



Fundación **MAPFRE**

**INVERSIONES DEL
SECTOR ASEGURADOR**

Servicio de Estudios de MAPFRE

Inversiones del sector asegurador

**Un análisis de localización de las
inversiones del sector asegurador
en mercados seleccionados**

Este estudio ha sido elaborado por el Servicio de Estudios de MAPFRE.
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.

© Imagen de cubierta Thinkstock

© De los textos:

Servicio de Estudios de MAPFRE
Carretera de Pozuelo, 52 - Edificio 1 - Anexo
28222 Majadahonda Madrid España
servicio.estudios@mapfre.com

© De esta edición:

2018, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org
Tel.: +34 91 602 5221

Mayo, 2018.

Servicio de Estudios de MAPFRE

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

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

José Manuel Díaz Lominchar

Laura Pérez González

Lidia Román Ventura

Juan Orts Bas

José María Lanzuela

Resumen

Presentación	9
Resumen	11
1. Mercados aseguradores analizados	13
2. Estructura de las carteras de inversiones en los mercados seleccionados	15
2.1 Eurozona	15
2.2 Estados Unidos	17
2.3 Reino Unido	18
2.4 España	20
2.5 Brasil	21
2.6 México	23
3. Síntesis de los mercados analizados	25
4. Cargas de capital aplicables en la Unión Europea	27
4.1 Inversión en bonos de renta fija	27
4.2 Inversiones en acciones	29
4.3 Cargas de capital por las inversiones inmobiliarias	29
4.4 Consideración adicional	29
Referencias	31
Índice de tablas y gráficas	33

Presentación

El sector asegurador es considerado como uno de los principales inversores institucionales a nivel global. A través de esta función, contribuye a la formación de capital por medio de un flujo estable de recursos para la financiación de largo plazo de proyectos que impulsan el crecimiento económico, y apoya también la estabilidad del sistema financiero proveyendo de un mecanismo que reduce la pro-ciclicidad en momentos de crisis.

La posibilidad para que el sector asegurador pueda desarrollar estas funciones desde su perspectiva como inversor tiene su explicación en el hecho de que, a diferencia de otras entidades financieras, el modelo de negocio asegurador conlleva la necesidad de implementar estrategias de inversión orientadas por el pasivo (“liability-driven investment strategies”) con el objetivo de lograr un adecuado casamiento en plazo y tipos de interés entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan.

En este contexto, el propósito de este informe es ofrecer una visión general del perfil de riesgo de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras en una selección de mercados desarrollados (Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España) y de mercados emergentes (Brasil y México); se trata de un conjunto de mercados que ofrecen no solo un diferente nivel de desarrollo relativo, sino también características idiosincrásicas que permiten enriquecer el análisis.

Para efectos de este reporte, se ha considerado la última información disponible que permite identificar la localización de las inversiones con un nivel de desagregación suficiente para determinar los pesos que representan las grandes categorías de activos. Asimismo, la información relativa a las inversiones en estos mercados se presenta, cuando es posible, distinguiendo la cartera de inversiones “tradicional” (en la que el riesgo de las inversiones queda retenido en el balance de las entidades aseguradoras), de la que respalda productos en los que el tomador del seguro es quien asume el riesgo de la inversión (productos del tipo “unit-linked”); cabe decir que el análisis de la proporción existente entre ambos tipos de negocio es también un buen indicador del grado de sofisticación de los mercados de seguros.

Servicio de Estudios de MAPFRE

Resumen

El propósito del presente informe es ofrecer una visión general del perfil de riesgo de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras en una selección de mercados desarrollados y emergentes, así como de las cargas de capital que se aplican a las referidas inversiones en la Unión Europea atendiendo a la tipología de los activos.

Para efectos de este análisis se ha identificado la localización de las inversiones con un nivel de desagregación suficiente para determinar los pesos que representan las grandes categorías de activos, facilitando así su comparativa. El análisis se ha centrado en los siguientes mercados: la Eurozona, los Estados Unidos, el Reino Unido, España, Brasil y México. Como se observa en la Tabla S-1, se trata de un conjunto de mercados que ofrecen no solo un diferente nivel de desarrollo relativo, sino también características idiosincrásicas que permiten enriquecer el análisis.

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

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

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

La información relativa a las inversiones en estos mercados se presenta, cuando es posible, distinguiendo la cartera de inversiones “tradicional” (en la que el riesgo de las inversiones queda retenido en el balance de las entidades aseguradoras) de la que respalda productos en los que el tomador del seguro es quien asume el riesgo de la inversión (productos del tipo “unit-linked”). Así, una vez se ha determinado la cartera de inversiones tradicional, se han calculado los pesos que representa cada categoría de activos.

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

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

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

Esta forma de presentar la información se basa en la idea de que en esa cartera tradicional (no “unit-linked”) es donde resulta relevante distinguir la localización de las inversiones, a efectos de la caracterización del riesgo asumido por las entidades de seguros. En este sentido, conviene destacar que en las carteras de inversión “unit-linked” las decisiones de inversión no recaen exclusivamente en la entidad aseguradora, sino que también se ven influidas por las decisiones que adoptan los tomadores del seguro. Además, este mismo criterio ha sido seguido por la Autoridad

Tabla S-3
Mercados seleccionados: estructura desagregada de las carteras de inversión, 2016
 (%)

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

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

Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) en sus más recientes informes relacionados con la estabilidad financiera y, por ende, es el que se ha adoptado en este reporte (siempre que ha sido posible efectuar tal distinción).

El resultado de esta clasificación (disponible solo para los países de la Unión Europea) se muestra en la Tabla S-2, de la que se desprende que este tipo de distribución de carteras de inversiones atendiendo al tipo de negocio asegurador es también un buen indicador del grado de sofisticación de los mercados de seguros.

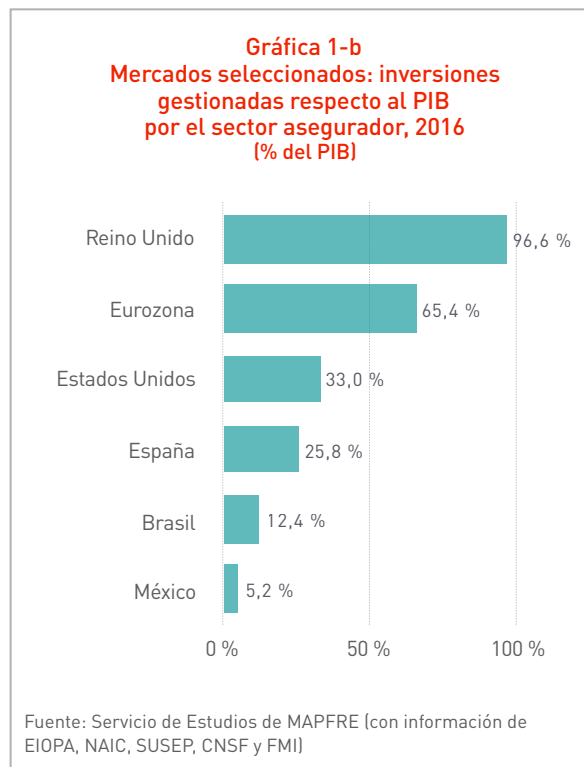
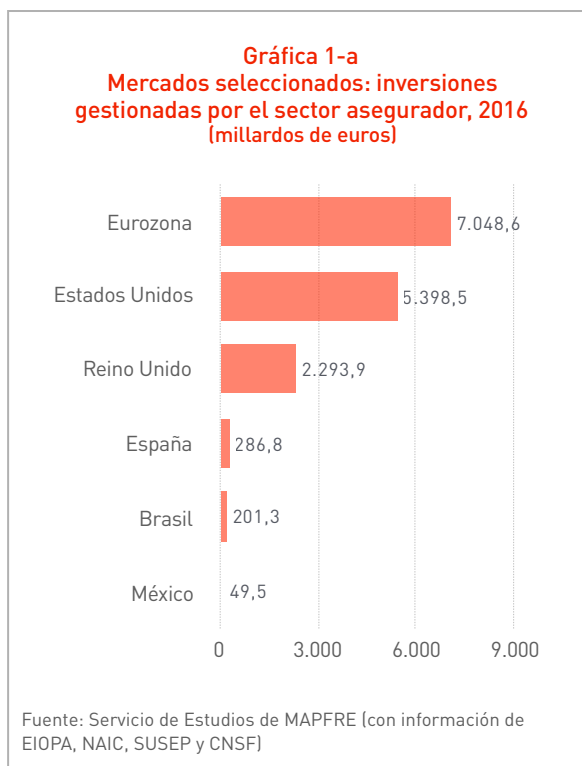
El estudio al que se ha dedicado este informe incluye también la evolución de las carteras de inversión a lo largo de la última década disponible. En este sentido, el mayor nivel de desagregación de las carteras a efectos comparativos se ha podido conseguir solo para los mercados de la Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España (véase la Tabla S-3).

Con independencia de lo anterior, en el tercer apartado de este reporte se muestra la información comparativa disponible para la totalidad de los mercados objeto de análisis.

1. Mercados aseguradores analizados

El análisis de este reporte se ha centrado en los siguientes mercados aseguradores: la Eurozona (agrupando la información de los mercados individuales que la integran), Estados Unidos, el Reino Unido, España, Brasil y México. Se ha elegido este grupo de mercados en la medida que ofrece no solo un diferente nivel de desarrollo relativo, sino también distintas características idiosincrásicas.

Como se ilustra en la Gráfica 1-a, los mercados aseguradores considerados para efectos del análisis representaron en 2016, de manera agregada, inversiones por un monto de 15.278,7 millardos de euros. Además, analizadas individualmente, las inversiones de estos sectores aseguradores llegaron a representar en ese año porciones significativas de sus respectivos productos interiores brutos (PIB), desde el muy destacable 97% en el caso del Reino Unido, hasta apenas el 5% en el caso de México (véase la Gráfica 1-b).



La información que se ha empleado como base para el análisis, proviene directamente de los organismos nacionales o regionales de supervisión. En el caso de la información para el mercado de la Eurozona, el Reino Unido y España, la fuente ha sido la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA). Para el caso del mercado asegurador de los Estados Unidos, la información ha sido tomada de la que publica la Asociación Nacional de Comisionados de Seguros (NAIC). En el caso de Brasil, la fuente de los datos ha sido la Superintendencia de Seguros Privados (SUSEP), y para el mercado mexicano de seguros, la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF).

Cabe señalar que en el caso del análisis del mercado asegurador español, a los exclusivos efectos de presentar la evolución de la cartera, se han tomado datos de ICEA. El motivo está en que en la información de EIOPA relativa a España entre los años 2006 a 2008 se presentaban los fondos de inversión de forma desagregada, a diferencia de la información presentada por el

resto de los grandes mercados de la Eurozona. Entre los años 2009 y 2015 cambió el criterio y se presentaron de forma agregada a la renta variable, con lo que la idea de la evolución de las distintas magnitudes no es del todo representativa.

2. Estructura de las carteras de inversiones en los mercados seleccionados

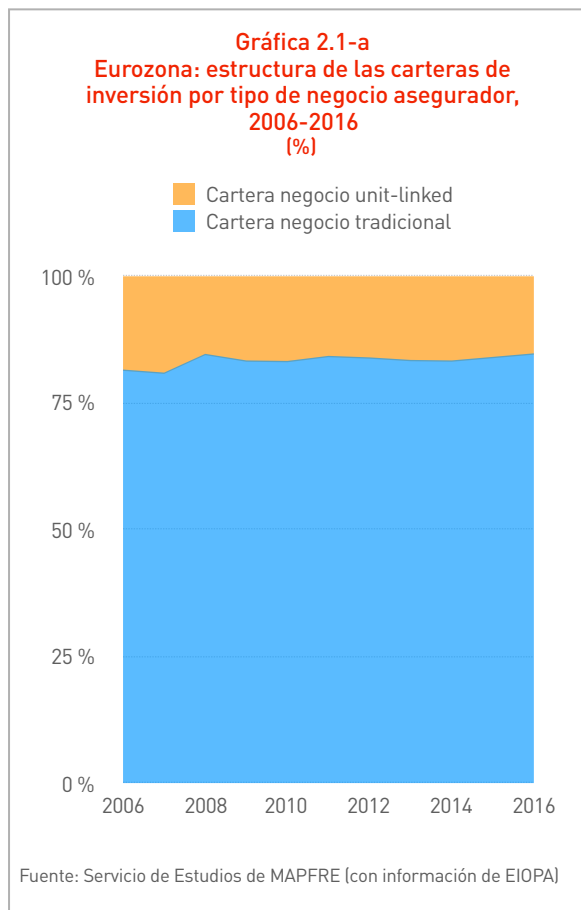
En los siguientes apartados se presenta información descriptiva de la evolución de las carteras de inversiones en los mercados aseguradores de la Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido, España, Brasil y México, correspondientes a la última década disponible.

En el caso de los mercados de la Eurozona, Reino Unido y España se muestra, además, la evolución de forma desagregada de la cartera de inversiones correspondiente al negocio tradicional y al “unit-linked” en la misma década.

2.1 Eurozona

Para el conjunto de mercados aseguradores que integran la Eurozona (Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal), la evolución de la cartera de inversión por tipo de negocio asegurador (distinguiendo el negocio tradicional y el “unit-linked”) a lo largo de la última década con información disponible (2006-2016), se muestra en la Tabla 2.1-a y en la Gráfica 2.1-a.

A diferencia de la percepción respecto a que el entorno de bajos tipos de interés podría haber producido un aumento en la participación relativa del negocio en donde el tomador del seguro asume el riesgo financiero, los datos indican que a lo largo del período 2006-2016 la participación de la cartera del negocio “unit-linked” en la cartera total se redujo en 3,2 puntos porcentuales (pp), con una tendencia



estable en el período posterior a la crisis financiera.

Por lo que se refiere a la evolución de la estructura de la cartera de inversiones tradicional por tipo de activos a lo largo de la pasada década, si bien es cierto que los porcentajes se mantienen en rangos más o menos estables a lo largo de toda la serie, se

Tabla 2.1-a
Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2006-2016 (%)

Tipo de negocio	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cartera negocio tradicional	81,6 %	81,0 %	84,7 %	83,4 %	83,3 %	84,3 %	84,0 %	83,5 %	83,4 %	84,1 %	84,8 %
Cartera negocio unit-linked	18,4 %	19,0 %	15,3 %	16,6 %	16,7 %	15,7 %	16,0 %	16,5 %	16,6 %	15,9 %	15,2 %

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

Tabla 2.1-b
Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016 (%)

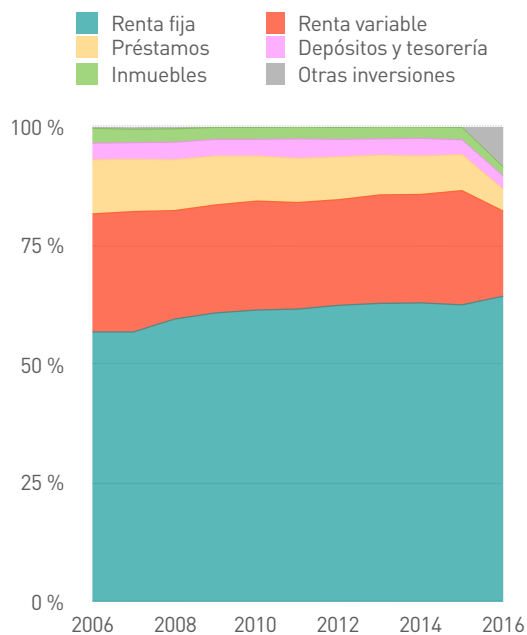
Tipo de activo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Renta fija	56,9 %	56,9 %	59,6 %	60,9 %	61,5 %	61,7 %	62,5 %	62,9 %	63,0 %	62,6 %	64,4 %
Renta variable	24,8 %	25,3 %	22,8 %	22,7 %	22,9 %	22,4 %	22,2 %	22,8 %	22,8 %	24,0 %	17,9 %
Préstamos	11,4 %	11,0 %	10,7 %	10,3 %	9,5 %	9,3 %	9,0 %	8,4 %	8,1 %	7,6 %	4,6 %
Depósitos y tesorería	3,5 %	3,5 %	3,7 %	3,5 %	3,5 %	4,1 %	3,7 %	3,4 %	3,7 %	3,1 %	2,8 %
Inmuebles	3,1 %	2,8 %	2,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,4 %	2,6 %	1,9 %
Otras inversiones	0,2 %	0,3 %	0,4 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	8,4 %

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

observa una tendencia al aumento de las inversiones en renta fija (+7,5 pp), contra la reducción de la renta variable (-6,9 pp). Parte de este comportamiento puede explicarse como un efecto de anticipación a la entrada en vigor del régimen regulatorio de Solvencia II (2016) y las nuevas cargas de capital asociadas a los diferentes tipos de activos, la que habría producido una cierta relocalización de inversiones reduciéndose el porcentaje de renta variable y aumentando el de inversiones

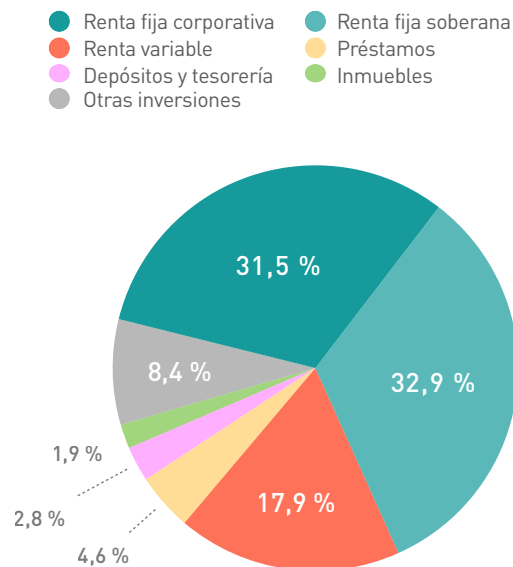
en renta fija. Conviene también destacar que en 2016 aparece la categoría de "otras inversiones" que hasta entonces se utilizaba de forma muy residual. Asimismo, la ligera caída en el porcentaje de inversiones inmobiliarias (-1,2 pp) tiene que ver con la nueva clasificación bajo Solvencia II, que deja fuera los inmuebles de uso propio (véanse la Tabla 2.1-b y la Gráfica 2.1-b).

Gráfica 2.1-b
Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016 (%)



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

Gráfica 2.1-c
Eurozona: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016 (%)



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

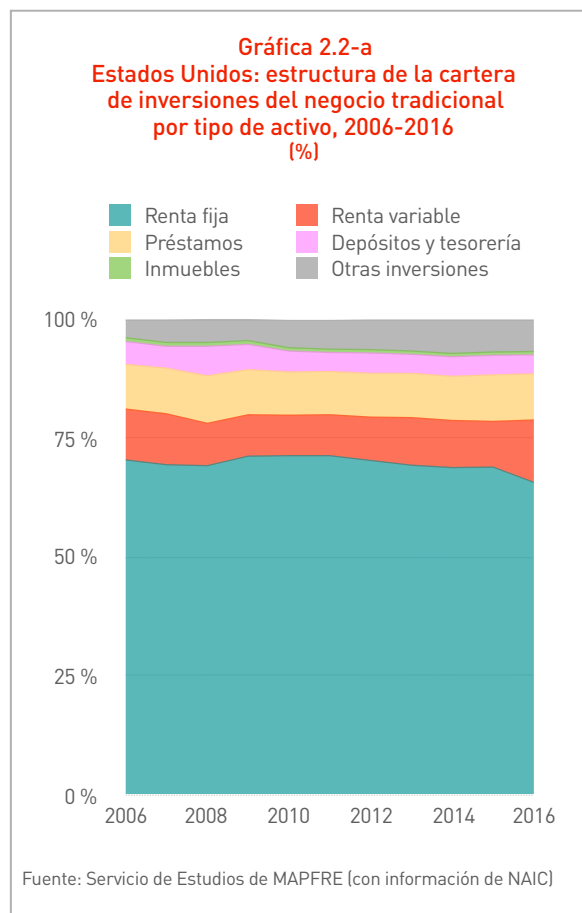
Por último, la Gráfica 2.1-c ilustra la estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo en la Eurozona. Conviene señalar que las inversiones correspondientes a los fondos de inversión se presentan considerando la localización de las inversiones efectuadas por los mismos (“look through approach”). La información se refiere al ejercicio 2016, último ejercicio cerrado disponible¹. Esta información añade el detalle del desglose de las inversiones en renta fija, puntualizando que el 49% de estas (31,5% del total de la cartera de inversiones) correspondió a inversiones en renta fija corporativa, en tanto que el 51% restante (32,9% del total) se localizó en inversiones en renta fija soberana.

2.2 Estados Unidos

Para el caso del mercado asegurador de los Estados Unidos, la evolución de la estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo a lo largo de la última década con información disponible (2006-2016), se ilustra en la Tabla 2.2 y en la Gráfica 2.2-a).

Como se desprende de esa información, a diferencia de la tendencia observada en los mercados aseguradores de la Eurozona, en el caso del mercado estadounidense la participación de las inversiones en renta fija se redujo a lo largo del período de análisis (-4,7 pp), a costa de un crecimiento en la participación relativa de las inversiones en renta variable (+2,4 pp).

A pesar de esa reducción relativa, cabe señalar que, como en la Eurozona (y en general en



todos los mercados aseguradores), las inversiones en renta fija siguen manteniendo una posición preeminente, en la medida en la que el modelo de negocio asegurador conlleva la necesidad de implementar estrategias de inversión orientadas por el pasivo (“liability-driven investment strategies”) a fin de lograr un adecuado casamiento en plazo y tipo de interés entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan.

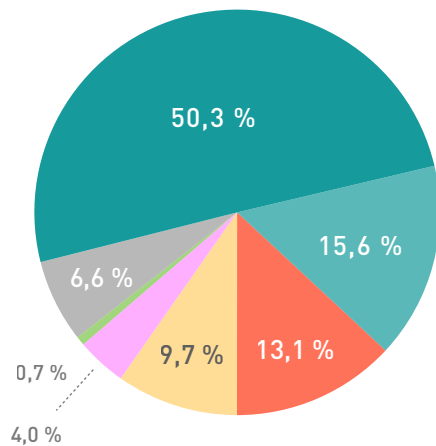
Tabla 2.2
Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016 (%)

Tipo de activo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Renta fija	70,6 %	69,6 %	69,4 %	71,4 %	71,5 %	71,5 %	70,5 %	69,5 %	69,0 %	69,1 %	65,9 %
Renta variable	10,7 %	10,7 %	8,9 %	8,7 %	8,5 %	8,6 %	9,1 %	10,0 %	9,9 %	9,6 %	13,1 %
Préstamos	9,4 %	9,6 %	10,0 %	9,5 %	9,1 %	9,1 %	9,2 %	9,3 %	9,3 %	9,8 %	9,7 %
Depósitos y tesorería	4,8 %	4,6 %	6,2 %	5,3 %	4,4 %	4,0 %	4,3 %	4,0 %	4,1 %	4,1 %	4,0 %
Inmuebles	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
Otras inversiones	3,7 %	4,7 %	4,8 %	4,4 %	5,7 %	6,0 %	6,2 %	6,5 %	7,0 %	6,7 %	6,6 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de la NAIC)

Gráfica 2.2-b
Estados Unidos: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016 (%)

● Renta fija corporativa ● Renta fija soberana
● Renta variable ● Préstamos
● Depósitos y tesorería ● Inmuebles
● Otras inversiones



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

No obstante, y a diferencia de lo que se observa en los mercados aseguradores de la Eurozona (y del resto de la muestra analizada), las inversiones en renta fija se concentran esencialmente en la renta fija corporativa.

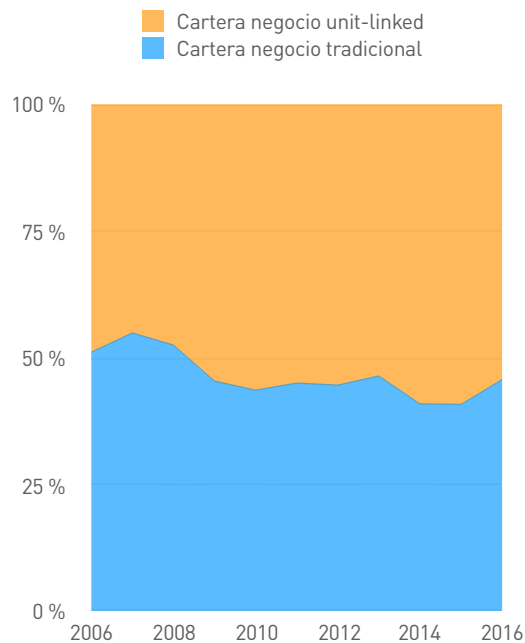
Como se ilustra en la Gráfica 2.2-b, con datos de 2016 el 76% de las inversiones en renta fija (50,3% del total de la cartera de inversiones) correspondieron al rubro de inversiones en renta fija corporativa, en tanto que las inversiones en renta fija soberana representaron el 24% restante (15,6% de la cartera total).

2.3 Reino Unido

En la Tabla 2.3-a y en la Gráfica 2.3-a se presenta la evolución de la cartera de inversión por tipo de negocio asegurador (distinguiendo el negocio tradicional y el “unit-linked”) a lo largo de la última década disponible, para el caso del mercado asegurador de Reino Unido.

A diferencia de los datos para los mercados agregados de la Eurozona, en el caso del Reino Unido destaca una tendencia al aumento de la participación de la cartera de inversiones “unit-linked” respecto de la cartera del negocio tradicional, elemento idiosincrático de este

Gráfica 2.3-a
Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2006-2016 (%)



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

Tabla 2.3-a
Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2006-2016 (%)

Tipo de negocio	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cartera negocio tradicional	51,2 %	55,0 %	52,6 %	45,5 %	43,7 %	45,1 %	44,7 %	46,5 %	41,0 %	40,9 %	45,8 %
Cartera negocio unit-linked	48,8 %	45,0 %	47,4 %	54,5 %	56,3 %	54,9 %	55,3 %	53,5 %	59,0 %	59,1 %	54,2 %

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

Tabla 2.3-b
Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2006-2016
 (%)

Tipo de activo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Renta fija	37,2 %	37,2 %	49,1 %	53,0 %	51,5 %	52,8 %	53,2 %	50,5 %	52,8 %	54,2 %	55,7 %
Renta variable	46,1 %	49,1 %	35,6 %	34,2 %	35,8 %	34,2 %	33,8 %	34,4 %	31,7 %	30,3 %	17,4 %
Préstamos	2,3 %	2,5 %	3,4 %	3,4 %	4,1 %	4,9 %	4,9 %	4,6 %	5,5 %	5,5 %	7,5 %
Depósitos y tesorería	6,7 %	5,5 %	6,7 %	5,6 %	4,7 %	4,3 %	4,5 %	6,2 %	6,1 %	6,0 %	8,9 %
Inmuebles	7,3 %	5,0 %	4,7 %	3,5 %	3,6 %	3,4 %	3,1 %	3,6 %	3,4 %	3,5 %	2,4 %
Otras inversiones	0,4 %	0,7 %	0,5 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,7 %	0,4 %	0,4 %	8,0 %

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

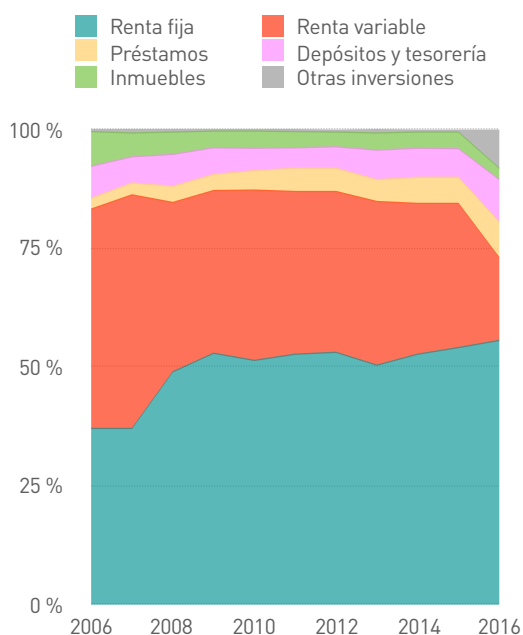
mercado. A lo largo del período 2006-2016, dicha participación se elevó en 5,4 pp, pasando de 48,8% a 54,2%, lo que significa no solo que este mercado es el que muestra la mayor dinámica de crecimiento en este segmento, sino también el que registra la participación relativa más alta de entre los mercados analizados en este reporte.

En lo que se refiere a la evolución de la estructura de la cartera de inversiones tradicional por tipo de activos en Reino Unido a lo largo del período 2006-2016, se observa la muy significativa relocalización de inversiones que tuvo lugar con un incremento en el porcentaje de bonos de renta fija de 18,5 pp y una caída en la renta variable de -28,7pp.

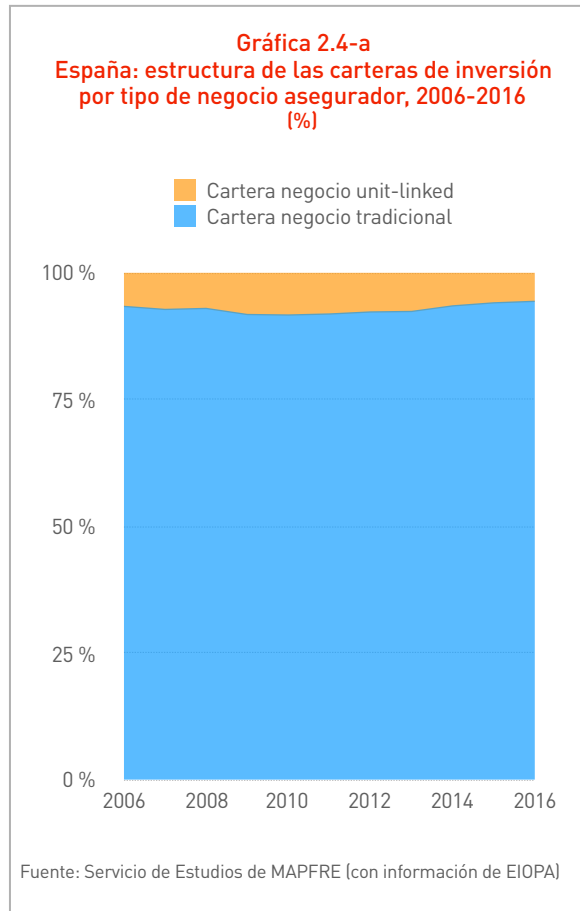
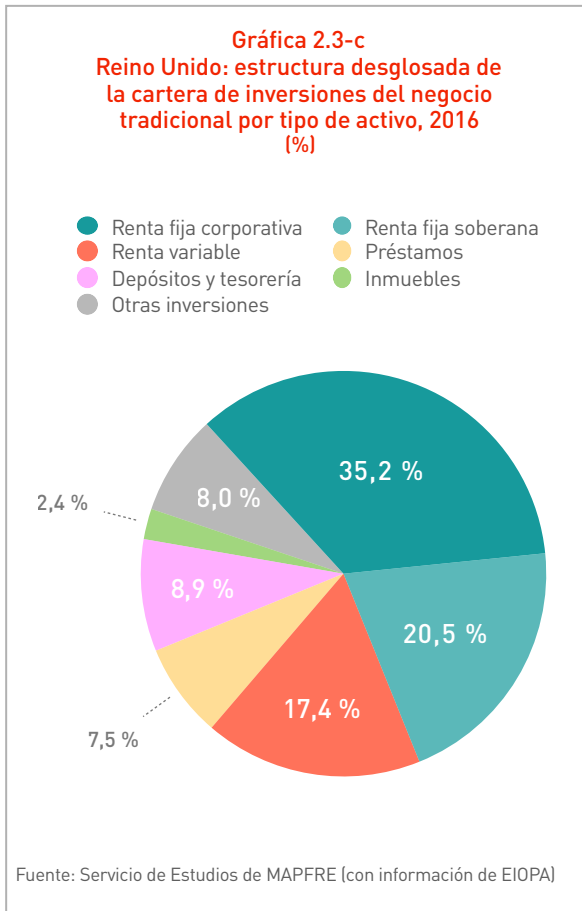
Cabe destacar que la parte más significativa de la relocalización hacia la renta fija ocurrió entre 2006 y 2009 con un aumento de 15,8 pp, en tanto que la reducción de la participación de las inversiones en renta variable ocurre primero entre 2006 y 2008 (-10,5 pp), y luego nuevamente entre 2015-2016 (12,9 pp), coincidiendo con la entrada en vigor de Solvencia II. Finalmente, al igual que sucede en la Eurozona, en 2016 se incrementa significativamente la categoría de "otras inversiones" que hasta entonces se utilizaba de forma muy residual.

La estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo para el mercado de Reino Unido en 2016 se ilustra en la Gráfica 2.3-c. Esta información permite identificar la composición relativa de las inversiones en renta fija, indicando que el 63% de ese rubro de las inversiones (35,2% de la cartera total de inversiones) correspondió a la renta fija corporativa, mientras que el 37% restante (20,5% de la cartera total) lo hizo a la renta fija soberana; estructura que contrasta con la que predomina en la Eurozona y se acerca a la que presenta el mercado asegurador estadounidense.

Gráfica 2.3-b
Reino Unido: estructura de la cartera
de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2006-2016
 (%)



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



2.4 España

El mercado asegurador español es uno de los que presentan una menor participación de la cartera de inversiones "unit-linked" en la Eurozona (el menor de la muestra analizada), con el 5,5% en 2016. Además, esta proporción se ha mantenido estable a lo largo de la última década para la que existe información disponible (véanse la Tabla 2.4-a y la Gráfica 2.4-a).

En lo que toca a la evolución que ha mostrado la estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo en España a lo largo de 2006-2016, se observa una

tendencia similar a la registrada por el conjunto de los mercados de la Eurozona. Mientras que en 2006 las inversiones en renta fija representaron el 62,7% del total, para 2016 ese porcentaje se había elevado al 75,7% (+13 pp); crecimiento que parece haberse hecho a costa de una reducción en el rubro de depósitos y tesorería en ese período (-7,5 pp). La renta variable, por su parte, luego de una caída de -1,7 pp entre 2006 y 2012, ha iniciado un proceso de recuperación hasta alcanzar el 4,8% en 2016 (véase la Tabla 2.4-b y la Gráfica 2.4-b).

Por último, el desglose de las inversiones para 2016 que se ilustra en la Gráfica 2.4-c, muestra el predominio de la renta fija soberana la cual

Tabla 2.4-a
España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2006-2016 (%)

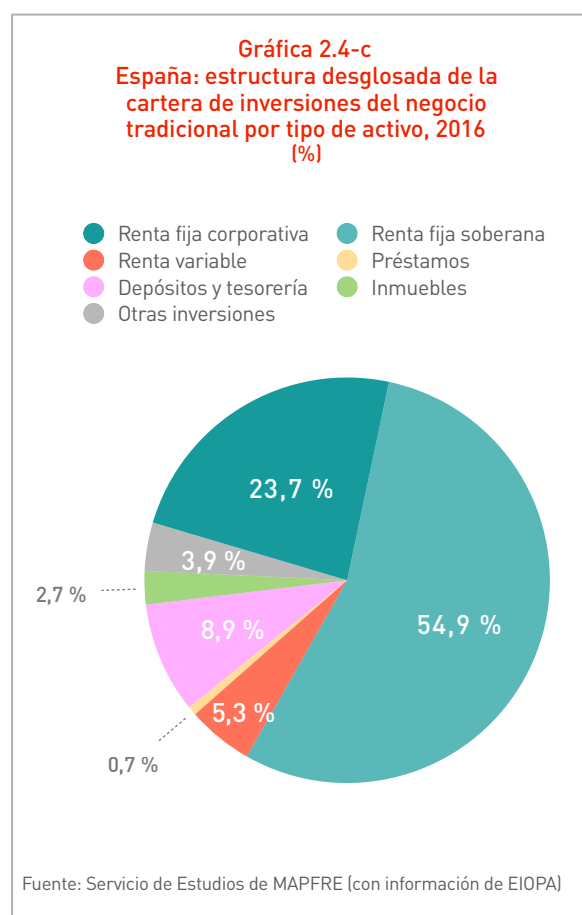
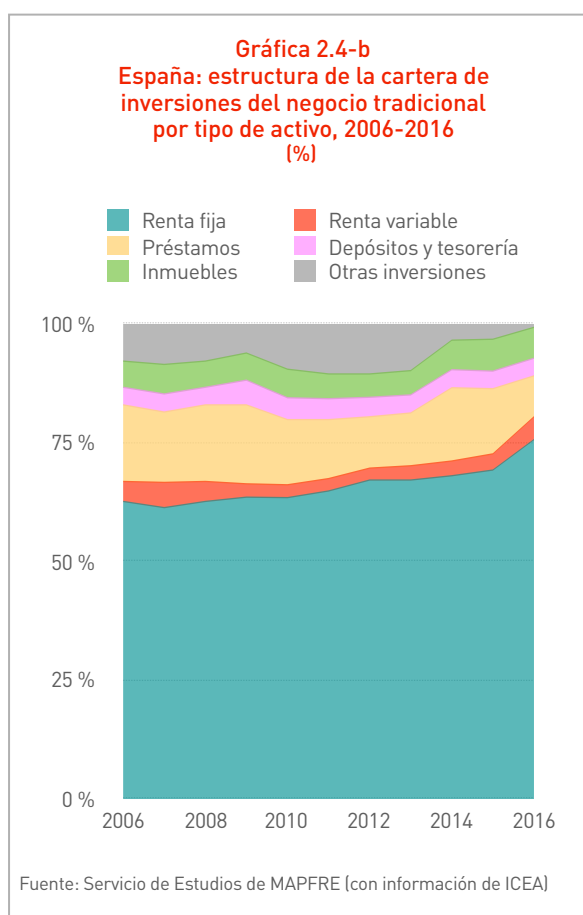
Tipo de negocio	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cartera negocio tradicional	93,5 %	92,9 %	93,1 %	91,9 %	91,8 %	92,0 %	92,4 %	92,5 %	93,6 %	94,2 %	94,5 %
Cartera negocio unit-linked	6,5 %	7,1 %	6,9 %	8,1 %	8,2 %	8,0 %	7,6 %	7,5 %	6,4 %	5,8 %	5,5 %

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

Tabla 2.4-b
España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2006-2016
 (%)

Tipo de activo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Renta fija	62,7 %	61,4 %	62,7 %	63,6 %	63,5 %	64,9 %	67,2 %	67,2 %	68,1 %	69,3 %	75,7 %
Renta variable	4,2 %	5,3 %	4,2 %	2,8 %	2,7 %	2,6 %	2,5 %	3,0 %	3,1 %	3,4 %	4,8 %
Depósitos y tesorería	16,1 %	14,8 %	16,1 %	16,6 %	13,7 %	12,4 %	10,8 %	11,1 %	15,4 %	13,7 %	8,6 %
Inmuebles	3,7 %	3,8 %	3,7 %	5,2 %	4,6 %	4,4 %	4,1 %	3,8 %	3,8 %	3,7 %	3,7 %
Fondos de inversión	5,5 %	6,2 %	5,5 %	5,7 %	6,0 %	5,2 %	4,9 %	5,1 %	6,2 %	6,7 %	6,5 %
Otras inversiones	7,8 %	8,5 %	7,8 %	6,1 %	9,5 %	10,6 %	10,5 %	9,8 %	3,3 %	3,4 %	0,7 %

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



representó el 70% del rubro (54,9% del total de la cartera de inversiones), en tanto que la renta fija corporativa significó el 30% restante (23,7% del total de las inversiones). Así, en España es de destacar el alto porcentaje de inversiones en bonos soberanos, comparado con los anteriores mercados objeto de análisis.

2.5 Brasil

Una particularidad del mercado asegurador brasileño consiste en mantener un alto porcentaje de las inversiones gestionadas a través de fondos de inversión. Como se ilustra en la Tabla 2.5 y en la Gráfica 2.5-a, a lo largo del período 2006-2016 dichas inversiones han oscilado entre el 75% y el 88%, con un aumento de 12,8 pp a lo largo del período analizado. Las

Tabla 2.5
Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2006-2016
 (%)

Tipo de activo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Renta fija	9,5 %	9,1 %	10,8 %	9,8 %	9,0 %	8,5 %	10,0 %	8,8 %	9,9 %	8,0 %	8,0 %
Renta variable	13,8 %	13,9 %	11,5 %	11,0 %	10,5 %	8,9 %	8,4 %	6,5 %	5,3 %	3,5 %	3,5 %
Depósitos y tesorería	0,3 %	0,4 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %	0,4 %	0,2 %	0,2 %
Inmuebles	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Fondos de inversión	75,0 %	75,5 %	76,0 %	77,6 %	79,3 %	81,2 %	80,2 %	83,3 %	83,7 %	87,8 %	87,8 %
Otras inversiones	1,0 %	0,9 %	0,9 %	1,0 %	0,7 %	0,6 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,4 %	0,4 %

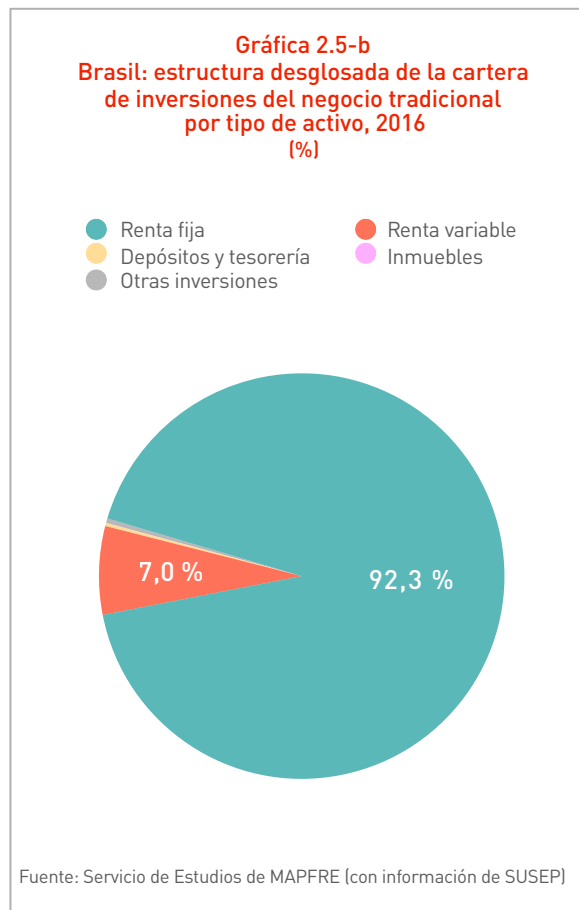
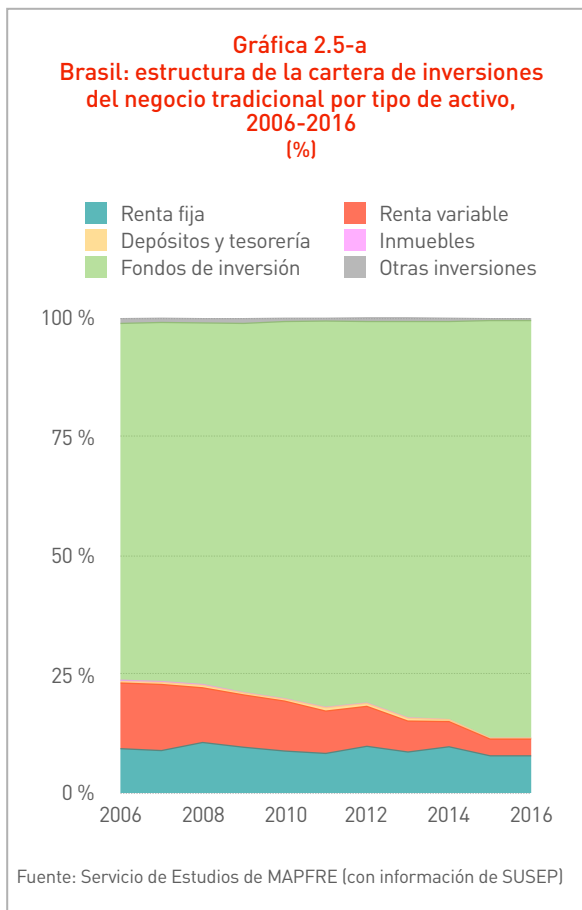
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de SUSEP)

inversiones en renta fija, por su parte, se mantuvieron estables en dicho período, registrando una ligera reducción de 1,5 pp.

Otra tendencia destacable en el mercado asegurador brasileño consiste en la importante reducción en las inversiones en renta variable, las cuales (sin considerar el desglose de los

fondos de inversión) pasaron de representar el 13,8% en 2006 a solo el 3,5% en 2016 (-10,3 pp).

Cabe señalar que según información de la SUSEP, la mayor parte de los activos invertidos a través de fondos de inversión son valores de renta fija, como se muestra en la Gráfica 2.5-b. Así, con datos a 2016, las inversiones en renta



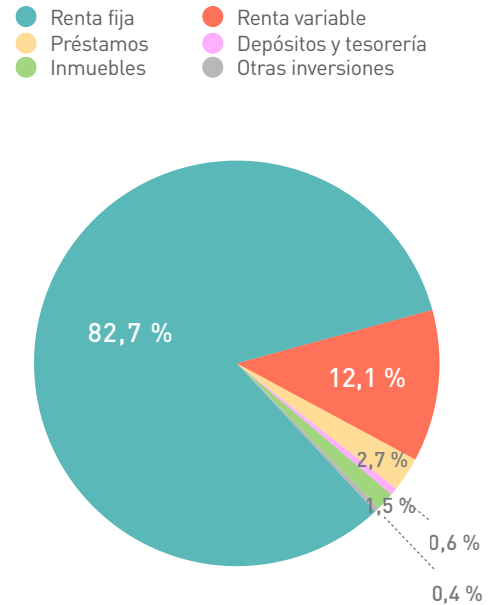
fija del mercado asegurador de Brasil habrían representado el 92,3% del total de la cartera de inversiones.

2.6 México

En el caso del mercado asegurador mexicano, se observa igualmente un fuerte predominio de las inversiones en renta fija dentro de la cartera de inversiones a lo largo del período 2006-2016 (véanse la Tabla 2.6-a y las Gráficas 2.6-a y 2.6-b).

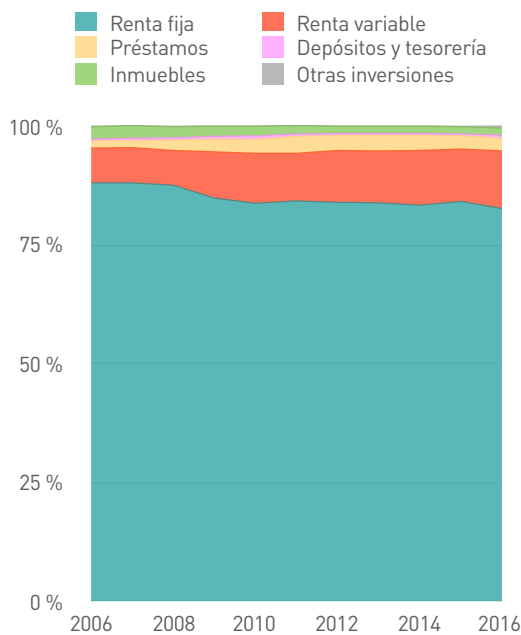
En ese lapso, sin embargo, la participación de las inversiones en renta fija redujo su participación de 88,1% a 82,7% (-5,4 pp), aumentado la participación de las inversiones en renta variable en 4,8 pp, al pasar de 7,3% en 2006 a 12,1% en 2016. Destaca también el ligero aumento en el rubro de préstamos (+1,2 pp) y la pequeña reducción en las inversiones inmobiliarias (-1,1 pp).

Gráfica 2.6-b
México: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016 (%)



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

Gráfica 2.6-a
México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016 (%)



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

Tabla 2.6
México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2006-2016
 (%)

Tipo de activo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Renta fija	88,1 %	88,1 %	87,6 %	84,9 %	83,8 %	84,3 %	84,0 %	83,9 %	83,4 %	84,2 %	82,7 %
Renta variable	7,3 %	7,4 %	7,3 %	9,7 %	10,5 %	10,0 %	10,9 %	10,9 %	11,5 %	11,0 %	12,1 %
Préstamos	1,5 %	1,5 %	2,2 %	2,7 %	2,9 %	3,6 %	3,2 %	3,3 %	3,2 %	2,8 %	2,7 %
Depósitos y tesorería	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,8 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %
Inmuebles	2,6 %	2,6 %	2,3 %	2,1 %	2,0 %	1,7 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Otras inversiones	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,4 %

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

3. Síntesis de los mercados analizados

A manera de síntesis cuantitativa del análisis presentado en el apartado previo de este reporte, a continuación se presenta, para propósitos comparativos, de manera agrupada la información más relevante en materia de estructura de las carteras de inversiones para los mercados analizados correspondiente al año 2016 (último disponible para el conjunto de dichos mercados).

En primer término, en la Tabla 3-a se muestra una síntesis de la estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo en los mercados para los

cuales esta información se encuentra disponible (la Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España). En esta información destaca el mercado asegurador español como el que presenta la mayor proporción de su cartera de inversiones en renta fija y, al mismo tiempo, con una mayor concentración de renta fija soberana.

Por otra parte, la Tabla 3-b ilustra por tipo de activo para el conjunto de los mercados analizados el resumen de la estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional. Nuevamente, destaca el alto nivel de

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

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

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

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

Tipo de activo	Eurozona	Estados Unidos	Reino Unido	España	Brasil	México
Renta fija	64,4 %	65,9 %	55,7 %	78,6 %	92,3 %	83,0 %
Renta variable	17,9 %	13,1 %	17,4 %	5,3 %	7,0 %	12,2 %
Préstamos	4,6 %	9,7 %	7,5 %	0,7 %		
Depósitos y tesorería	2,8 %	4,0 %	8,9 %	8,9 %	0,2 %	2,8 %
Inmuebles	1,9 %	0,7 %	2,4 %	2,7 %	0,0 %	0,6 %
Otras inversiones	8,4 %	6,6 %	8,0 %	3,9 %	0,4 %	1,5 %

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

concentración de las inversiones en renta fija (corporativa y soberana) a lo largo de la muestra que integró el análisis. Como antes se apuntó, esta posición preeminente se explica, en buena medida, por el hecho de que el modelo de negocio asegurador conlleva la necesidad de implementar estrategias de inversión orientadas por el pasivo con el propósito de lograr un adecuado casamiento en plazo y tipo de interés entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan.

Asimismo, se observa que, en adición a lo anterior, en los países con menor nivel de desarrollo de los mercados aseguradores (por volumen de activos de sus carteras) el porcentaje de inversiones en valores de renta fija es superior, presentando igualmente porcentajes de inversiones en renta variable inferiores al de los mayores mercados.

Por último, la Tabla 3-c muestra la información relativa a la importancia de la cartera de

inversiones asociada al negocio de productos "unit-linked", para aquellos mercados analizados en los que esta información se encuentra disponible. Como se anticipó en el análisis respectivo, destaca la escasa relevancia de este tipo de productos en la Eurozona (en especial en España), comparado con el Reino Unido.

Tabla 3-c
Mercados seleccionados: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016 (%)

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

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

4. Cargas de capital aplicables en la Unión Europea

Uno de los aspectos que parecen estar teniendo influencia en las tendencias observadas en la conformación de las carteras de inversiones en Europa, tiene que ver con las cargas de capital aplicables conforme a la nueva regulación de Solvencia II.

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

4.1 Inversión en bonos de renta fija

Las inversiones en bonos de renta fija tienen unas cargas de capital específicas derivadas de: (i) el riesgo de diferencial (“spread”) y del riesgo de concentración, las cuales dependen de la clase de activo; (ii) de su rating (calificación de riesgo crediticio); (iii) de la duración residual del bono ponderada por la cuantía de los flujos futuros (duración modificada), y (iv) de la concentración con una misma contraparte. Además, pueden

determinarse cargas adicionales de capital en el caso de una deficiente gestión del riesgo de descasamiento de flujos y/o de divisas entre activos y pasivos.

Cargas de capital por riesgo de diferencial (*spread*)

La Tabla 4.1 muestra una comparativa de las cargas brutas de capital aplicables a distintos tipos de bonos por año de duración. Como se desprende de esta información, las cargas de capital varían negativamente (mayor requerimiento) en función del riesgo inherente del instrumento y de la menor calificación de riesgo crediticio.

Para calcular la carga bruta total de un bono concreto debe multiplicarse su duración modificada por los porcentajes que aparecen en la referida Tabla 4.1. Para duraciones superiores a cinco años, los porcentajes aplicables al exceso de duración son algo menores, con el propósito de no penalizar en exceso a las inversiones a largo plazo².

La Gráfica 4.1 ilustra el comportamiento de las cargas de capital presentando una comparativa

Tabla 4.1
Cargas brutas de capital aplicables a bonos por año de duración (%)

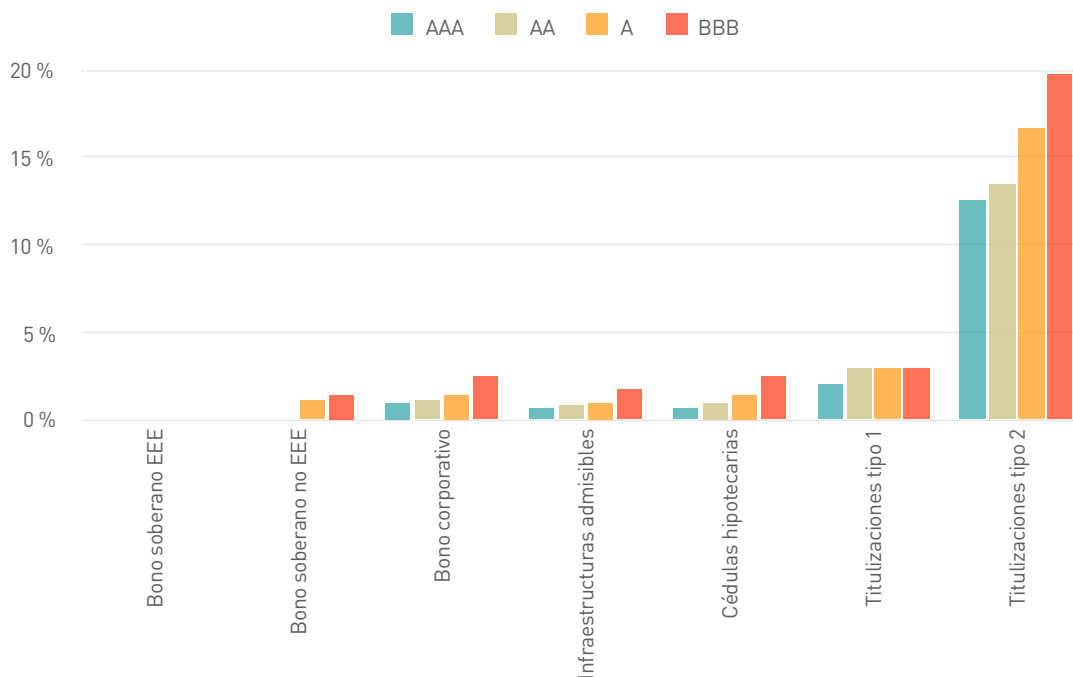
Calificación crediticia**	Bono soberano EEE*	Bono soberano no EEE	Bono corporativo	Infraestructuras admisibles	Cédulas hipotecarias	Titulizaciones tipo 1	Titulizaciones tipo 2
AAA	0,00 %	0,00 %	0,90 %	0,64 %	0,70 %	2,10 %	12,50 %
AA	0,00 %	0,00 %	1,10 %	0,78 %	0,90 %	3,00 %	13,40 %
A	0,00 %	1,10 %	1,40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

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

* Espacio Económico Europeo (EEE)

** Véase el enlace a la tabla de equivalencias en la referencia 3/ de este reporte (p. 31).

Gráfica 4.1
Cargas de capital por año de duración: bonos grado de inversión
 (%)



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

de las cargas brutas por año de duración de los bonos ubicados en el rango de grado de inversión.

Se puede observar que las inversiones en bonos soberanos de países del Espacio Económico Europeo (EEE) no tienen carga de capital por riesgo de diferencial, siempre que estén denominados y financiados en su misma moneda. No obstante, si no se gestionan adecuadamente las divisas y las duraciones, podrían dar lugar a una carga de capital como consecuencia de los movimientos de los tipos de interés libres de riesgo y/o de los tipos de cambio, en el caso de descasamiento de flujos y/o de divisas entre activos y pasivos. Además, un aumento de los *spread* de mercado impactaría en los fondos propios admisibles para cubrir los requisitos de capital, al caer el valor de mercado de esos bonos soberanos.

Si se trata de inversiones en deuda soberana de países distintos a los Estados miembros con una calificación crediticia de AAA o AA (o equivalente³), tampoco tienen carga de capital por riesgo de diferencial. Para calificaciones

crediticias inferiores, la carga de capital depende del rating y de la duración modificada del bono en cuestión.

A título de ejemplo, un bono de deuda soberana de países distintos a los Estados miembros con una calificación crediticia A y cinco años de duración tendría una carga de capital bruta del 5,5%. Si su duración es de diez años la carga sería del 8,4%. Si el bono tuviese una calificación BBB, las cargas serían del 7% y del 10,5%, respectivamente. Los bonos que carecen de *rating* tienen cargas de capital específicas que se mueven en un rango entre las cargas aplicables a los bonos corporativos ordinarios BBB y BB.

Es importante destacar que estos porcentajes se aplican tanto a las inversiones directas como a las realizadas mediante fondos de inversión, a los que se aplica el denominado enfoque de transparencia ("look through").

Cargas de capital por riesgo de concