el crédito

La *titulización* es un proceso a través del cual se permite a los bancos convertir préstamos en valores negociables, facilitando su venta a inversores. Con este proceso, los bancos pueden liberar su capital y generar liquidez para expandir el crédito e incrementar la participación y acceso a nuevos participantes a través de los mercados de capitales, diversificando así sus fuentes de fondos.

La identificación y agrupación de activos en la titulización hace posible que los bancos puedan seleccionar activos ilíquidos que generen ingresos periódicos, como hipotecas y créditos al consumo, y a entidades públicas transformarlos en valores negociables. Estos activos se eligen en función de criterios clave (flujos de efectivo predecibles, homogeneidad en características como el tipo de préstamo, plazos y niveles de riesgo, entre otros), además de gozar de un historial de bajo incumplimiento, factores todos que forman un producto relativamente atractivo para los inversores.

En el proceso de titulización, el banco crea un Vehículo de Propósito Especial (SPV), que consiste en una entidad independiente donde alojar esos activos y emitir los títulos respaldados por estos. Esta estructura permite que los activos permanezcan fuera del balance de la entidad bancaria originadora del préstamo y goza de ciertos beneficios: (i) *aislamiento de riesgos* (los activos transferidos al SPV están protegidos de los riesgos financieros del banco y viceversa); (ii) *reducción de requerimientos de capital* (el banco mejora sus ratios de capital, liberando recursos para otros créditos), y (iii) *emisión de títulos* (el SPV puede emitir títulos respaldados por los activos, ofreciendo una estructura segura y atractiva para inversores; la transferencia de activos al SPV permite

Gráfica 2.2-a
Estados Unidos: titulizaciones
 (millardos de USD)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de SIFMA)

separar los riesgos del banco, y a través de cláusulas de “sin recurso” y protección contra quiebra, los activos quedan resguardados en caso de problemas financieros del banco).

En la estructuración de estos títulos, el “pooling” es otra característica del proceso, la cual consiste en generar agrupaciones por nivel de riesgo, diversificando el mismo y permitiendo el acceso a participantes con diferentes perfiles y necesidades. Como garantía, y antes de la emisión, estos tramos son evaluados por agencias de calificación, lo que ayuda a los inversores a saber el encaje de estos productos con sus necesidades por maximizar el binomio rentabilidad-riesgo. Al mismo tiempo, la titulización permite a los bancos optimizar sus costes de capital, al no ver aumentada su deuda directamente en el balance.

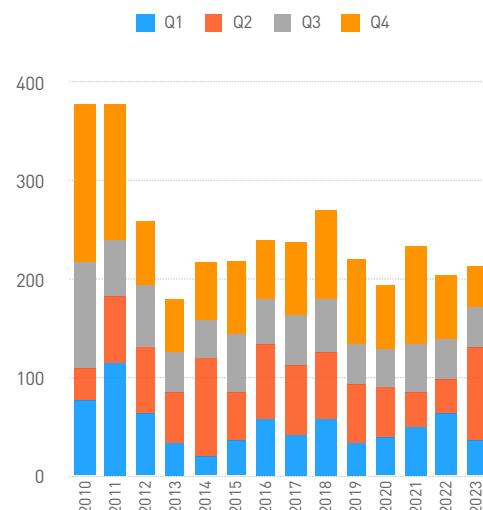
Tras la titulización, y aunque los activos (créditos) se transfieren a un SPV, el banco o una entidad gestora suele seguir administrando estos activos, cobrando los pagos de los prestatarios y recibiendo una comisión por su labor. Esto permite al banco mantener ingresos adicionales y conservar la relación con los prestatarios. Para asegurar el pago a los tramos prioritarios, el SPV suele implementar ciertas mejoras crediticias: (i) *reservas de efectivo* (fondos adicionales que cubren posibles déficits); (ii) *sobrecolateralización* (valor de activos superior al total de los títulos emitidos,

creando un “colchón” de protección), y (iii) *subordinación de tramos* (en caso de pérdidas, primero las absorbe el tramo *junior*, luego el *mezzanine* y, finalmente, el tramo *senior*).

En los Estados Unidos, la titulización ha estado dominada por los valores respaldados por hipotecas (Mortgage Backed Securities, MBS), particularmente los emitidos por agencias gubernamentales como Fannie Mae y Freddie Mac. En 2021 (últimos datos disponibles), las emisiones totales de valores de renta fija en los Estados Unidos alcanzaron los 13,4 billones de dólares, con los MBS representando una proporción mayoritaria. Aunque la participación de los títulos respaldados por activos (Asset Backed Securities, ABS) ha sido menor, estos productos han seguido siendo una herramienta clave para financiar activos como préstamos estudiantiles, automotrices y tarjetas de crédito (véase la Gráfica 2.2-a).

En clave europea, los productos titulizados incluyen instrumentos respaldados por activos (ABS), hipotecas residenciales (RMBS) y comerciales (CMBS), préstamos a PYMES y bonos corporativos. Según datos de la Asociación Europea de Mercados Financieros (AFME), las emisiones de titulización alcanzaron su punto máximo en 2008, superando los 400 mil millones de euros, impulsadas principalmente por el auge del sector inmobiliario. La composición de los productos titulizados en

Gráfica 2.2-b
Europa: emisión de productos titulizados (millones de euros)

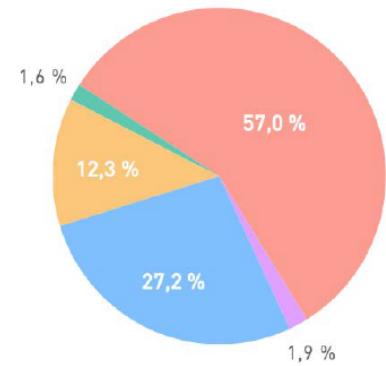


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de AFME)

Gráfica 2.2-c
Europa: estructura de emisión de bonos garantizados por tipo de colateral

ABS
CMBS
SME

CDO/CLO
RMBS
Corporate



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de AFME)

Europa también ha evolucionado con el tiempo. Aproximadamente el 51,7% de los bonos emitidos está respaldado por hipotecas residenciales (RMBS), mientras que el 16,6% corresponde a préstamos corporativos, y el resto incluye otros activos, como créditos al consumo y préstamos a PYMES. Este panorama destaca la importancia de la titulización en la financiación de sectores clave de la economía, al mismo tiempo que refleja la necesidad de gestionar adecuadamente los riesgos asociados a estos productos (véanse las Gráficas 2.2-b y 2.2-c).

Por contextualizar, hasta el año 2008, la titulización en Europa, y particularmente en España, creció significativamente, impulsada por la expansión del mercado inmobiliario y la estrategia de los bancos de reducir sus balances. Los bancos emitieron títulos respaldados por activos (MBS y ABS) para atraer inversores extranjeros y diversificar sus fuentes de financiación sin depender de los depósitos. Esto les permitió mejorar su estructura de capital al trasladar los activos titulizados fuera del balance, reduciendo así los requisitos de capital bajo la regulación de Basilea II².

Sin embargo, esta práctica también incentivó un "riesgo moral", ya que algunos bancos re-

lajaron los criterios de aprobación de créditos al transferir el riesgo a los compradores de los títulos. La crisis financiera de 2008 expuso las vulnerabilidades de estos productos, especialmente en aquellos vinculados a hipotecas "subprime" en Estados Unidos, provocando una caída en la confianza y en la liquidez. Ello afectó fuertemente a los bancos europeos y, particularmente a las entidades bancarias españolas, restringiendo su financiación y contribuyendo a la crisis del sector inmobiliario y bancario en ese país.

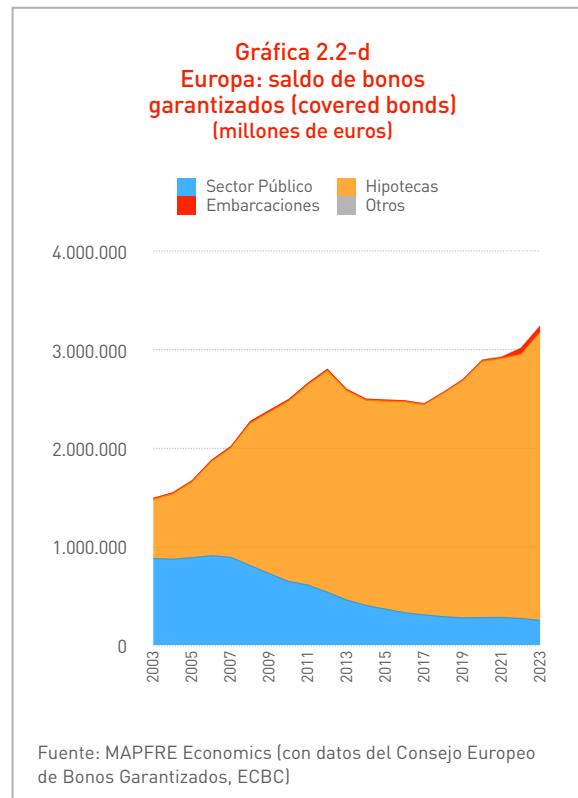
A nivel europeo, la crisis llevó a una pérdida masiva de valor en los productos titulizados, reduciendo drásticamente la demanda. La falta de transparencia y la complejidad de estos productos aumentaron la aversión al riesgo. En respuesta, se introdujeron regulaciones más estrictas, como Basilea III y disposiciones de la Autoridad Bancaria Europea (EBA), que elevaron los requisitos de capital y exigieron a los bancos retener una parte del riesgo. Esto motivó también que se incrementasen sustancialmente las cargas de capital exigidas a las entidades aseguradoras europeas por la inversión en este tipo de valores, bajo el régimen de Solvencia II, que posteriormente se han ido reduciendo por categorías que cum-

plan ciertos requisitos de elegibilidad en función de su menor riesgo³.

Además, el mercado financiero europeo presenta una particularidad, conocida como bonos garantizados o *covered bonds*. Se trata de instrumentos de deuda ampliamente utilizados en Europa, respaldados por un conjunto de activos específicos (principalmente hipotecas y, en menor medida, préstamos al sector público), que ofrecen a los inversores una doble garantía: la del emisor y la del *pool* de activos que actúan como colateral. Esto los convierte en una herramienta segura y eficiente para captar recursos en los mercados de capitales. A nivel global, Europa lidera tanto en la emisión como en el saldo pendiente de *covered bonds*. Según datos del Consejo Europeo de Bonos Garantizados (ECBC), en 2023, el saldo total de estos instrumentos alcanzó los 3,26 billones de euros. La mayor parte de los *covered bonds* está vinculada a hipotecas, representando en torno al 90% de los activos colaterales; el resto se compone principalmente de préstamos al sector público, destacando la diversificación que estos bonos ofrecen a los inversores (véase la Gráfica 2.2-d).

En términos de países, Francia es líder global, con un saldo pendiente de 468.467 millones de euros, seguido de Dinamarca y Alemania, con 465.342 y 400.250 millones de euros, respectivamente. Estos países han consolidado sus mercados de *covered bonds* como un pilar de la financiación inmobiliaria, permitiendo a los bancos ofrecer hipotecas a tasas competitivas y plazos largos. En particular, España ocupa el quinto lugar de esa clasificación con un saldo pendiente de 214.875 millones de euros, reflejando su dependencia de estos instrumentos para financiar el sector inmobiliario, particularmente durante el auge previo a la crisis de 2008 (véase la Gráfica 2.2-e).

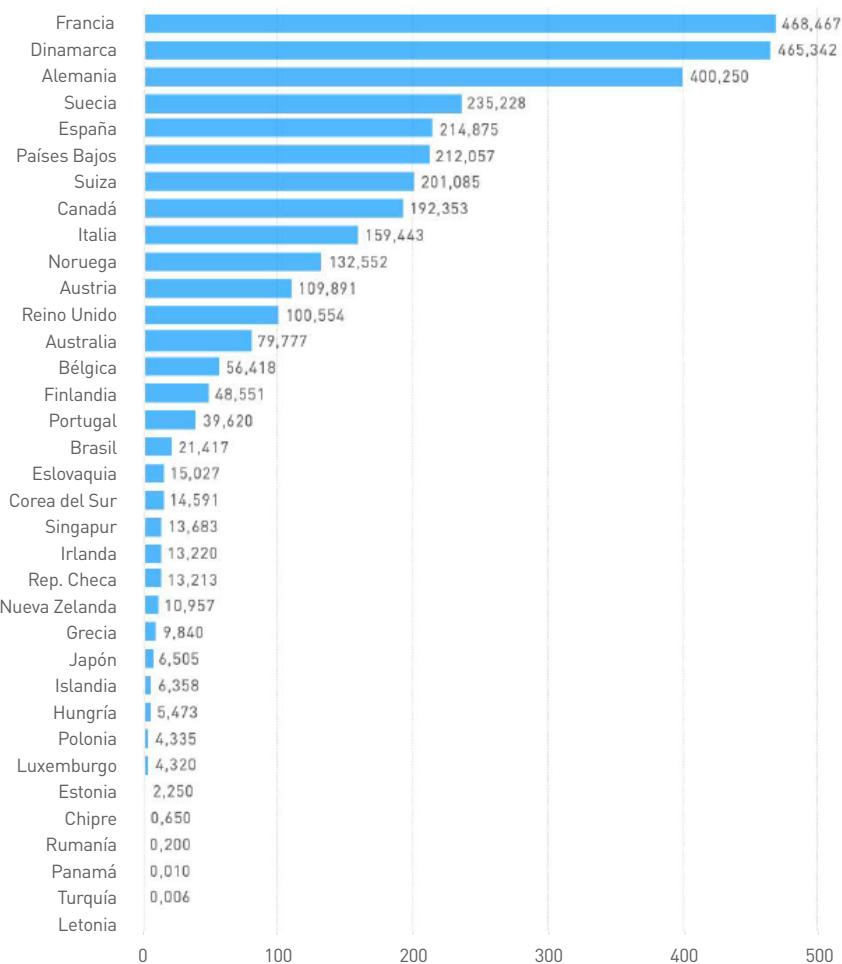
Desde el año 2003, el saldo total de *covered bonds* ha mostrado un crecimiento constante, con una ligera desaceleración tras la crisis financiera de 2008. Este descenso se debió a la disminución en la confianza de los inversores y a los ajustes regulatorios implementados para reforzar la transparencia y la calidad de los activos subyacentes. Sin embargo, a partir de 2015, la emisión de estos instrumentos ha vuelto a ganar tracción, impulsada por la demanda de productos seguros y la necesi-



dad de los bancos de diversificar sus fuentes de financiación. Su estructura los hace atractivos para una amplia gama de inversores institucionales, como aseguradoras y fondos de pensiones, que buscan productos con bajo riesgo y retornos estables. A diferencia de otros instrumentos de titulización, los activos subyacentes permanecen en el balance del emisor, lo que significa que los inversores tienen acceso a dos niveles de protección: (i) los flujos de efectivo generados por el *pool* de activos, y (ii) el respaldo del emisor.

La importancia de los *covered bonds* en Europa radica también en su rol como herramienta de política económica. En momentos de estrés financiero, los bancos centrales europeos, incluido el Banco Central Europeo (BCE), han utilizado estos instrumentos como parte de sus programas de compra de activos. Esto no solo ha ayudado a mantener la liquidez en los mercados, sino también a reducir el costo del crédito hipotecario y estimular la inversión en el sector inmobiliario. Las directivas de la Unión Europea exigen estrictos criterios de calidad para los activos colaterales, altos niveles de transparencia y protección para los inversores. Este enfoque ha permitido a los *covered bonds* mantener su posición como uno de los

Gráfica 2.2-e
Países seleccionados: saldo de bonos garantizados (covered bonds), 2023
(millardos de euros)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Consejo Europeo de Bonos Garantizados, ECBC)

instrumentos más seguros y confiables del sistema financiero.

En síntesis, en comparación con otros instrumentos de deuda, los *covered bonds* tienen un rol destacado en economías desarrolladas con sistemas hipotecarios consolidados. Mientras que en Estados Unidos y en el Reino Unido predominan los valores respaldados por hipotecas (MBS) emitidos por agencias gubernamentales, en la Unión Europea, los *covered bonds* ofrecen una alternativa más estructurada y regulada, con menores riesgos asociados a la calidad de los activos y la estructura del mercado, lo que se traduce en menores requerimientos de capital regulatorio, particu-

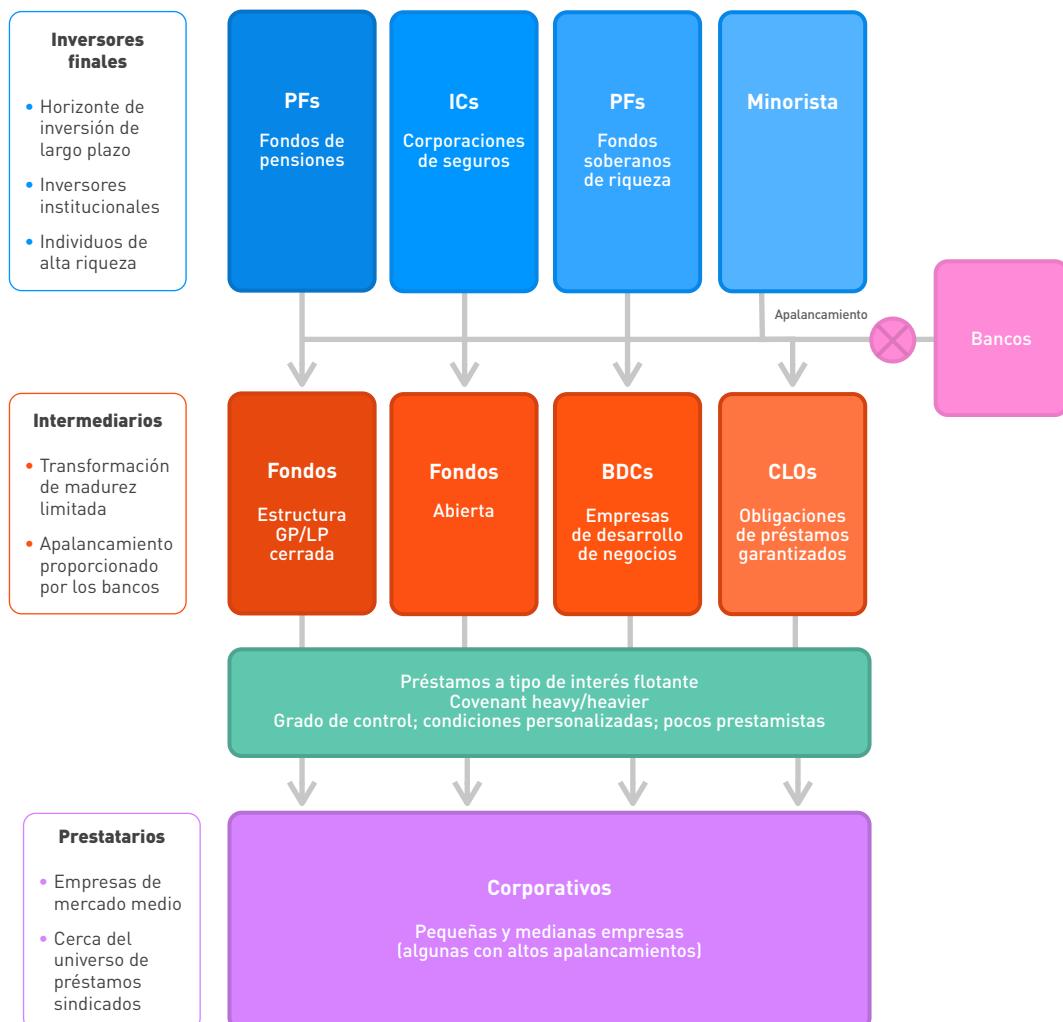
larmente para las inversiones de las entidades aseguradoras. A medida que el mercado global de *covered bonds* continúa evolucionando, su potencial de crecimiento en economías emergentes se presenta como una oportunidad clave. Países como Brasil, China y México están explorando la adopción de marcos regulatorios similares al europeo, lo que podría expandir significativamente el uso de estos instrumentos para financiar infraestructuras críticas y proyectos inmobiliarios.

2.3 Mercados privados de deuda y de capital

Un componente del sistema de financiación no bancaria relevante para la financiación de las PYMES es el denominado “*private equity*” y el correlativo “*private debt*”, que conectan a los inversores institucionales, como fondos de pensiones y aseguradoras, con empresas que buscan capital para crecer. Este modelo de inversión es especialmente relevante para *startups*, empresas en expansión y sectores estratégicos como la tecnología y la energía renovable. El *private equity* y el *private debt*

proporcionan no solo financiación, sino también experiencia estratégica y recursos de gestión, lo que puede mejorar la productividad y competitividad de las empresas receptoras y su rápida expansión si su modelo de negocio funciona en el mercado. Además, estrategias como el capital riesgo (*venture capital*) y las adquisiciones apalancadas (*leveraged buyouts*) permiten financiar desde etapas tempranas hasta procesos de reestructuración empresarial. Por sus características, el *private equity* suele reducir el coste de financiación y, por lo tanto, ser más rentable para las compañías a largo plazo en comparación con la emisión de deu-

Gráfica 2.3
Mercado privado de crédito (*private debt*)



Fuente: Fondo Monetario Internacional
GP = socios generales; LP = socios limitados

da, y por eso es una alternativa tan explorada por compañías pequeñas o medianas (véase la Gráfica 2.3).

2.4 La Unión de Mercados de Capitales en la Unión Europea

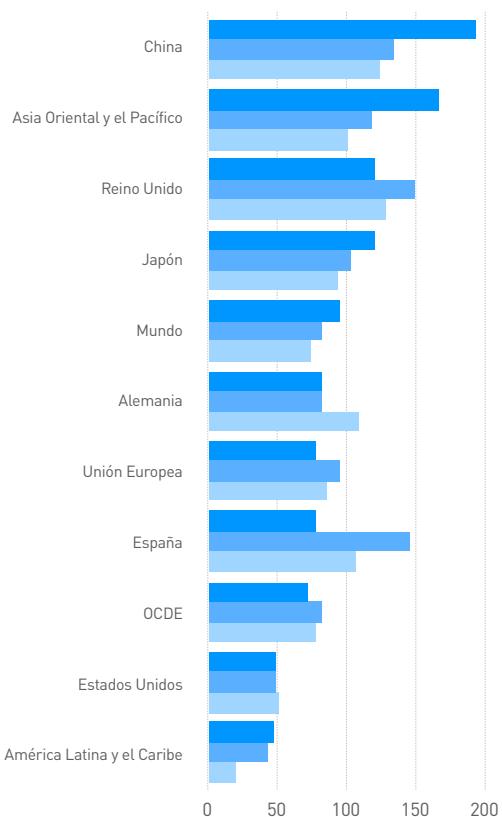
Como se ha señalado en los anteriores apartados, el sistema financiero europeo se caracteriza porque depende en gran medida del crédito bancario. Al cierre del primer trimestre de 2024, en la Eurozona el crédito al sector privado (hogares y empresas) representaba el 150,4% del PIB, siendo el 82,9% crédito doméstico procedente del sector bancario. Por su parte, en los Estados Unidos, donde el acceso a mercados de capitales está mucho más desarrollado, estos porcentajes eran del 149,9% y 48,9% del PIB, respectivamente, fenómeno que es igualmente evidente cuando se compara con otros países y regiones del mundo (véase la Gráfica 2.4-a).

Esto limita las opciones de financiación de empresas y hogares en la Unión Europea, especialmente de las PYMES, que enfrentan mayores restricciones para crecer y adaptarse, al no disponer de fuentes alternativas en la misma medida que ocurre en los Estados Unidos, especialmente en épocas de crisis financiera, cuando el crédito bancario suele contraerse. La crisis financiera global de 2008 evidenció las vulnerabilidades de este modelo, ya que la restricción del crédito afectó gravemente a la economía europea.

Para abordar este problema, la Unión Europea ha decidido impulsar una iniciativa para desarrollar la denominada Unión del Mercado de Capitales (CMU) con el objetivo de ampliar y diversificar las fuentes de financiación, reduciendo la dependencia de los bancos. Se trata de una iniciativa compleja que avanza lentamente y con una integración todavía limitada de los mercados de capitales, que reduce la competitividad del bloque frente a regiones como Estados Unidos. La ausencia de una alternativa sólida en el mercado de capitales europeo limita la capacidad de sus empresas para obtener los fondos necesarios para innovar y expandirse, afectando a la capacidad de Europa para atraer y retener a empresas innovadoras y de alto crecimiento, lo que las lleva a buscar financiación en el extranjero o inclu-

Gráfica 2.4-a
Países seleccionados: crédito doméstico al sector privado por parte de los bancos (% PIB)

■ 2023 ■ 2013 ■ 2003



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Mundial)

so a reubicar sus operaciones en mercados de capitales más desarrollados, como el estadounidense. Esto representa una pérdida importante de potencial innovador y competitividad para la Unión Europea, así como una fuga de talento y capital que podría fortalecer el ecosistema económico europeo. Por otro lado, el lento desarrollo de la CMU también implica que Europa pierde oportunidades en el ámbito de las finanzas sostenibles, un sector clave para la Unión Europea y sus objetivos climáticos. Sin un mercado de capitales unificado, la capacidad de emitir bonos sostenibles de manera uniforme y accesible se ve limitada, afectando al financiamiento de proyectos de transición ecológica y digital, esenciales para el Pacto Verde Europeo, entre otros proyectos. En conjunto, estos desafíos subrayan la urgencia de avanzar hacia una mayor inte-

gración del mercado de capitales europeo, ya que la falta de progreso no solo debilita la competitividad económica de la región, sino que también limita su capacidad de respuesta ante crisis y su habilidad para sostener un crecimiento a largo plazo⁴.

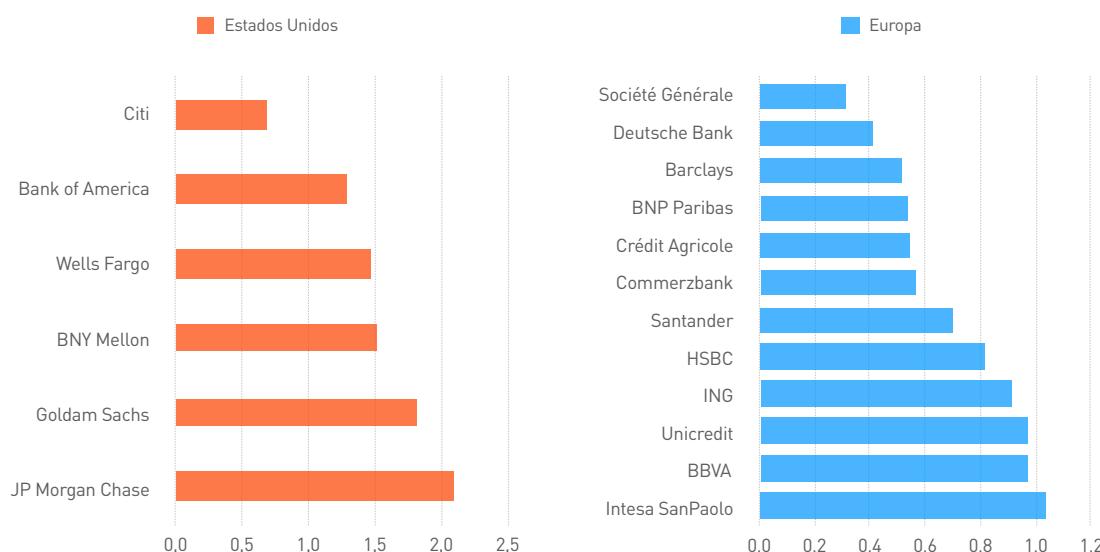
Unión Bancaria en la Unión Europea

La unión bancaria en la Unión Europea es otra medida clave para construir un bloque más integrado, seguro y competitivo, especialmente en un contexto donde los riesgos financieros y las crisis locales pueden tener repercusiones a nivel regional. La iniciativa de la Unión Bancaria surgió igualmente a raíz de la crisis financiera de 2008, cuando se hizo evidente la necesidad de un sistema que pudiera manejar de manera conjunta los problemas financieros de los países miembros, evitando que crisis bancarias aisladas afectaran negativamente al conjunto de la economía de la Eurozona. Con este propósito, la Unión Europea estableció tres pilares fundamentales: el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), el Mecanismo Único de Resolución (MUR) y el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS), siendo este último pilar el que está todavía pendiente de desarrollo.

En el sentido opuesto, en los Estados Unidos, el sistema bancario se beneficia de un marco de regulación y supervisión altamente consolidado. Tanto la Reserva Federal como la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC), proporcionan un entorno unificado y estable en el cual los bancos operan con la confianza de contar con un respaldo institucional fuerte, reforzado con los mecanismos de estabilidad financiera para riesgos sistémicos mejorados, a raíz de la crisis de Lehman Brothers. La FDIC asegura los depósitos de forma homogénea en todos los estados, lo que reduce considerablemente el riesgo de pánico bancario en tiempos de crisis, ya que los depositantes tienen garantizados sus fondos hasta un monto específico, garantías que aumenta la estabilidad y confianza en el sistema bancario estadounidense.

Durante la última crisis provocada por la pandemia, los bancos de Estados Unidos se beneficiaron de la capacidad de la Reserva Federal para proporcionar liquidez inmediata y respaldo a través de mecanismos de emergencia. La consolidación del sistema bancario estadounidense ha permitido la creación de bancos grandes y diversificados que pueden ofrecer servicios financieros integrados y competir eficazmente en el mercado global. Los bancos

Gráfica 2.4-b
Estados Unidos y Europa: ratio precio/valor en libros de bancos



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

europeos, en cambio, se ven limitados en su capacidad de expansión y de generar economías de escala, lo cual afecta a su rentabilidad y los hace menos atractivos para los inversores en el mercado de capitales (véase la Gráfica 2.4-b).

Por último, cabe señalar que la creación de la Unión Fiscal y la de un bono paneuropeo, también conocido como "eurobono" o "safe asset", son otros aspectos pendientes de desarrollo que se estima podrían ayudar a la integración financiera y estabilidad económica de la Unión Europea.

Mercados emergentes

Finalmente, en cuanto a la bancarización en mercados emergentes y países en vías de desarrollo, es un propósito que requiere mejoras en la infraestructura financiera, educación y tecnología, superando barreras como la falta de acceso físico a servicios financieros, la baja conectividad digital y la desconfianza en el sistema. El establecimiento de redes de sucursales, agentes correspondentes y plataformas de pagos digitales accesibles, además de simplificar los requisitos de apertura de cuentas y diseñar productos financieros inclusivos, entre otros factores, son elementos importantes que deben tenerse en consideración en estos mercados.

En este sentido, países como la India, Brasil o México, han logrado importantes avances. Brasil ha ampliado significativamente su red de agentes, vinculando programas sociales a cuentas bancarias, mientras que México ha apostado por la expansión de pagos digitales. Ambos países están significativamente avanzados en la bancarización en comparación con otros países en vías de desarrollo que se encuentran en una etapa inicial, y han logrado implementar infraestructuras financieras más robustas, como redes extensas de correspondentes bancarios y plataformas digitales interoperables, destacando herramientas como PIX en Brasil y CoDi en México. Además, han promovido regulaciones que facilitan la apertura de cuentas básicas y fomentan la digitalización de los pagos.

3. Ciclos de crédito y riesgos para el sector financiero y asegurador

3.1 Ciclos de crédito y crisis económicas

La expansión del crédito al sector privado (hogares y empresas) tiene un efecto beneficioso para la actividad aseguradora, especialmente en los mercados emergentes y en desarrollo, como se ha podido comprobar en el apartado inicial de este estudio. No obstante, la actividad crediticia no está exenta de riesgos dado que un crecimiento excesivo y acelerado del crédito, unido a la relajación de los criterios para su concesión, puede desencadenar o agravar las crisis económicas, en virtud de la reacción de las instituciones financieras en estas situaciones restringiendo la concesión de crédito, lo que suele conllevar correcciones importantes en el precio de los activos, prolongando y profundizando, a su vez, la crisis económica inicial.

Esta es una situación que se ha vivido en mercados como el japonés en la década de los años noventa y, posteriormente, en los Estados Unidos, cuyos primeros indicios aparecieron en 2007 desencadenando una crisis en los años posteriores con la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Esta crisis, de consecuencias globales, afectó de manera particularmente severa a la economía española que acumulaba una serie de vulnerabilidades en su sector inmobiliario y bancario en aquellos años, los cuales terminaron trasladándose a la deuda soberana no solo española sino también de otros países periféricos de la Eurozona, desembocando, en 2011 y 2012, en la peor crisis sufrida por el euro desde su creación.

Uno de los indicadores empleados para conocer el momento del ciclo crediticio en el que se encuentra una determinada economía es la denominada “brecha de crédito”, que mide las desviaciones del crédito en relación con el PIB, respecto de su media histórica de largo plazo (“*credit to GDP gap*”). Este ratio es utilizado, entre otros indicadores, por los supervisores bancarios para valorar riesgos sistemáticos y determinar las exigencias del

colchón anticíclico a las entidades de crédito, siguiendo la metodología del Banco de Pagos Internacionales (BIS)⁵. Analizando una serie histórica de la brecha de crédito al sector privado, a los hogares y a corporaciones no financieras en los tres países mencionados que han sufrido una crisis derivada de un exceso de crédito (Japón, Estados Unidos y España), puede observarse que estas crisis económicas afectaron a variables que tienen una relación directa con la actividad aseguradora, como es la construcción de nuevas viviendas, el precio de los inmuebles o la nueva matriculación de vehículos, además de los efectos en el PIB nominal y el consumo privado, los cuales tienen igualmente repercusiones negativas sobre la actividad aseguradora.

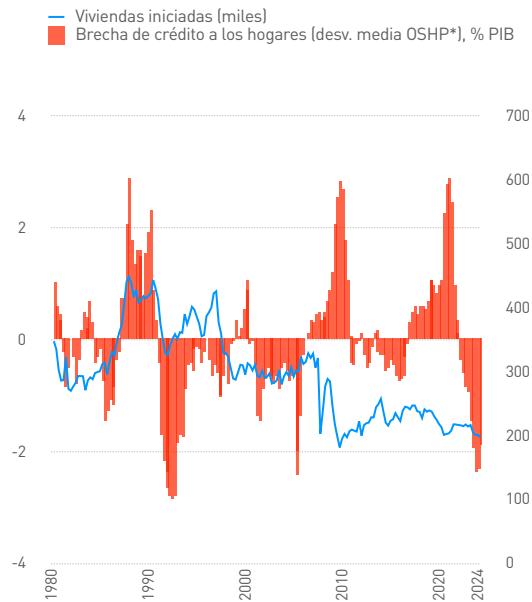
3.1.1 Japón

En Japón, se puede apreciar el ciclo expansivo del crédito que tuvo lugar a finales de los años ochenta y principios de los noventa del siglo pasado, con una amplia brecha de crédito positiva (“*credit to GDP gap*”) tanto a los hogares como al sector corporativo. Durante los años ochenta, una combinación de bajos tipos de interés, políticas monetarias laxas y un exceso de confianza en la continuidad del crecimiento económico llevaron a un aumento acelerado de los precios de los terrenos y de la vivienda, especialmente en áreas metropolitanas como Tokio, alimentada por la creencia de que los precios inmobiliarios nunca bajarían⁶. Bancos e instituciones financieras expandieron fuertemente el crédito con garantía hipotecaria de terrenos y viviendas cuyas valoraciones no dejaban de aumentar, y las empresas invirtieron fuertemente en bienes inmuebles recurriendo al endeudamiento, lo que generó una nueva subida de los precios de estos activos y de todos los precios en general, provocando una espiral inflacionista.

Ante esta situación, a principios de los años noventa, el Banco de Japón comenzó a aumentar las tasas de interés para controlar la inflación, lo que provocó una abrupta corrección

Gráfica 3.1.1
Japón: brecha de crédito vs variables relevantes

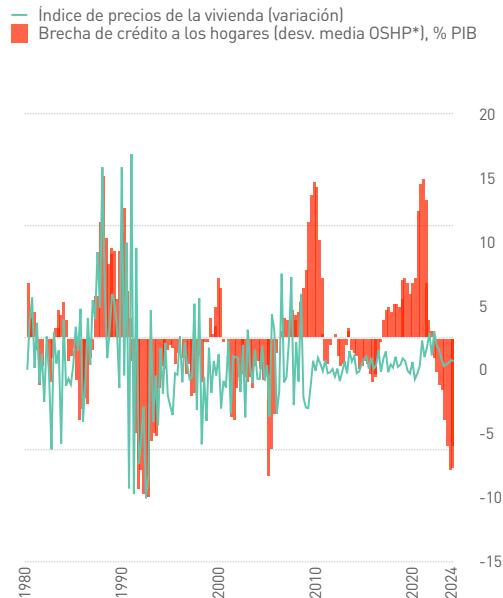
BRECHA DE CRÉDITO A LOS HOGARES VS VIVIENDAS INICIADAS



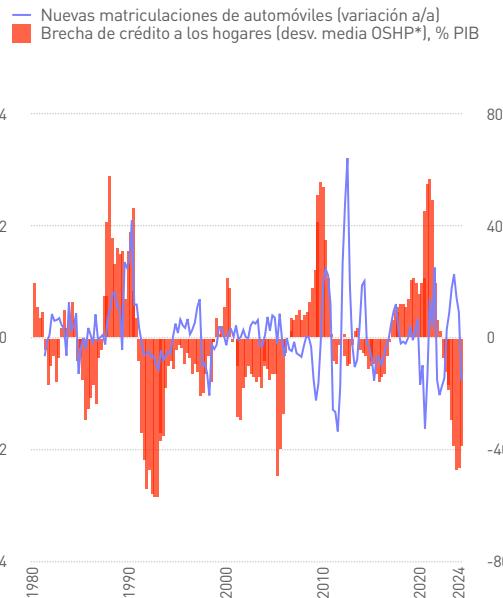
BRECHA DE CRÉDITO A LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS VS VIVIENDAS INICIADAS



BRECHA DE CRÉDITO A LOS HOGARES VS PRECIOS DE LA VIVIENDA



BRECHA DE CRÉDITO A LOS HOGARES VS NUEVAS MATRICULACIONES DE AUTOMÓVILES



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS y OEF/Haver)

ción de los precios de los activos. El mercado inmobiliario se desplomó dejando a las entidades bancarias, corporaciones no financieras y a los particulares con enormes deudas y activos devaluados, lo que frenó la nueva construcción de viviendas, tras la brusca contracción del crédito, desencadenando una profunda recesión económica que duró una década y tuvo consecuencias a largo plazo para la economía japonesa (véase la Gráfica 3.1.1).

3.1.2 Estados Unidos

La crisis inmobiliaria estadounidense de 2007-2008 tuvo igualmente su origen en la expansión descontrolada del crédito y en la especulación en el mercado inmobiliario. Durante años, los bajos tipos de interés y la laxitud en la concesión de hipotecas, especialmente las conocidas como "*subprime*", impulsaron una burbuja inmobiliaria. Millones de personas, incluso con bajos ingresos y un historial crediticio deficiente, accedieron a préstamos hipotecarios, creyendo que los precios de las viviendas seguirían subiendo indefinidamente. Muchos de estos créditos fueron titulizados y vendidos a inversores institucionales y minoristas de todo el orbe, gracias al profundo desarrollo del mercado de capitales de los Estados Unidos.

Este recalentamiento del mercado inmobiliario terminó trasladándose al resto de la economía, generando una espiral inflacionista, como sucedió en Japón a principios de los años noventa del siglo pasado. Así, cuando la Reserva Federal comenzó a subir los tipos de interés de política monetaria en 2004 para controlar la inflación, muchos propietarios se vieron incapaces de pagar sus hipotecas, lo que provocó un aumento masivo de las ejecuciones hipotecarias. El valor de las viviendas se desplomó, arrastrando consigo a bancos e instituciones financieras que habían invertido en productos derivados respaldados por estas hipotecas. El resultado fue una crisis de liquidez que se extendió rápidamente por todo el sistema financiero global, desencadenando la que terminó por denominarse la Gran Recesión (véase la Gráfica 3.1.2).

3.1.3 España

Otra crisis económica que tuvo su origen en un exceso del crédito es la crisis inmobiliaria en

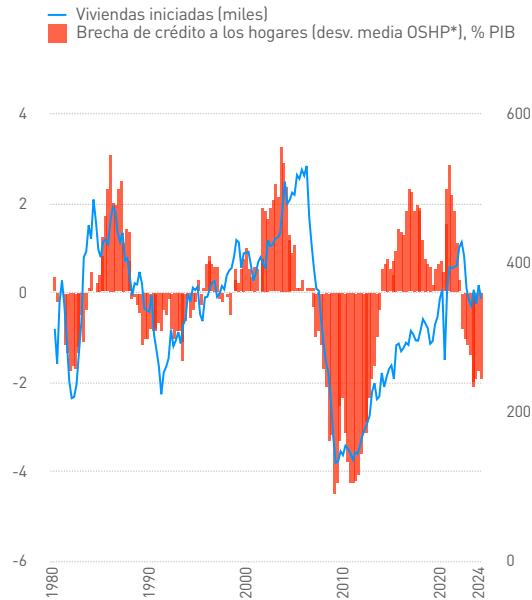
España, con su punto álgido entre 2007-2008 y que se prolongó hasta 2011-2012, enlazando con la crisis de la deuda soberana en la Eurozona, una réplica regional derivada de la Gran Recesión, con su epicentro en el mercado inmobiliario de los Estados Unidos. La crisis inmobiliaria española fue el resultado de una burbuja especulativa en el sector de la construcción que se venía gestando prácticamente desde finales de los años noventa, en la que tuvo igualmente su influencia la fuerte expansión del crédito a principios de los años 2000, con la entrada de España en el euro. Factores como la facilidad de acceso al crédito, los bajos tipos de interés y la creciente demanda, tanto interna como externa, provocaron un aumento desmesurado de los precios y de la nueva construcción de viviendas, cuyo número aumentaba a un ritmo desorbitado con recurso al crédito, a menudo en zonas con poca demanda real, generándose expectativas de que los precios seguirían subiendo de forma indefinida.

El detonante que motivó la crisis en España fue el de la crisis financiera global de 2008. El crédito se encareció, la demanda se contrajo y los precios comenzaron a caer. Miles de hogares se vieron incapaces de pagar sus hipotecas, lo que provocó un aumento de las ejecuciones hipotecarias y agravó la crisis. El sector de la construcción, motor de la economía española durante años, se desplomó, arrastrando consigo a otros sectores y provocando un fuerte aumento del desempleo.

La crisis inmobiliaria tuvo un profundo impacto en la economía española y, desde entonces, no ha vuelto a recuperarse el ritmo de construcción de nuevas viviendas del momento álgido del ciclo crediticio que desencadenó la crisis posterior (véase la Gráfica 3.1.3). Como resultado de esta, se produjo una reestructuración y concentración bancaria en la siguiente década, la cual cambió totalmente el panorama del sector bancario y también del asegurador, con la práctica desaparición de las entidades bancarias de menor tamaño, particularmente de las cajas de ahorro (algunas de ellas centenarias), junto con la proliferación de acuerdos de distribución de productos aseguradores a través de las redes de oficinas bancarias.

Gráfica 3.1.2
Estados Unidos: brecha de crédito vs variables relevantes

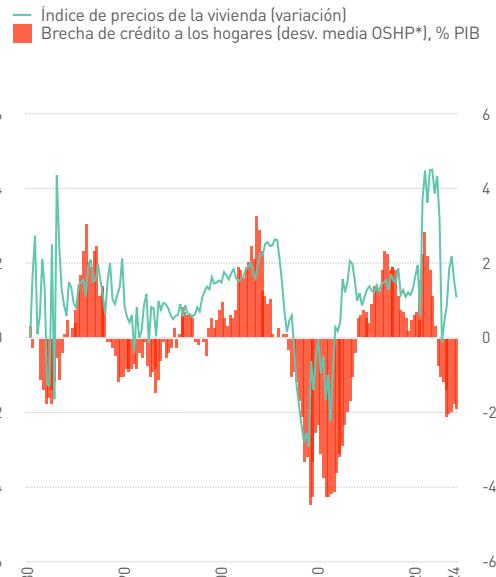
BRECHA DE CRÉDITO A LOS HOGARES VS VIVIENDAS INICIADAS



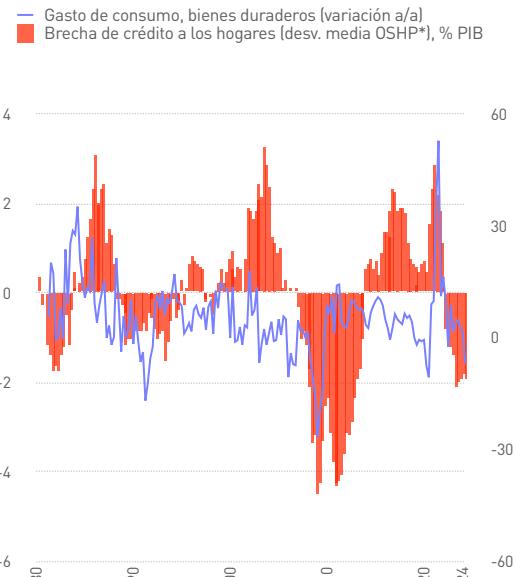
BRECHA DE CRÉDITO A LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS VS VIVIENDAS INICIADAS



BRECHA DE CRÉDITO A LOS HOGARES VS PRECIOS DE LA VIVIENDA



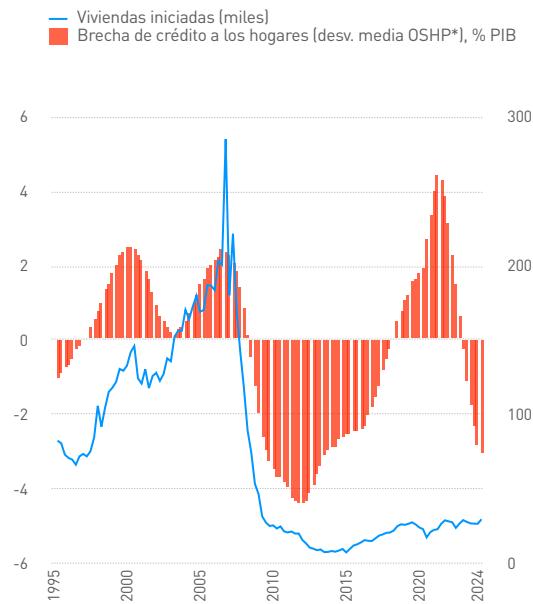
BRECHA DE CRÉDITO A LOS HOGARES VS GASTO DE CONSUMO EN BIENES DURADEROS



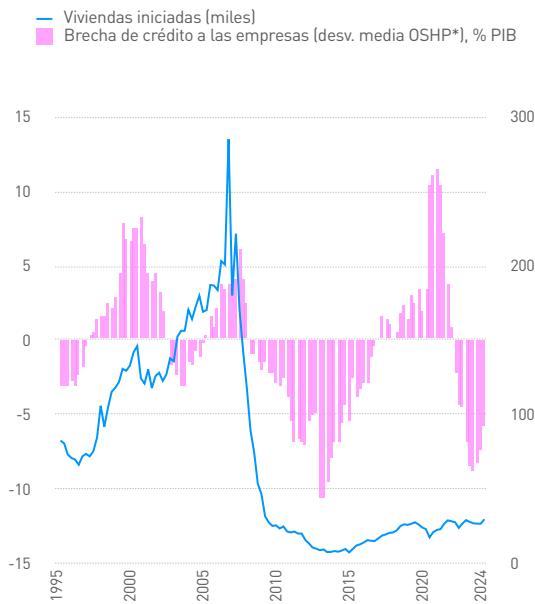
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS y OEF/Haver)

Gráfica 3.1.3
España: brecha de crédito vs variables relevantes

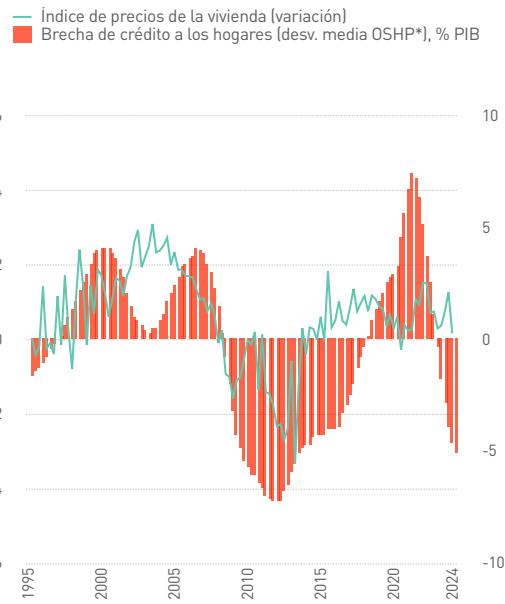
BRECHA DE CRÉDITO A LOS HOGARES VS VIVIENDAS INICIADAS



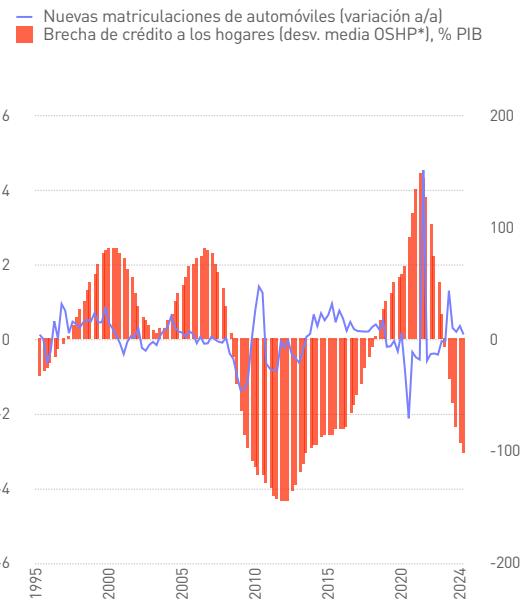
BRECHA DE CRÉDITO A LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS VS VIVIENDAS INICIADAS



BRECHA DE CRÉDITO A LOS HOGARES VS PRECIOS DE LA VIVIENDA



BRECHA DE CRÉDITO A LOS HOGARES VS GASTO DE CONSUMO EN BIENES DURADEROS



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS y OEF/Haver)

3.2 Situación actual del ciclo de crédito en las principales economías a nivel global

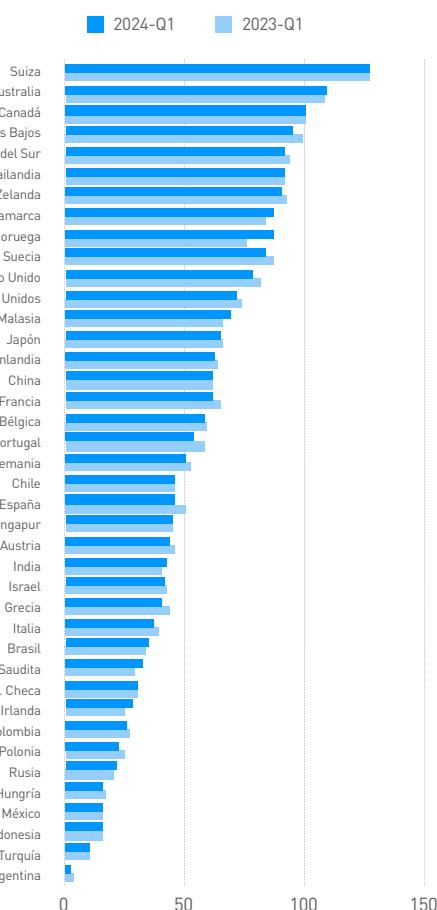
3.2.1 Peso de los componentes del crédito respecto al PIB

A la hora de valorar el riesgo desde el punto de vista crediticio de las distintas economías, es necesario considerar tanto el nivel de la deuda de los países en relación con el tamaño de su economía, como el momento del ciclo crediticio en el que se encuentran, teniendo en cuenta su comparativa con la media histórica de largo plazo de esos indicadores (brecha de crédito respecto al PIB). Las Gráfica 3.2.1-a a 3.2.1-d y la Tabla 3.2.1, presentan

una comparativa desagregada para cada uno de los componentes del crédito (a gobiernos, hogares y empresas), con relación a su PIB, para un conjunto de economías seleccionadas.

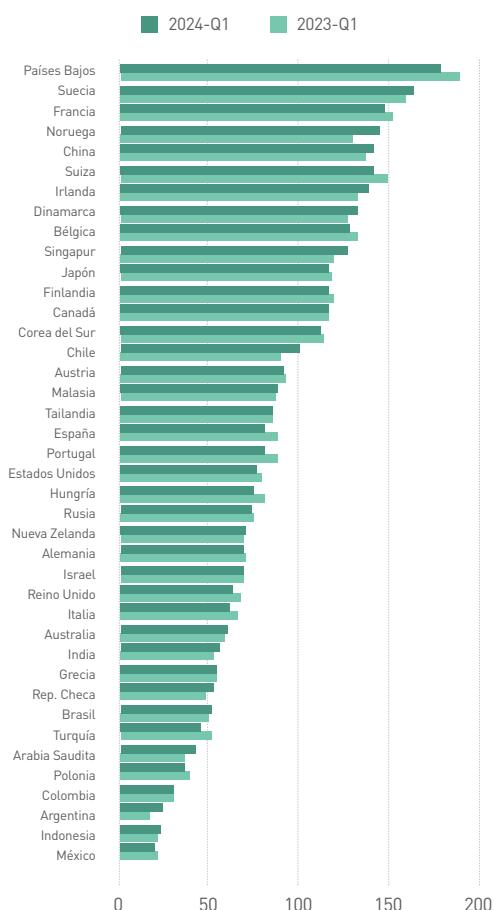
Como se desprende de la referida información, las economías emergentes y países en desarrollo suelen presentar ratios de crédito respecto al PIB sustancialmente inferiores a los mercados desarrollados, los cuales cuentan con unos mercados de capitales y una calificación crediticia superior, lo que permite a sus economías mantener mayores niveles de endeudamiento sin generarles, en principio, problemas de estabilidad financiera. No obstante, como se ha podido comprobar en el análisis previo, una expansión del crédito

Gráfica 3.2.1-a
Países seleccionados: crédito a los hogares y ENLs (% PIB)

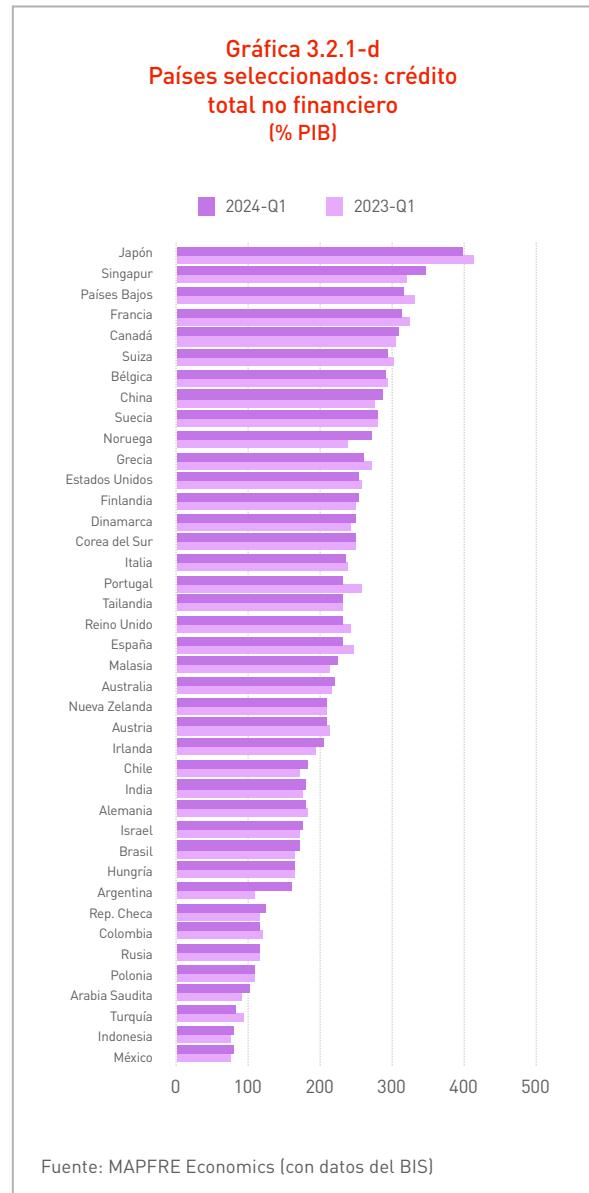
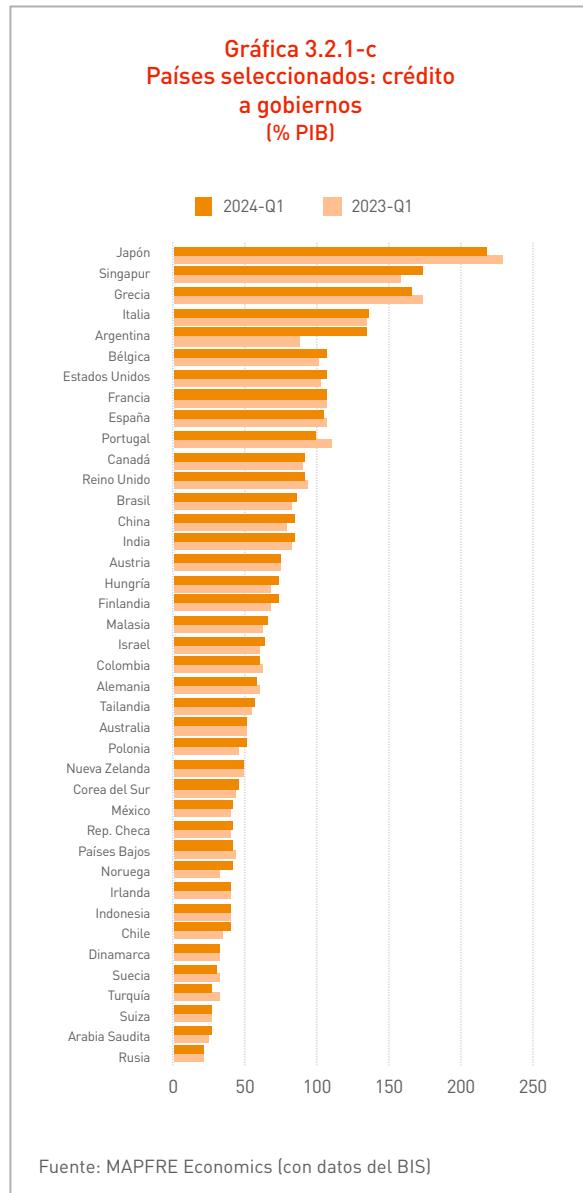


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS)

Gráfica 3.2.1-b
Países seleccionados: crédito a empresas no financieras (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS)



acelerada ha generado crisis económicas profundas también en estos mercados, y de consecuencias globales. Por este motivo, se hace necesario completar el análisis con otros indicadores que pueden anticipar, en mayor o menor medida, la génesis de crisis financieras con origen en una expansión excesiva y acelerada del endeudamiento de los gobiernos, hogares y empresas, como son las brechas de crédito (*“credit to GDP gap”*), medidas como la desviación de los ratios de crédito respecto al PIB de su media histórica de largo plazo.

3.2.2 Ciclo crediticio: brechas de crédito

Los ciclos crediticios tienen gran relevancia para la economía y, por extensión, para el sec-

tor asegurador, ya que afectan a variables que tienen una relación directa con la actividad aseguradora como es la construcción de nuevas viviendas, el precio de los inmuebles o la nueva matriculación de vehículos, además de los efectos en el PIB nominal y el consumo privado que tienen igualmente repercusiones sobre los niveles de la demanda de aseguramiento. En la Tabla 3.2.2 se muestra el estado actual del ciclo de crédito de las principales economías mundiales al cierre del primer trimestre de 2024, desde el punto de vista del riesgo para las referidas economías y, correlativamente, para su sector asegurador.

Tabla 3.2.1
Países seleccionados: componentes del crédito

	Crédito a los hogares y ENLs		Crédito a las empresas no financieras		Crédito a los gobiernos		Crédito total (sector no financiero)	
	2023-Q1		2024-Q1		2023-Q1		2024-Q1	
	% PIB	2023-Q1	% PIB	2024-Q1	% PIB	2023-Q1	% PIB	2024-Q1
1 Argentina	3.9	3.5	1 México	21.6	20.5	1 Rusia	21.1	21.2
2 Turquía	11.3	10.5	2 Indonesia	22.7	24.0	2 Arabia Saudita	24.0	26.8
3 México	16.1	16.4	3 Argentina	18.1	25.3	3 Suiza	26.7	27.0
4 Indonesia	16.0	16.4	4 Colombia	31.5	30.6	4 Turquía	32.2	27.4
5 Hungría	18.1	16.6	5 Polonia	39.9	36.8	5 Suecia	32.3	30.5
6 Rusia	20.8	22.2	6 Arabia Saudita	37.3	43.5	6 Dinamarca	31.7	32.0
7 Polonia	25.1	23.4	7 Turquía	51.9	45.6	7 Chile	34.6	39.0
8 Colombia	27.8	26.9	8 Brasil	50.7	52.1	8 Indonesia	38.9	39.1
9 Irlanda	24.9	28.7	9 Rep. Checa	48.3	53.9	9 Irlanda	39.3	39.3
10 Rep. Checa	31.0	30.6	10 Grecia	55	54.4	10 Noruega	41.5	33.1
11 Arabia Saudita	29.6	33.4	11 India	52.9	55.8	11 Países Bajos	44.1	41.8
12 Brasil	34.1	35.3	12 Australia	59.3	60.3	12 Rep. Checa	39.5	42.0
13 Italia	39.6	37.3	13 Italia	65.8	62.6	13 México	40.4	42.1
14 Grecia	44.3	41.3	14 Reino Unido	67.6	63.4	14 Corea del Sur	44.1	45.4
15 Israel	43.1	42.0	15 Israel	69.0	69.0	15 Nuevo Zelandia	48.1	49.0
16 India	40.5	42.7	16 Alemania	71.2	69.2	16 Polonia	44.8	50.2
17 Austria	46.6	43.8	17 Nueva Zelanda	69.7	70.3	17 Australia	50.6	50.4
18 Singapur	45.3	45.6	18 Rusia	75.1	73.8	18 Tailandia	53.9	56.0
19 España	50.4	46.0	19 Hungría	81.6	76.0	19 Alemania	60.7	58.7
20 Chile	46.2	46.2	20 Estados Unidos	79.9	76.8	20 Colombia	62.8	60.5
21 Alemania	53.1	50.8	21 España	88.5	81	21 Israel	60.3	64.6
22 Portugal	59.0	54.5	22 Portugal	89.2	81	22 Malasia	61.8	65.6
23 Bélgica	59.6	58.3	23 Tailandia	86.0	85.9	23 Finlandia	67.6	72.4
24 Francia	65.1	61.6	24 Malasia	87.1	89.5	24 Hungría	67.8	72.7
25 China	62.2	62.6	25 Austria	93.6	91.8	25 Austria	74.1	74.3
26 Finlandia	64.6	63.6	26 Chile	90.9	99.9	26 India	82.5	83.7
27 Japón	66.8	65.3	27 Corea del Sur	114.2	112.2	27 China	84.7	84.7
28 Malasia	66.4	69.5	28 Finlandia	119.7	117.4	28 Brasil	81.6	85.5
29 Estados Unidos	74.2	72.1	29 Canadá	117.3	117.4	29 Reino Unido	93.9	90.7
30 Reino Unido	82.6	78.8	30 Japón	118.3	117.4	30 Canadá	89.4	84.0
31 Suecia	87.5	83.9	31 Singapur	119.5	126.7	31 Portugal	110.2	98.7
32 Noruega	76.0	87.5	32 Bélgica	133.3	128.8	32 España	106.8	105.4
33 Dinamarca	84.1	88.1	33 Dinamarca	126.7	132.5	33 Francia	106.5	105.9
34 Nueva Zelanda	93.1	91.3	34 Irlanda	132.9	139.3	34 Estados Unidos	103.6	106.2
35 Tailandia	91.6	91.8	35 Suiza	149.1	142	35 Bélgica	101.3	106.5
36 Corea del Sur	94.4	92.0	36 China	137.9	142.5	36 Argentina	87.7	133.5
37 Países Bajos	100.3	94.9	37 Noruega	130.2	144.4	37 Italia	134.6	135.6
38 Canadá	100.6	101.4	38 Francia	152.8	147.8	38 Grecia	173.6	165.8
39 Australia	109.3	110.3	39 Suecia	159.7	164.5	39 Singapur	174.2	165.8
40 Suiza	127.3	127.7	40 Países Bajos	189.1	179.2	40 Japón	228.8	216.9

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS)

Tabla 3.2.2
Países seleccionados: brechas de crédito

		Brecha de crédito a los hogares (desv. media OSHP ^a), % PIB		Brecha de crédito a las empresas (desv. media OSHP ^a), % PIB		Brecha de crédito a los gobiernos (desv. media OSHP ^a), % PIB		Brecha de crédito total (sector n.t.) (desv. media OSHP ^a), % PIB	
		Var. 2023-2024	2024-01	Var. 2023-2024	2024-01	Var. 2023-2024	2024-01	Var. 2023-2024	2024-01
1	Argentina	0,0	-0,1	4,4	3,2	24,1	19,2	28,5	22,3
2	Irlanda	3,9	4,7	17,9	13,1	6,8	2,8	28,6	20,6
3	Noruega	16,0	6,4	13,9	6,8	7,6	4,2	37,5	17,3
4	Dinamarca	10,1	4,5	7,9	6,8	5,7	0,5	23,7	11,8
5	República Checa	0,8	-0,8	6,2	5,3	0,8	1,5	7,8	6,0
6	China	0,5	-1,7	-0,7	6,0	0,8	0,9	0,6	5,2
7	Chile	0,4	0,0	13,6	3,5	4,3	1,1	18,3	4,7
8	Singapur	3,6	0,9	15,8	-0,7	2,2	2,7	21,6	3,0
9	Arabia Saudita	2,7	1,2	5,6	1,5	4,1	-1,2	12,5	1,5
10	Polonia	2,7	-0,7	0,3	-1,2	7,2	3,3	10,2	1,3
11	India	0,8	0,4	0,6	2,9	1,8	-2,0	3,1	1,2
12	Bélgica	1,1	-1,5	4,5	-1,5	13,2	4,2	18,8	1,2
13	Australia	4,8	0,9	3,7	2,1	3,2	-1,9	11,6	1,1
14	Brasil	0,0	0,2	1,9	0,0	7,0	0,4	8,9	0,6
15	Malasia	4,2	0,5	7,4	-0,5	2,3	0,3	13,9	0,3
16	Rusia	0,5	0,0	0,2	0,4	-1,4	-0,3	-0,8	0,1
17	Israel	-0,2	-1,2	0,5	-0,5	9,4	1,6	9,8	-0,1
18	Méjico	0,3	0,1	1,2	-0,7	1,3	0,5	2,8	-0,1
19	Finlandia	1,3	-1,2	-0,4	-1,7	6,4	2,4	7,3	-0,5
20	Indonesia	0,7	0,1	2,3	0,6	0,8	-1,7	3,8	-1,0
21	Nueva Zelanda	1,2	-2,4	2,4	1,5	-0,3	-1,1	3,3	-2,0
22	Canadá	3,2	-1,0	4,0	-2,0	10,3	-0,4	17,6	-3,4
23	Austria	0,8	-2,4	2,2	-1,9	8,2	0,7	11,3	-3,5
24	Hungría	0,2	-1,5	-3,6	-5,9	5,7	3,1	2,3	-4,3
25	Colombia	1,0	-1,1	0,8	-0,5	1,5	-3,9	3,4	-5,5
26	Estados Unidos	0,2	-1,9	0,6	-2,8	8,3	-0,9	9,1	-5,6
27	Italia	0,4	-1,8	1,4	-2,2	13,3	-1,7	15,1	-5,6
28	Suecia	0,9	-3,3	16,1	-2,6	1,8	-0,2	18,7	-6,1
29	Alemania	0,0	-2,2	0,1	-2,4	4,1	-1,8	4,2	-6,4
30	Tailandia	1,1	-2,3	0,3	-2,7	-0,4	-2,0	1,0	-6,9
31	Corea del Sur	0,4	-4,9	-5,5	-3,5	0,3	0,6	-4,8	-7,7
32	Suiza	2,4	-1,0	-2,0	-8,5	1,3	0,6	1,7	-8,9
33	Países Bajos	1,3	-2,6	7,1	-6,2	3,7	-0,2	12,1	-8,9
34	Reino Unido	1,0	-2,8	2,1	-2,4	13,7	-4,0	16,8	-9,2
35	España	-1,9	-3,0	2,7	-5,7	13,3	-2,3	14,0	-11,1
36	Francia	-0,9	-3,5	3,3	-6,5	8,6	-1,9	11,0	-12,0
37	Turquía	0,7	-0,3	4,4	-6,7	-0,1	-5,4	5,0	-12,4
38	Portugal	0,7	-2,5	1,2	-5,2	6,5	-6,6	8,3	-14,3
39	Grecia	4,0	-1,9	4,4	-2,2	11,9	-10,2	20,3	-14,3
40	Japón	-0,5	-1,9	-0,3	-4,1	-3,9	-8,8	-4,7	-14,9

De acuerdo con estos indicadores, la economía de Argentina sería la que más riesgo presenta en cuanto a la situación de su ciclo de crédito, básicamente por la elevada brecha en el crédito al sector público, 19,2 puntos porcentuales del PIB por encima de su media histórica de largo plazo al cierre del primer trimestre de 2024. Le siguen Irlanda, Noruega y Dinamarca, por la elevada brecha que presentan tanto en el crédito a los hogares como a las empresas no financieras, con porcentajes del PIB sustancialmente superiores a su media histórica de largo plazo. Destacan también los casos de la República Checa y de China, por la brecha que presentan en el crédito a las empresas no financieras, con porcentajes del PIB significativamente superiores a su media histórica de largo plazo.

En la parte baja de la referida Tabla 3.2.2 destaca el caso de Japón. Se trata de una economía que presenta un menor riesgo, a pesar de su elevado ratio de crédito al gobierno respecto al PIB, por el largo proceso de desapalancamiento que ha llevado a cabo, solo interrumpido durante la Gran Recesión y

en la crisis generada por la pandemia del Covid-19, pero que ha retomado en el último año. Destacan también, desde el punto de vista del ciclo crediticio, Grecia y Portugal con brechas de crédito negativas en los tres componentes (gobierno, hogares y empresas), es decir, con porcentajes del crédito respecto al PIB al cierre del primer trimestre de 2024 por debajo de su media histórica de largo plazo. Si bien ambas economías han reducido la brecha negativa de forma importante en el último año (como sucede también con Francia, España y Reino Unido), el rápido incremento del crédito a sus respectivos gobiernos indicaría un cambio de ciclo que puede generar vulnerabilidades en el futuro, e incluso actualmente, como ha sucedido con la deuda soberana francesa en los últimos meses.

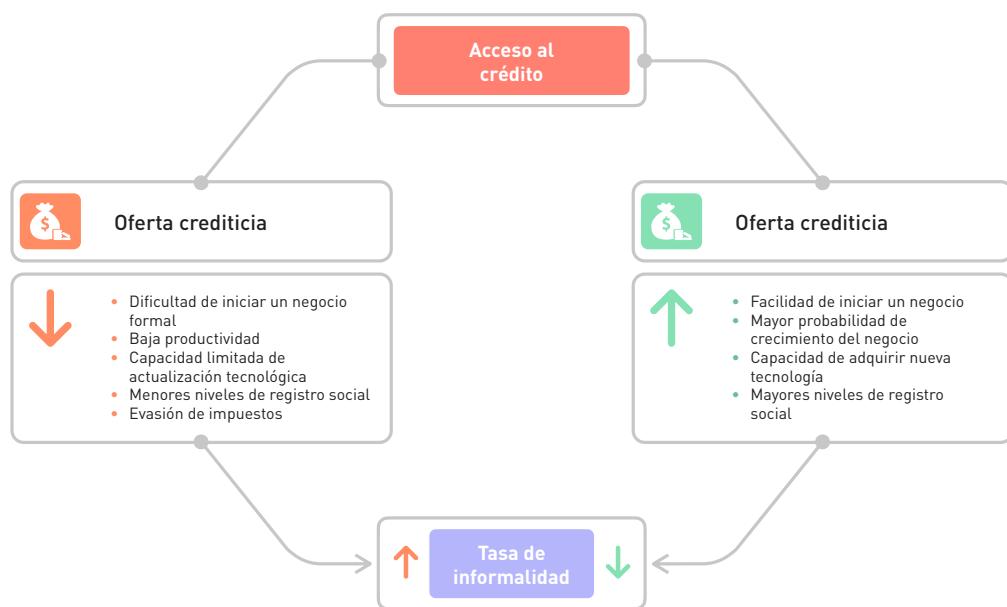
4. Crédito, nivel de bancarización y economía informal

El crédito es un catalizador de gran importancia para el desarrollo económico, ya que permite a las empresas acometer las inversiones requeridas para financiar aquellas actividades que generan mayor valor añadido, sin necesidad de esperar a producir los recursos propios necesarios para su expansión. Por otro lado, el crédito también estimula el consumo de los hogares y es fundamental para el desarrollo del mercado inmobiliario.

El desarrollo de la economía con un mercado de trabajo basado en relaciones laborales formales, con contratos de trabajo regulados y con un sistema de protección social adecuado, es esencial en el desarrollo del crédito, especialmente al sector privado. Y, al contrario, la informalidad de las relaciones laborales hace muy complicado pasar por un proceso de concesión de crédito y, en aquellas operaciones

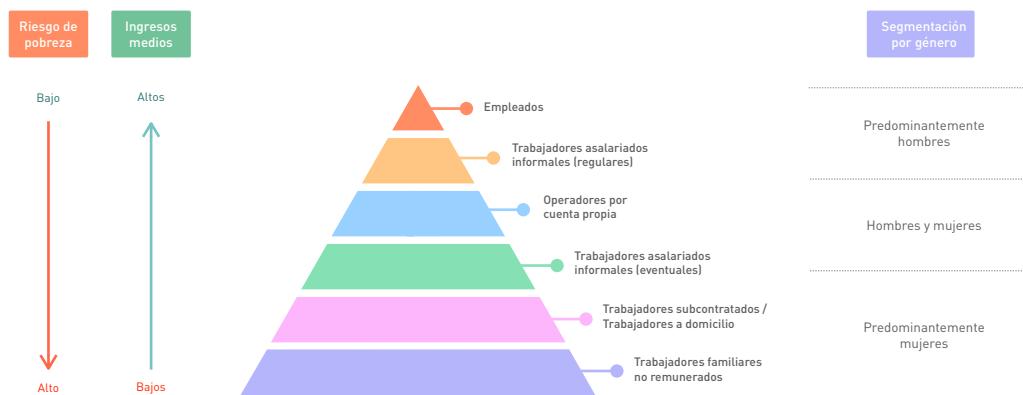
que pueden prosperar, eleva sustancialmente los tipos de interés por el riesgo financiero derivado de la asimetría de información que incrementa la inseguridad de los intermediarios financieros. Estos factores combinados limitan severamente el acceso de la población informal al crédito, perpetuando la baja productividad y restringiendo oportunidades de crecimiento económico, tanto para las empresas como para los individuos y sus negocios (véase la Gráfica 4-a). Adicionalmente, debe señalarse que el problema de la informalidad de las relaciones laborales afecta especialmente a los países emergentes. En este sentido, en la economía informal, los estudios de WIEGO a finales de los años 90 revelaron una jerarquía de ingresos y segmentación por empleo y género como se aprecia en la Gráfica 4-b.

Gráfica 4-a
Acceso al crédito e informalidad laboral



Fuente: García Napa, M. S., y Manyari Quispe, K. E. (2023)

Gráfica 4-b
Tipología del empleo



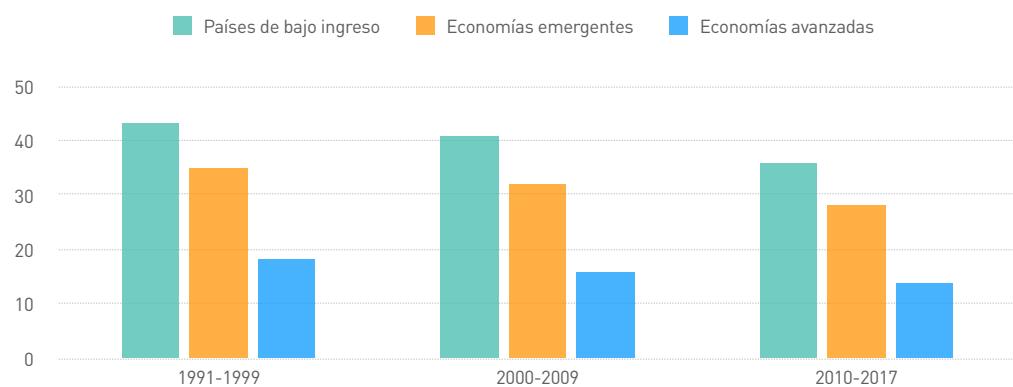
Fuente: Chen, M. A. (2012), *La economía informal: definiciones, teorías y políticas*.

4.1 Economía informal por regiones

La economía informal es difícil de cuantificar, ya que tiende a evitar ser identificada o registrada, lo que limita la disponibilidad de datos microeconómicos directos. La Organización Internacional del Trabajo (OIT) estima que en torno a 2.000 millones de personas, es decir, el 60% de la población mayor de 15 años en 2018, se hallaban trabajando en el sector informal. De estos trabajadores, la mayor parte (en torno al 85%) se encontraban trabajando en pequeñas empresas informales. No obstante, la pandemia de Covid-19 llevó a conclusiones favorables hacia políticas públicas que promuevan infraestructuras digitales capaces de

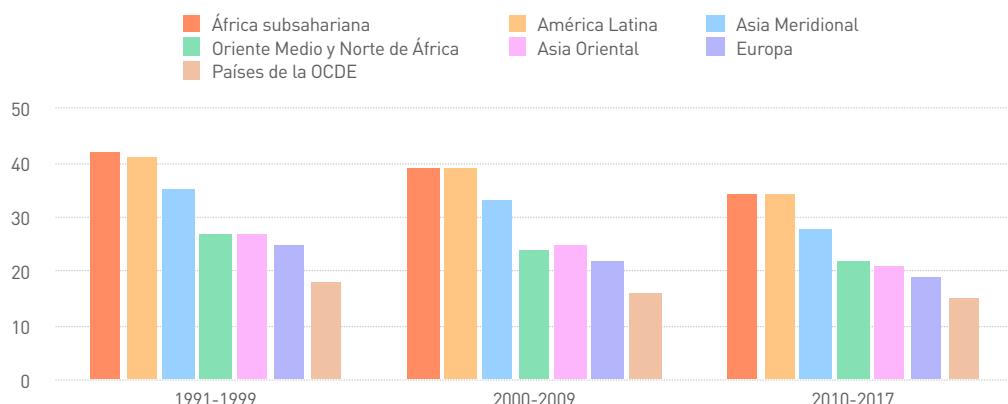
identificar al sector informal y ampliar su protección social, facilitando su incorporación al sector formal. La Gráfica 4.1-a muestra la evolución de la economía informal a nivel global, desde 1991 hasta el 2017, tanto para los países de bajo ingreso, donde se alcanza un porcentaje elevado del 36%, como para las economías emergentes y avanzadas (28% y 14%, respectivamente). Ahora bien, presentando esta misma métrica por regiones, se observa que son el África subsahariana y América Latina las dos regiones del mundo que mantienen mayores niveles de informalidad, llegando a un 34% frente al resto de las regiones (véase la Gráfica 4.1-b).

Gráfica 4.1-a
Regiones económicas: peso de la economía informal
(% PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (2021), *La fuerza laboral informal en el mundo: prioridades para un crecimiento inclusivo*.

Gráfica 4.1-b
Regiones geográficas: peso de la economía informal
(% PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (2021), *La fuerza laboral informal en el mundo: prioridades para un crecimiento inclusivo*.

Por otra parte, la Tabla 4.1-a ofrece una comparativa entre las distintas regiones del orbe en cuanto al porcentaje de la población estimada con acceso al crédito, a los servicios bancarios y del empleo informal en 2019. La Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (2007) identificaba como una de las barreras importantes para la formalización laboral a la regulación, las barreras administrativas y requisitos de los sistemas tributarios que penalizan relativamente más a las empresas más pequeñas con regulaciones demasiado complejas, y una mala administración tributaria y aduanera. Este organismo también apuntaba a barreras socioculturales, situaciones de exclusión social, corrupción y criminalidad, como factores disuasivos importantes de la formalización ya que las empresas prefieren mantenerse fuera de los registros tributarios para protegerse. Por su parte, la OIT (2018) encontraba que la propensión a trabajar en la economía informal es mayor en los trabajadores más jóvenes y adultos de más de 65 años, siendo también mayor en las mujeres que en los hombres, por la mayor flexibilidad que ofrece con la conciliación laboral y el hogar.

Otros autores han puesto el acento en la dificultad de acceso a la financiación, más que en cuestiones regulatorias, como los factores en la raíz de la dificultad para avanzar en la formalización laboral. En este sentido, La Porta y Shleifer (2014), basados en datos de la encuesta a empresas del Banco Mundial (índicador *“obstacles to doing business”*), señalaban

que según la percepción de las personas emprendedoras entrevistadas del sector informal, un 43% apunta a la falta de acceso a financiamiento como el principal obstáculo que enfrentan las firmas para formalizarse. Asimismo, menos del 10% de las empresas, ya sean formales o informales, consideran que factores como la corrupción, las licencias comerciales, los permisos o el sistema legal son relevantes para sus decisiones de negocio. De igual forma, la falta de acceso a terrenos adecuados es un obstáculo significativo para las empresas informales; esto se debe en parte a que muchas de ellas ocupan sus instalaciones de manera ilegal y temen ser desalojadas.

Tabla 4.1-a
Regiones geográficas: acceso al crédito, servicios bancarios y empleo informal

Región	Acceso al crédito (%)	Acceso a servicios bancarios (%)	Porcentaje de empleo informal (%)
África Subsahariana	15	10	85
Asia Meridional	30	35	70
América Latina y el Caribe	40	45	60
Europa del Este y Asia Central	55	60	40
Medio Oriente y Norte de África	25	30	50

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Ilostat y Banco Mundial)

Tabla 4.1-b
Regiones geográficas: acceso a servicios bancarios

Región	Adultos con cuenta bancaria (%)	Adultos con acceso al crédito (%)
América Latina y el Caribe	55	11
África Subsahariana	29	5
Asia Meridional	70	8
Europa del Este y Asia Central	65	18
Medio Oriente y Norte de África	45	7

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Mundial)

jadas. Otro dato relevante aportado por estas estadísticas es que resulta poco común que las empresas informales se formalicen.

Según el Banco Mundial, en 2021, aproximadamente 1.700 millones de adultos en todo el mundo carecían de una cuenta bancaria, y una proporción significativa de ellos participaba en la economía informal. En América Latina y el Caribe, solo el 55% de los adultos tenía una cuenta en una institución financiera formal, y el acceso al crédito era aún más limitado. En la África subsahariana, menos del 30% de los adultos tenía acceso a servicios financieros formales, lo que refleja las profundas brechas en la inclusión financiera en regiones con alta informalidad económica (véase la Tabla 4.1-b).

Al respecto, la Global Findex Database 2021 identificaba los principales obstáculos que enfrentan los adultos sin cuenta bancaria para abrir una en una institución financiera, siendo la falta de dinero la barrera más citada, lo que indica que muchas personas no consideran necesario o viable abrir una cuenta bancaria cuando sus ingresos no son suficientes para ahorrar o mantener un saldo. Además, muchas personas consideran que los costos de los servicios bancarios son excesivos, lo que limita su acceso. La distancia a las instituciones financieras es otra barrera importante, especialmente en áreas rurales y comunidades de difícil acceso, mientras que la falta de documentos necesarios (como identificaciones oficiales o comprobantes de ingre-

sos) también restringe el acceso, afectando particularmente a los trabajadores informales. La desconfianza en las instituciones financieras es otro motivo mencionado.

La economía informal suele estar excluida del sistema financiero formal, lo que significa que una parte considerable de la población no tiene acceso a servicios bancarios básicos como cuentas de ahorro, créditos o seguros. Esta exclusión financiera impide que los individuos y las pequeñas empresas acumulen activos, gestionen riesgos y realicen inversiones productivas. De esta forma, la no bancarización del sector informal restringe el crecimiento del crédito en la economía. Las instituciones financieras son reacias a otorgar préstamos a individuos y empresas sin historial crediticio o garantías que permitan limitar el riesgo de las operaciones, lo que reduce el acceso al financiamiento necesario para expandir operaciones, invertir en tecnología o mejorar la productividad.

4.2 Tecnología e inclusión financiera

La tecnología, especialmente a través de las plataformas digitales (*fintechs* e *insurtechs*) están desempeñando un papel importante en ampliar el proceso de inclusión financiera de la economía informal, con el propósito de superar barreras tradicionales y facilitar el acceso a servicios bancarios y de crédito para poblaciones previamente desatendidas. En este sentido, tres aspectos relacionados con el papel de las plataformas digitales deben destacarse: su impulso a la superación de barreras tradicionales, la facilitación del acceso a servicios bancarios y de crédito, y el impacto que tienen sobre la economía informal.

Superación de barreras tradicionales

A diferencia de las instituciones bancarias tradicionales, que a menudo requieren documentación extensa y procesos burocráticos, las *fintech* utilizan nuevas tecnologías para el análisis de datos, incluida la inteligencia artificial, para evaluar la solvencia crediticia de individuos sin historial financiero formal. Esto puede permitir a los trabajadores informales acceder a microcréditos y a otros productos financieros adaptados a sus necesidades. Según un informe del Banco Interamericano

de Desarrollo (FinDev Gateway), las *fintech* están siendo fundamentales para ampliar el acceso a servicios financieros en América Latina, especialmente entre las poblaciones de bajos ingresos.

Facilitación del acceso a servicios bancarios y de crédito

Las plataformas digitales han simplificado la apertura de cuentas bancarias y la realización de transacciones financieras. Por ejemplo, las billeteras electrónicas permiten a los usuarios almacenar dinero, realizar pagos y transferencias sin necesidad de una cuenta bancaria tradicional. Esta digitalización no solo facilita las transacciones y el comercio electrónico, sino que también crea un historial financiero que puede ser utilizado para acceder a créditos y a otros servicios financieros. La adopción de tecnologías digitales ha sido clave para la inclusión financiera en economías emergentes.

Impacto en la economía informal

La integración de la tecnología en el sector financiero está teniendo un impacto significativo en la economía informal, permitiendo el acceso a servicios financieros que facilitan a la población en situación de informalidad ahorrar de manera segura, invertir en sus negocios y gestionar riesgos mediante seguros más asequibles. Esto facilita la estabilidad económica y reduce la vulnerabilidad financiera de estas poblaciones. Además, la formalización de transacciones a través de plataformas digitales es un catalizador para la transición de negocios informales al sector formal, contribuyendo al crecimiento económico y a una mayor recaudación fiscal. Según el informe de la Asociación de Finanzas Inclusivas (FINLAC: una nueva iniciativa para la inclusión financiera), la digitalización de servicios financieros ha sido un factor clave en la reducción de la informalidad laboral y en la promoción de la inclusión financiera.

El impacto de la tecnología en la inclusión financiera es estadísticamente insignificante (e incluso negativo) en las economías avanzadas, pero se vuelve positivo en los países en desarrollo, mostrando un efecto globalmente significativo desde el punto de vista

estadístico. En general, estos resultados, que se mantienen firmes frente a métodos de estimación alternativos, sugieren que las iniciativas *fintech* aún no han logrado promover la inclusión financiera en todos los países, aunque han contribuido a su expansión en cierta medida en los países en desarrollo. Las *fintech* permiten un 50% de acceso a crédito en la economía informal, superando al sistema bancario tradicional (20%). A través de plataformas, como billeteras electrónicas, facilitan el 80% de las transacciones digitales, en contraste con el 30% facilitado por bancos tradicionales, e impulsan el 55% de las aperturas de cuentas de ahorro en comparación con el 25% del sistema bancario tradicional.

Diversos países han implementado iniciativas que fomentan la bancarización y el acceso al crédito para este sector de la población, como el programa Pradhan Mantri Jan Dhan Yojana (PMJDY), lanzado en la India en 2014. Se trata de una iniciativa gubernamental que facilita la apertura de cuentas bancarias sin saldo mínimo, ofreciendo tarjetas de débito y acceso a seguros y pensiones. Hasta agosto de 2021, se habían abierto más de 430 millones de cuentas bajo este esquema, lo que ha permitido una mayor inclusión financiera y ha reducido la dependencia de los sistemas informales de ahorro y crédito. Esta bancarización masiva ha incrementado la movilización de depósitos y viene a fortalecer la estabilidad del sistema financiero indio.

Otros países emergentes, como Kenia, han creado plataformas que permiten realizar transacciones financieras a través de teléfonos móviles, incluyendo depósitos, retiros, transferencias y pagos de servicios. En 2021, más del 90% de los hogares kenianos utilizaban la plataforma M-Pesa, lo que ha integrado a millones de trabajadores informales de algún modo en el sistema financiero formal, promoviendo el crecimiento económico y la formalización de negocios. Otra iniciativa similar es la Billetera Móvil (BIM) en Perú, una plataforma que permite a los usuarios realizar transacciones financieras a través de teléfonos móviles sin necesidad de una cuenta bancaria tradicional. Además, se han establecido programas de microfinanzas que ofrecen créditos a pequeños emprendedores en la economía informal, facilitando su transición hacia la formalidad y mejorando sus condi-

ciones económicas. Este tipo de iniciativas permite a los trabajadores y pequeños empresarios mejorar su capacidad de ahorro, invertir en sus negocios y acceder a servicios financieros que antes les eran inaccesibles, reduciendo su vulnerabilidad financiera.

En economías formales, la bancarización se basa en la existencia de infraestructuras financieras desarrolladas y en una población con acceso a documentación legal y fuentes de ingresos estables. Las estrategias convencionales incluyen la apertura de sucursales bancarias, la oferta de productos financieros estandarizados y la implementación de campañas de educación financiera. Estas iniciativas presuponen que los individuos poseen la documentación necesaria, como identificaciones oficiales y comprobantes de ingresos, y que tienen una comprensión básica de los servicios financieros. En contraste, la economía informal se caracteriza por la falta de documentación legal, ingresos irregulares y una desconfianza generalizada hacia las instituciones formales. Según un informe de la Asociación de Finanzas Inclusivas (AFI Global), más de dos mil millones de personas trabajan en el sector informal a nivel mundial, lo que subraya la magnitud del desafío. Las estrategias convencionales de bancarización no abordan adecuadamente estas realidades, lo que limita su efectividad en este contexto.

4.3 Adaptación de las instituciones financieras

La adaptación de las estrategias de bancarización a las necesidades de la economía informal no solo facilita el acceso a servicios financieros, sino que también promueve la formalización de negocios, mejora la calidad de vida de los individuos y contribuye al crecimiento económico. El Banco Mundial ha destacado que la inclusión financiera es un elemento facilitador clave para la consecución de varios de los Objetivos de Desarrollo Sostenible, incluyendo la reducción de la pobreza y la promoción del crecimiento económico inclusivo.

En una aproximación por país a la economía informal, basado en el porcentaje de salarios que son abonados por la empresa al trabajador electrónicamente frente a los que no, se pueden distinguir tres grupos de países. En

primer término, aquellos con una economía informal extendida y pagos de salarios de manera electrónica inferiores al 40% (Azerbaiyán, China, Paraguay, Irak, Cuba, Ucrania, Bosnia-Herzegovina, Guatemala, Armenia, Botsuana, Tayikistán, Perú, Colombia, Moldavia, Georgia, Honduras, Egipto, Albania, Mauricio, Filipinas, Líbano, Mongolia, Argelia, Nicaragua, Suazilandia, Haití, Ecuador, Gabón, Fiyi, Guinea Ecuatorial, Reunión, Túnez, Uzbekistán, Myanmar, Jordania, Vietnam, Indonesia, Bután, Libia, Nepal, Ghana, Marruecos, Bolivia, Zimbabue, Liberia, Namibia, Sri Lanka, Burundi, Camboya, Chad, India, Congo-Brazzaville, Lesoto, República Centroafricana, Laos, Gambia, Angola, Yemen, Uganda, Mauritania, Sudán, Malí, Somalia, Eritrea, Benín, Guinea, Ruanda, Camerún, Sudán del Sur, Níger, Zambia, Togo, Burkina Faso, Senegal, Mozambique, Malaui, Bangladés, Sierra Leona, Etiopía, Kenia, Madagascar, Nigeria, Tanzania, República Democrática del Congo, Costa de Marfil, Pakistán). En segundo lugar, un grupo de países con economía informal moderada y pagos entre 40% y 60% de manera electrónica (Kuwait, República Checa, Catar, Hungría, Brasil, Kosovo, Omán, Costa Rica, Uruguay, Sudáfrica, Kazajistán, Corea del Norte, Montenegro, Brunéi, Serbia, Baréin, Bulgaria, Jamaica, Irán, Panamá, México, República Dominicana, El Salvador, Tailandia, Rumanía, Kirguistán, Macedonia, Bielorrusia, Afganistán, Siria). Y, por último, el resto de los países (excepto aquellos de los que no se dispone de información) con pagos de salarios de manera electrónica por encima del 60%.

Finalmente, puede establecerse que la informalidad es consistentemente mayor en áreas rurales que en urbanas en todos los niveles de ingresos. En este sentido, a nivel mundial, se estima que el 67,1% del empleo rural es informal, mientras que en áreas urbanas es del 32,1%. En los países de altos ingresos, la informalidad es baja en comparación con los países de ingresos bajos y medios. Asimismo, los países de ingresos altos muestran solo un 17,6% de informalidad en áreas rurales y un 13,6% en áreas urbanas, mientras que los países de ingresos bajos registran tasas significativamente más altas, con el 93,7% de informalidad en zonas rurales y el 77,9% en áreas urbanas.

4.4 Recomendaciones de políticas generales a nivel internacional relativas a la informalidad

En materia de recomendaciones de organismos internacionales, cabe destacar el trabajo de Bustamante *et. al.* (2022) para la Organización Internacional del Trabajo (OIT), y las recomendaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) para enfrentar la informalidad en América Latina, recopiladas por Abramo (2021), y que a continuación se sintetizan:

Estrategia de crecimiento económico y una regulación adecuada del mercado laboral

El empleo debe ser el eje central de las políticas macroeconómicas, junto con las políticas de crecimiento económico, productividad y reducción de la pobreza. La transición hacia la formalidad debe crear un entorno que respete los principios y derechos fundamentales en el trabajo, así como fomentar el diálogo social entre cada una de las partes involucradas. En este sentido, las estrategias de desarrollo local y territorial pueden contribuir a este objetivo.

Impulso a la iniciativa empresarial

El principal reto es crear políticas que equilibren adecuadamente los incentivos para formalizarse y los desincentivos para permanecer en la informalidad; esto incluye la implementación de registros simplificados, el fortalecimiento de la capacidad empresarial para cumplir con las regulaciones y mejorar las condiciones laborales, incentivos fiscales, acceso a formación profesional y financiamiento, y medidas para simplificar regulaciones y procedimientos, facilitando el pago de impuestos, la rendición de cuentas y la afiliación a la seguridad social. Países como Brasil, Argentina, Uruguay y Colombia han adoptado regímenes de impuesto único o monotributos, combinando la reducción de obligaciones tributarias y el acceso a la seguridad social en un solo pago.

Mejorar la focalización de las políticas para incentivar la formalidad

Extender el acceso de la seguridad social a determinados grupos de la fuerza laboral con

una mayor tendencia a permanecer en situación de informalidad. Por este motivo, abordar la informalidad laboral debe incluir el diseño de políticas que permitan incorporar dichos segmentos al mercado laboral, como jóvenes, mujeres, personas con bajo nivel educacional, trabajadores por cuenta propia, y algunos sectores productivos como la agricultura.

Mayor formación y difusión de los beneficios de la formalidad

Incrementar y mejorar la difusión de la información sobre los beneficios de la formalidad, así como sobre los derechos y obligaciones de empleadores, trabajadores y el público en general. Esto tiene como propósito reducir la informalidad que surge del desconocimiento de las normativas, los procedimientos para la formalización de una empresa y el registro de los trabajadores en la seguridad social, entre otros aspectos.

Mejora de la fiscalización

Es importante reestructurar las instituciones encargadas de la fiscalización laboral, tributaria y seguridad social para la optimización y simplificación de los servicios prestados.

Capacitación y formación de capital humano

La capacitación y formación de capital humano resulta importante, especialmente en trabajadores con baja empleabilidad y productividad, asegurando una duración de los programas suficientemente prolongada que promueva el aprendizaje efectivo y la inserción laboral formal. Además, es conveniente seguir reforzando las políticas de educación y formación técnico-profesional que estén alineadas con las demandas de los sectores productivos.

4.5 Recomendaciones de políticas específicas relacionadas con el crédito

La bancarización de la economía informal es esencial para promover la inclusión financiera y el desarrollo económico sostenible. Las políticas públicas desempeñan un papel crucial en este proceso, implementando interven-

ciones que faciliten el acceso de los trabajadores informales a servicios financieros formales. Entre las estrategias más efectivas se encuentran la digitalización de pagos y los incentivos para la apertura de cuentas bancarias.

Digitalización de pagos

La transición de transacciones en efectivo a pagos digitales puede integrar a los trabajadores informales en el sistema financiero formal. En este sentido, la adopción de plataformas de pago móvil y billeteras electrónicas permite a los individuos realizar y recibir pagos de manera segura y eficiente, reduciendo la dependencia del efectivo. Esta digitalización facilita el seguimiento de ingresos y gastos, lo que puede servir como historial financiero para acceder a créditos y otros servicios bancarios. Según el informe del Banco Mundial “Una revolución digital para la inclusión financiera”, la digitalización de los pagos ha sido un factor clave en la expansión de la inclusión financiera en varios países en desarrollo.

Incentivos para la apertura de cuentas bancarias

Los gobiernos pueden implementar incentivos que motiven a los trabajadores informales a abrir cuentas bancarias. Estos incentivos pueden incluir la eliminación de requisitos de saldo mínimo, la reducción de tarifas de mantenimiento y la simplificación de los procesos de apertura de cuentas. La flexibilización de los requisitos para la apertura de cuentas bancarias puede ser eficaz para atraer a la población informal hacia el sistema financiero formal.

Educación financiera y programas de sensibilización

La falta de conocimiento sobre los beneficios y el funcionamiento de los servicios financieros es una barrera significativa para la bancarización de la economía informal. Los gobiernos pueden implementar programas de educación financiera que informen a los trabajadores informales sobre cómo utilizar los servicios bancarios, gestionar el crédito y planificar financieramente. Estos programas pueden incluir talleres, campañas de sensibilización y materiales educativos adaptados a diferentes

niveles de alfabetización. La educación financiera empodera a los individuos para tomar decisiones informadas y confiar en el sistema financiero formal. Según el informe del Banco Mundial antes referido, la educación financiera es esencial para mejorar la inclusión financiera y debe ser parte integral de las políticas públicas.

Colaboración público-privada

La colaboración entre el sector público y el sector privado es fundamental para diseñar productos financieros adaptados a las necesidades de la economía informal. Las instituciones financieras pueden trabajar con el gobierno para desarrollar servicios como microcréditos, seguros asequibles y cuentas de ahorro flexibles. Además, la implementación de marcos regulatorios que promuevan la innovación financiera y protejan a los consumidores es crucial para fomentar la confianza en el sistema financiero. Un informe de la Asociación de Finanzas Inclusivas (“El proceso de incorporación del sector informal”), destaca la importancia de las políticas públicas inclusivas y la colaboración entre múltiples partes interesadas para incorporar eficazmente al sector informal en el sistema financiero formal.

5. Crédito, evolución demográfica y envejecimiento poblacional

Los cambios en las tendencias demográficas que se están produciendo desde finales del siglo XX se caracterizan por una caída sostenida en las tasas de fecundidad y mortalidad, y su consecuente impacto sobre la esperanza de vida, los cuales influyen, a su vez, en la composición de la población por grupos de edad. Este cambio en la estructura de edad de la población en muchos países desarrollados, y cada vez más en los países emergentes, se identifica por el progresivo envejecimiento de la población, con una proporción mayor de personas en las cohortes que alcanzan la edad de jubilación que, además, se benefician de un aumento en su esperanza de vida. Esto supone que el ratio de fuerza laboral por persona que alcanza la edad de jubilación presenta una tendencia a la baja desde hace más de cuatro décadas (de forma más acusada en las economías desarrolladas), y las estimaciones indican que va a seguir sufriendo una caída significativa en los próximos años, con la llegada a la edad de jubilación de las cohortes de la generación del llamado “*baby boom*”. Así, como consecuencia del envejecimiento poblacional, la proporción de la población capaz de generar ingresos dejará de crecer.

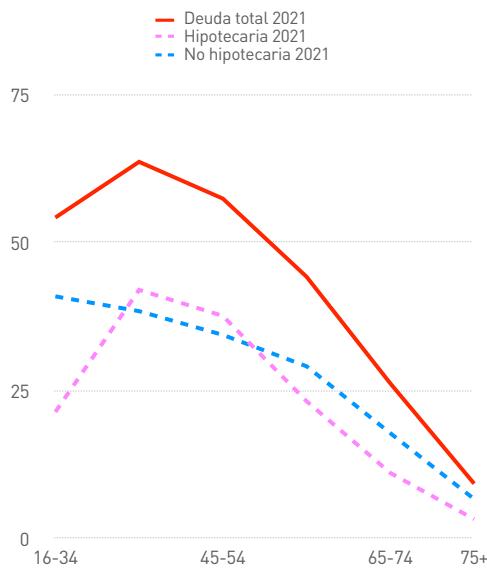
Este cambio demográfico tiene también implicaciones sobre el crédito bancario. La mayoría de los estudios que se han llevado a cabo sobre el tema concluyen que el envejecimiento de la población tiene como resultado una contracción del crédito bancario que se atribuye, en buena medida, a la menor propensión al riesgo de las personas mayores, a la disminución de las tasas de ahorro de los hogares y al menor apetito de riesgo de los bancos como resultado del envejecimiento poblacional. La demanda de crédito suele seguir un perfil de *ciclo de vida*, en el que el pico de demanda coincide con los trabajadores jóvenes en edad productiva y la demanda cae a niveles relativamente bajos hacia el final de la carrera laboral. Otra de las consecuencias del envejecimiento poblacional (que apuntan algunos autores tomando como referencia un análisis del mercado en China), es que, por un lado, provoca

un reequilibrio de la cartera de préstamos bancarios, con una contracción de los préstamos corporativos, los préstamos de crédito, así como los préstamos a los sectores manufacturero e inmobiliario y, por otro lado, una expansión de los préstamos minoristas⁷.

En contraposición a la teoría del ciclo de vida, algunos investigadores que han realizado estudios referidos a períodos anteriores a la crisis global de 2008, defienden la tesis de que las personas mayores tienden a consumir más que los jóvenes y utilizan diversas formas de crédito, principalmente debido a que han comprado viviendas más caras con pagos iniciales más bajos⁸. Asimismo, un estudio realizado sobre la población mayor de 65 años en los condados de Estados Unidos⁹, referido al período 1997-2007, proporciona una evidencia sobre cómo el envejecimiento de la población afecta a los estándares de los préstamos bancarios. Con base en este análisis, sostienen que los bancos más expuestos a los condados en proceso de envejecimiento relajan los estándares de concesión de préstamos, y observan también que estos bancos experimentan un aumento más pronunciado de los préstamos morosos durante las recesiones, lo que implica un aumento del riesgo crediticio. Estos comportamientos están determinados por dos fuerzas. Por una parte, un aumento de los fondos disponibles de los bancos debido a la mayor propensión de los mayores a ahorrar en forma de depósitos y, por la otra, una disminución de la demanda local de crédito inducida por el envejecimiento de la población. Otros estudios ponen de relieve el riesgo económico que enfrenta la población en la mediana edad y la vejez, debido al aumento de los costos de la vivienda en muchos países que empuja a muchos hogares a endeudarse más con hipotecas y por períodos más largos. Al mismo tiempo, la mayor liberalización de los mercados financieros en la mayor parte de los países hace que el crédito sea más accesible para muchos hogares¹⁰.

En la Eurozona, una región que está sometida a un acelerado proceso de envejecimiento pobla-

Gráfica 5.1
Eurozona: tasa de participación en la deuda de los hogares (% de hogares)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE)

cional se observa que, en 2021, cerca de la mitad (42,9 %) de todos los hogares estaban endeudados, incluyendo hipotecas, préstamos, descubiertos y deudas de tarjetas de crédito. Debe señalarse que este dato permanece prácticamente sin cambios respecto al de 2017, tanto para las tasas de participación de la deuda hipotecaria (23,7%) como para la deuda no hipotecaria (27,9%). Por su parte, la deuda hipotecaria sigue siendo, con diferencia, el componente más importante de la cartera de deuda de los hogares.

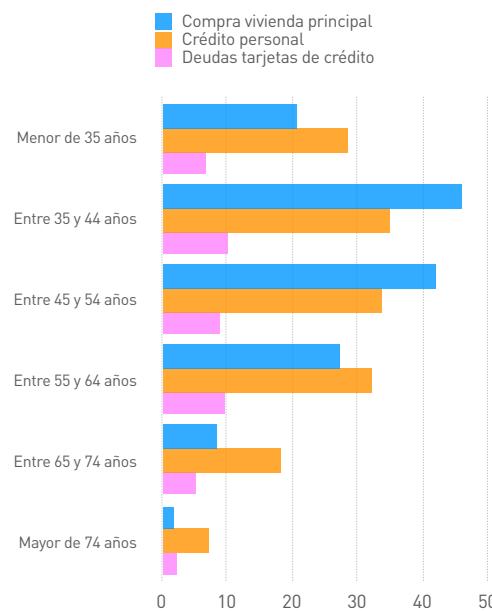
En general, son menos los hogares de personas de mayor edad que están endeudados que los de las generaciones más jóvenes. Así, mientras que el 9,3% de los hogares de la zona del euro con una persona de referencia (la persona con el mayor ingreso en el hogar), de 75 años o más, estaban endeudados en 2021, esta proporción aumenta hasta el 63,6% en el caso de los hogares en los que la persona de referencia tiene entre 35 y 44 años. Lo mismo sucede en la deuda hipotecaria, la cual se concentra mayoritariamente en los hogares de 35 a 54 años. El 11,1% de los hogares con una persona de referencia de 65 a 74 años tiene deuda hipotecaria, porcentaje que disminuye hasta el 3,3% de los hogares con mayores de 75

años. Cabe destacar que este ratio aumenta hasta el 42% en hogares en los que la persona de referencia tiene de 35 a 44 años, y hasta el 37,6% en los que la edad de la persona de referencia es de 45 a 54 años¹¹ (véase la Gráfica 5.1).

España

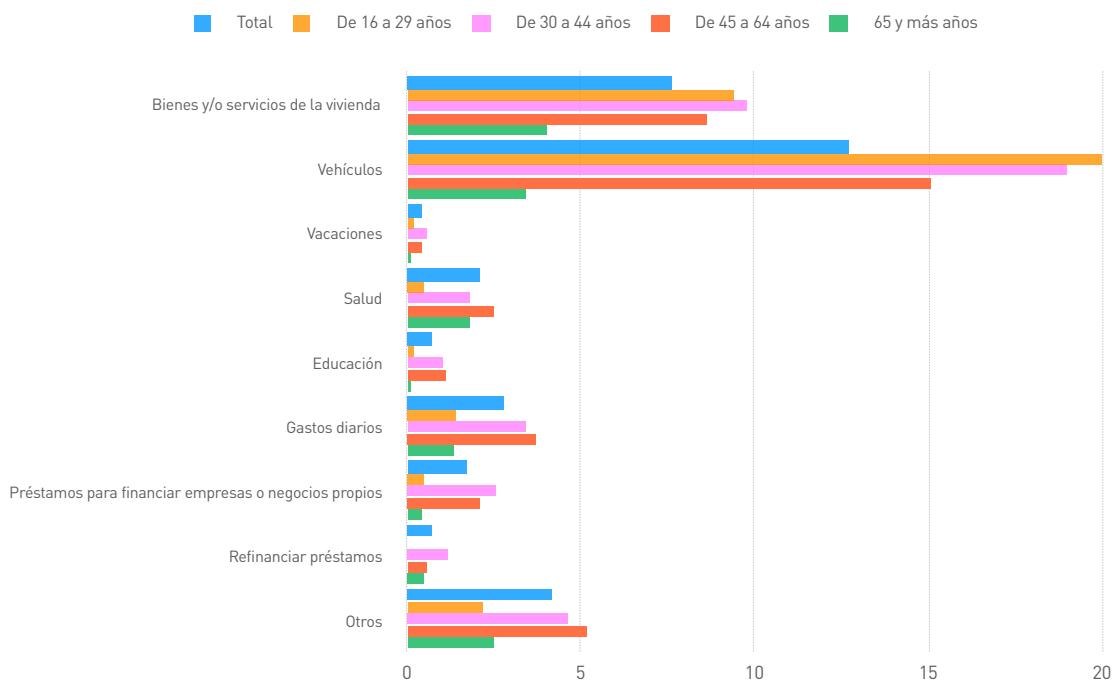
En el caso de España, a finales de 2022, un 57% de los hogares tenían algún tipo de deuda. El 66% de la deuda estaba dedicada a la compra de vivienda principal, el 16,9% a la compra de otras propiedades inmobiliarias y el 17% a otras deudas (préstamos con garantía real, créditos personales, tarjetas de crédito y otras deudas). La probabilidad de estar endeudado aumenta hasta el grupo de edad de entre 35 y 44 años (76,5 %) y cae después, hasta alcanzar el nivel inferior en los hogares cuyo cabeza de familia es mayor de 74 años (16%). Debe destacarse que, respecto a la tenencia de deudas pendientes por la compra de vivienda principal, se está produciendo un cambio de tendencia que se ha observado también en otros países desarrollados, aumentando en los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 45 y

Gráfica 5.2
España: deuda de los hogares, por tramos de edad, 2022 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Encuesta financiera de las familias, 2022, Banco de España)

Gráfica 5.3
España: distribución de la deuda de los hogares por ramos de edad, excluido el préstamo hipotecario (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Encuesta de condiciones de vida, Módulo 2020, INE)

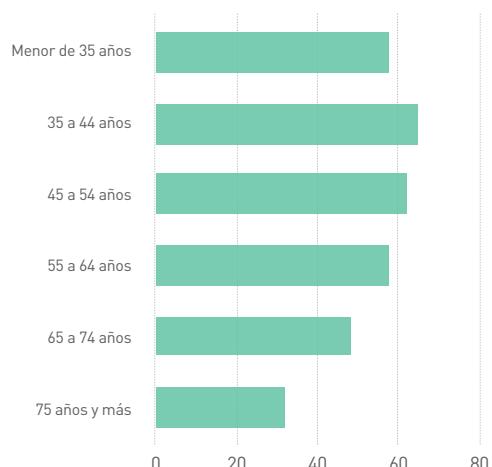
54 años, fruto del envejecimiento de las cohortes endeudadas, y disminuyendo en los hogares en los que el cabeza de familia es menor de 45 años. Esta evolución podría reflejar el descenso de la proporción que representan los hogares jóvenes en España, debido a la caída de la fecundidad desde mediados de los años setenta del siglo pasado y por el retraso en la edad de emancipación, junto con el envejecimiento de la generación del llamado *baby boom*¹² (véase la Gráfica 5.2).

Otros tipos de deudas, por orden de importancia, son la compra de vehículos y otros bienes duraderos, la financiación de la actividad empresarial, la realización de reformas en el hogar y la cancelación de deudas. De estas, el tipo más extendido entre los hogares era, a finales de 2022, el préstamo personal, al que recurre un 27,4%. Los grupos de hogares que menos utilizan este tipo de préstamos son los que poseen una menor renta, aquellos cuyo cabeza de familia es mayor de 64 años, los que están jubilados y los que no cuentan con ningún miembro trabajando (véase la Gráfica 5.3).

América Latina

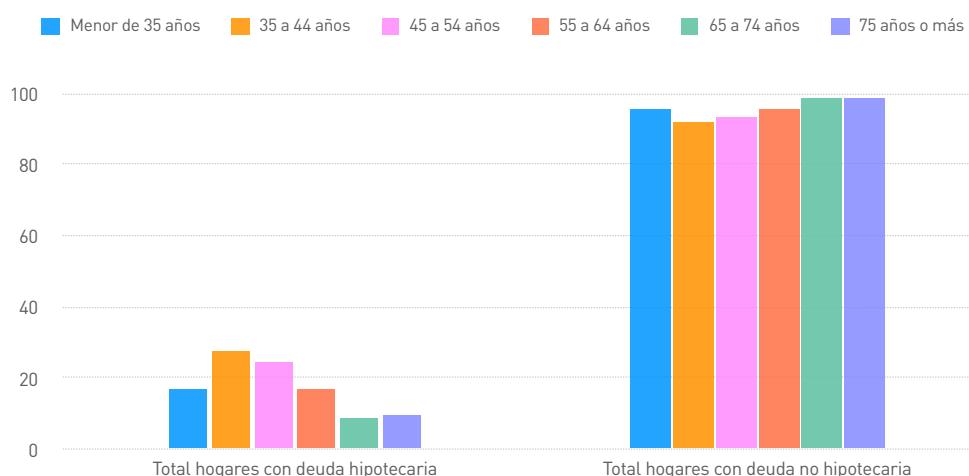
En el caso de América Latina, los países donde la deuda de los hogares en relación con el PIB

Gráfica 5.4
México: hogares con algún tipo de deuda, por tramos de edad, 2019 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INEGI)

Gráfica 5.5
México: deuda de los hogares, por tramos de edad, 2019
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INEGI)

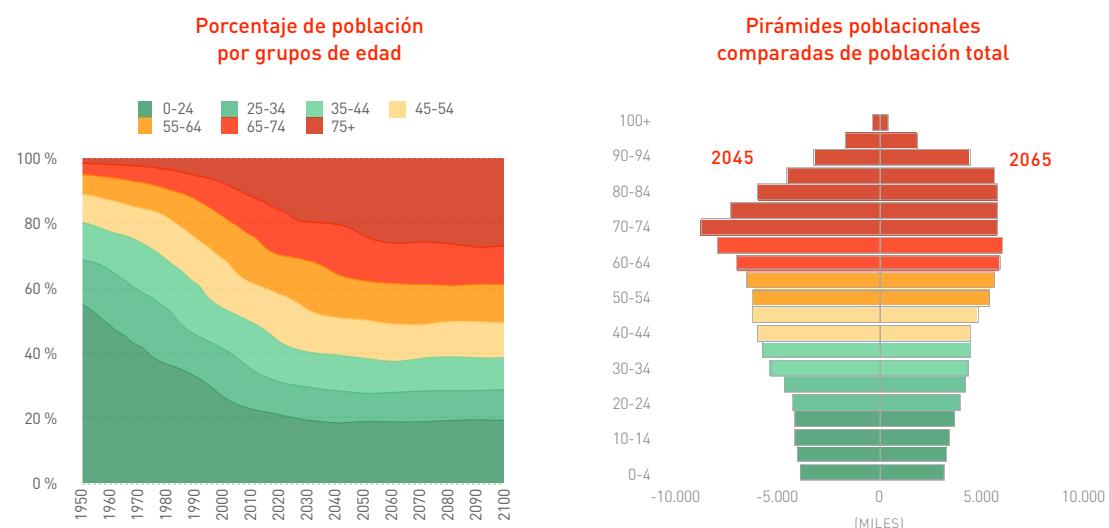
es mayor son Chile (46,5%), Honduras (35%), Brasil (34,6%) y Colombia (28,6%)¹³. En México, el 56,9% de los hogares tuvo algún tipo de deuda, donde la hipotecaria alcanzó el 11,6% y la no hipotecaria el 53,8% (tarjetas de crédito, préstamos, créditos de nómina o personales, etc.). En este sentido, la Gráfica 5.4 muestra la distribución de la deuda total por tramos de edad para el caso de México, donde el mayor porcentaje se concentra en la población situada entre los 35 y 44 años (64,8%) y el menor en los hogares donde la persona de referencia es mayor de 75 años (31,4%).

Asimismo, en la Gráfica 5.5 se muestra la distribución porcentual de los tipos de deuda (hipotecaria y no hipotecaria) por tramos de edad en México. Dentro de la deuda hipotecaria, la vivienda principal es la que mayor peso tiene sobre el total, en comparación con otras propiedades como pueden ser locales, terrenos u oficinas. Cabe señalar que, conforme se avanza en los años de la población, la participación en este tipo de deuda suele ser menor. Por otro lado, con relación a la deuda no hipotecaria, todos los tramos se encuentran en torno al 95%, donde la correspondiente a tarjetas de crédito es la que mayor concentración tiene, alcanzando el 60,2% sobre el total de esta (94,5%)¹⁴.

Estados Unidos

En los Estados Unidos, los consumidores debían 17,1 billones de dólares en deuda total al tercer trimestre de 2023¹⁵. De esa deuda, 11,6 billones de dólares estaban garantizados por bienes inmuebles y otros 1,5 billones de dólares se deben por préstamos para vehículos. Pero el movimiento más notable en los mercados de crédito al consumo en los últimos tiempos sigue siendo la deuda de tarjetas de crédito, que vio un crecimiento del saldo total del 17,4% en 2023, hasta poco más de 1 billón de dólares. En todas las generaciones, los consumidores de mayor edad comenzaron a reducir parte de su deuda total en 2023, mientras que los de 27 a 42 años vieron crecer sus saldos de deuda en un 8% y los de 18 a 26 años un 15,4%, estos últimos debido en gran medida a que los consumidores jóvenes se endeudaron por primera vez con nuevos préstamos estudiantiles y tarjetas de crédito. La generación de 43 a 58 años, por su parte, registró un modesto aumento del 1,9% en 2023. Cabe señalar que las cargas de las tarjetas de crédito por edad se dividen en tres grupos. De estos, las generaciones de mayor edad y las más jóvenes, por diferentes razones, tienen saldos de tarjetas de crédito promedio significativamente menores que el promedio general.

Gráfica 5.6
Japón: distribución de la población por edades

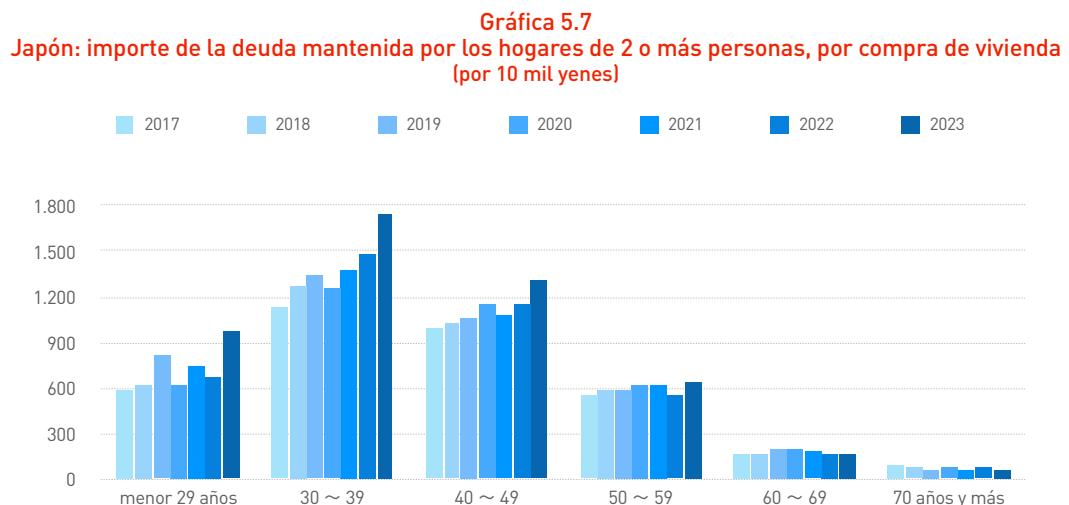


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Naciones Unidas)

Japón

Finalmente, el caso de Japón puede ser considerado como paradigmático, observándose un estancamiento del crédito a los hogares y a las empresas, e incluso algunos períodos de retroceso, en la serie histórica desde los años noventa. Se trata de un país que, además de haber sufrido una crisis inmobiliaria y bancaria en esos años por un exceso de crédito,

está sometido a un proceso de envejecimiento poblacional acusado que se prevé seguirá su camino en las próximas décadas (véase la Gráfica 5.6). Complementariamente, la Gráfica 5.7 muestra el importe de la deuda de los hogares de dos o más personas por la compra de vivienda en Japón, distribuido por edades¹⁶, en la que puede observarse cómo decrece para las cohortes de mayor edad.



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Instituto Nacional de Estadística de Japón)

Referencias

- 1/ Véase: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2023/12/SIFMA-2024-Capital-Markets-Outlook.pdf>
- 2/ Ello sería una de las principales motivaciones, tras la crisis financiera, para implementar las reformas necesarias que condujeron al régimen regulatorio bancario de Basilea III.
- 3/ Véase: MAPFRE Economics (2024), *Ahorro e inversiones del sector asegurador: una actualización*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 4/ Véase: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union_en
- 5/ Véase: <https://www.bis.org/publ/work744.htm>
- 6/ Véase: MAPFRE Economics (2023), *Mercados inmobiliarios y sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 7/ Véase: Zeguang Li, Yuanbiao Huang, Keqiang Hou (2024). Impacts of population aging on bank loan portfolios: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, Volume 95, en: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103430>
- 8/ Véase: Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2013). *Older adult debt and financial frailty*. (Working Paper, WP 2013-291). University of Michigan Retirement Research Center (MRRC), en: <https://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/handle/2027.42/102266/wp291.pdf?>
- 9/ Véase: Doerr S, Kabas G, Ongena S. *Population Aging and Bank Risk-Taking*. BIS Working Papers, No 1050, en: <https://www.bis.org/publ/work1050.htm>
- 10/ Véase: Lewin-Epstein, N., & Semyonov, M. (2016). Household debt in midlife and old age: A multinational study. *International Journal of Comparative Sociology*, 57(3), 151-172, en: <https://doi.org/10.1177/0020715216653798>
- 11/ Véase: European Central Bank. *Household Finance and Consumption Network (2023). Household Finance and Consumption Survey (HFCS): Results from the 2021 wave*, en: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/hfcs/html/index.en.html
- 12/ Véase: Banco de España (2024). *La evolución de la deuda asociada a la vivienda principal por grupos de edad. Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas, 1er semestre 2024*, en: https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/Informesituacionfinancierafamiliasyempresas/2024/S1/Fich/SituacionFinanciera_Recuadro1_012024.pdf
- 13/ Véase: International Monetary Fund (2022). *Global Debt Database (GDD)*, en: https://www.imf.org/external/datamapper/HH_LS@GDD/SWE/IND
- 14/ Véase: Banco de México (2019). *Encuesta Nacional sobre las Finanzas de los Hogares 2019*, en: <https://www.inegi.org.mx/programas/enfih/2019/>
- 15/ Véase: Horymski, Chris (2024). *Experian Study: Average U.S. Consumer Debt and Statistics*, en: https://www.e-stat.go.jp/en/stat-search/files?page=1&layout=datalist&toukei=00200561&tstat=000000330001&cycle=7&year=20230&month=0&tclass1=00000330007&tclass2=000000330008&tclass3=000000330009&result_back=1&cycle_facet=tclass1&tclass4val=0

Índice de tablas y gráficas

Tablas

Tabla 3.2.1	Países seleccionados: componentes del crédito	60
Tabla 3.2.2	Países seleccionados: brechas de crédito	61
Tabla 4.1-a	Regiones geográficas: acceso al crédito, servicios bancarios y empleo informal	65
Tabla 4.1-b	Regiones geográficas: acceso a servicios bancarios	66

Gráficas

Gráfica 1.2.1	Mercados globales: crédito al sector privado no financiero vs primas de seguros (% PIB)	18
Gráfica 1.2.2	Mercados emergentes y en desarrollo: crédito a los hogares y ENLs vs primas de seguros (% PIB)	19
Gráfica 1.3.1	Estados Unidos: variables de evolución de la actividad crediticia	21
Gráfica 1.3.2	México: variables de evolución de la actividad crediticia	23
Gráfica 1.3.3	Brasil: variables de evolución de la actividad crediticia	25
Gráfica 1.3.4	Reino Unido: variables de evolución de la actividad crediticia	27
Gráfica 1.3.5	España: variables de evolución de la actividad crediticia	30
Gráfica 1.3.6	Alemania: variables de evolución de la actividad crediticia	32
Gráfica 1.3.7	Turquía: variables de evolución de la actividad crediticia	34
Gráfica 1.3.8	Japón: variables de evolución de la actividad crediticia	36
Gráfica 1.3.9	Corea del Sur: variables de evolución de la actividad crediticia	38
Gráfica 2.1-a	Economías seleccionadas: estructura de las fuentes de financiación	41
Gráfica 2.1-b	Economías seleccionadas: tipos de fuentes de financiación	42
Gráfica 2.1-c	Tipología de instrumentos del mercado de capitales	42
Gráfica 2.2-a	Estados Unidos: titulizaciones	44
Gráfica 2.2-b	Europa: emisión de productos titulizados	45
Gráfica 2.2-c	Europa: estructura de emisión de bonos garantizados por tipo de colateral	45
Gráfica 2.2-d	Europa: saldo de bonos garantizados (covered bonds)	46
Gráfica 2.2-e	Países seleccionados: saldo de bonos garantizados (covered bonds), 2023	47
Gráfica 2.3	Mercado privado de crédito (private debt)	48
Gráfica 2.4-a	Países seleccionados: crédito doméstico al sector privado por parte de los bancos	49
Gráfica 2.4-b	Estados Unidos y Europa: ratio precio/valor en libros de bancos	50
Gráfica 3.1.1	Japón: brecha de crédito vs variables relevantes	54
Gráfica 3.1.2	Estados Unidos: brecha de crédito vs variables relevantes	56
Gráfica 3.1.3	España: brecha de crédito vs variables relevantes	57
Gráfica 3.2.1-a	Países seleccionados: crédito a los hogares y ENLs	58
Gráfica 3.2.1-b	Países seleccionados: crédito a empresas no financieras	58

Gráfica 3.2.1-c	Países seleccionados: crédito a gobiernos	59
Gráfica 3.2.1-d	Países seleccionados: crédito total no financiero	59
Gráfica 4-a	Acceso al crédito e informalidad laboral	63
Gráfica 4-b	Tipología del empleo	64
Gráfica 4.1-a	Regiones económicas: peso de la economía informal	64
Gráfica 4.1-b	Regiones geográficas: peso de la economía informal	65
Gráfica 5.1	Eurozona: tasa de participación en la deuda de los hogares	72
Gráfica 5.2	España: deuda de los hogares, por tramos de edad, 2022	72
Gráfica 5.3	España: distribución de la deuda de los hogares por ramos de edad, excluido el préstamo hipotecario	73
Gráfica 5.4	México: hogares con algún tipo de duda, por tramos de edad, 2019	73
Gráfica 5.5	México: deuda de los hogares, por tramos de edad, 2019	74
Gráfica 5.6	Japón: distribución de la población por edades	75
Gráfica 5.7	Japón: importe de la deuda mantenida por los hogares de 2 o más personas, por compra de vivienda	75

Bibliografía

- García Napa, M. S., & Manyari Quispe, K. E. (2023). Acceso al crédito e informalidad: Análisis a nivel departamental en el Perú 2012-2019. Tesis para optar el Título Profesional de Economista, asesorada por José Luis Nolazco Cama, Universidad en Lima, Perú.
- Chen, Martha Alter (2012). La economía informal: definiciones, teorías y políticas. Documento de Trabajo de WIEGO N° 1, agosto de 2012.
- Corinne C. Deléchat y Leandro Medida (2021). Fondo Monetario Internacional. La fuerza laboral informal en el mundo: prioridades para un crecimiento inclusivo.
- International Labour Organization (2023). Women and men in the informal economy: A statistical update.
- International Labour Organization. Estadísticas sobre la economía informal.
- Asli Demirguc-Kunt, Leora Klapper, Dorothe Singer and Saniya Ansar. The Global Findex Database 2021. Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19.
- OCDE. (2007). Removing Barriers to Formalisation, en: OCDE, Promoting Pro-Poor Growth: Policy Guidance for Donors. Paris: OECD Publishing.
- La Porta, R. y Shleifer, A. (2014). Informality and Development, *Journal of Economic Perspectives*, 109-26.
- Serhan Cevik (Jun 2024). IMF Working paper. Promise (un)kept? Fintech and Financial Inclusion.
- AFI (Allianz for Financial Inclusion). El proceso de incorporación del sector informal. Nota de orientación 44 (march 2021)
- Banco Mundial (marzo 2022). Inclusión financiera. Panorama general.
- Abramo, L. (2021). Políticas para enfrentar los desafíos de las antiguas y nuevas formas de informalidad en América Latina. Serie Políticas Sociales (240).
- Bustamante, A., Cabezas, M., Gutierrez, A., Niculcar, D., & Nilo, J. (2022). Informalidad laboral en tiempos de la COVID-19: análisis del mercado laboral chileno. Informes Técnicos OIT Cono Sur (27).
- David Malpass (julio 2022). Banco Mundial-Blogs. Una revolución digital para la inclusión financiera.
- AFI (Alianza para la Inclusión Financiera) (marzo 2021). El proceso de incorporación del sector informal.

Otros informes de MAPFRE Economics

MAPFRE Economics (2024), Ahorro e inversiones del sector asegurador: una actualización, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2024), El mercado asegurador latinoamericano en 2023, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2024), Panorama económico y sectorial 2024: actualización de previsiones hacia el cuarto trimestre, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2024), El mercado español de seguros en 2023, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2024), Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2023, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2024), Demografía: un análisis de su impacto en la actividad aseguradora, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2024), Ranking de ingresos de los mayores grupos aseguradores europeos 2023, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2024), Entorno de riesgos 2024-2026: tipología y análisis, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2024), Perspectivas de los regímenes de regulación de solvencia en seguros, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2023), GIP-MAPFRE 2023, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2023), Mercados inmobiliarios y sector asegurador, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2022), Covid-19: un análisis preliminar de los impactos demográficos y sobre el sector asegurador, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), Sistemas de pensiones en perspectiva global, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2020), Elementos para el desarrollo del seguro de vida, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), Envejecimiento poblacional, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), Índice Global de Potencial Asegurador, Madrid, Fundación MAPFRE.

CENTRO DE DOCUMENTACIÓN

Comprometidos con el conocimiento

LLEVAMOS EL CONOCIMIENTO DENTRO DE NOSOTROS

Ya puedes acceder al Centro de Documentación
de Fundación MAPFRE.

Entra en www.fundacionmapfre.org/documentacion y accede a un catálogo web especializado en **seguros, gerencia de riesgos y previsión social** con más de 170.000 referencias, que te ofrece:

- Plataforma multilenguaje
- Boletín de novedades
- Bibliografías
- Búsquedas de información

Fundación **MAPFRE**

AVISO

Este documento ha sido preparado por MAPFRE Economics con propósitos exclusivamente informativos y no refleja posturas o posiciones de MAPFRE o de Fundación MAPFRE. El documento presenta y recopila datos, opiniones y estimaciones relativas al momento en que fue elaborado, los cuales fueron preparados directamente por MAPFRE Economics, o bien obtenidos o elaborados a partir de fuentes que se consideraron confiables, pero que no han sido verificadas de manera independiente por MAPFRE Economics. Por lo tanto, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan expresamente cualquier responsabilidad con respecto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones contenidas en este documento han sido preparadas a partir de metodologías generalmente aceptadas y deben ser consideradas solo como previsiones o proyecciones, en la medida en que los resultados obtenidos de datos históricos, positivos o negativos, no pueden considerarse como una garantía de su desempeño futuro. Asimismo, este documento y su contenido está sujeto a cambios dependiendo de variables tales como el contexto económico y el comportamiento de los mercados. En esta medida, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan cualquier responsabilidad respecto de la actualización de esos contenidos o de dar aviso de los mismos.

Este documento y su contenido no constituyen, de forma alguna, una oferta, invitación o solicitud de compra, participación o desinversión en instrumentos o activos financieros. Este documento o su contenido no podrán formar parte de ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. En lo que se refiere a la inversión en activos financieros relacionados con las variables económicas analizadas en este documento, los lectores de este estudio deben ser conscientes de que bajo ninguna circunstancia deben basar sus decisiones de inversión en la información contenida en este documento. Las personas o entidades que ofrecen productos de inversión a inversores potenciales están legalmente obligadas a proporcionar la información necesaria para tomar una decisión de inversión adecuada. Por lo anterior, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan expresamente cualquier responsabilidad por cualquier pérdida o daño, directo o indirecto, que pueda derivar del uso de este documento o de su contenido para esos propósitos.

El contenido de este documento está protegido por las leyes de propiedad intelectual. Se autoriza la reproducción parcial de la información contenida en este estudio siempre que se cite su procedencia.

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org
Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid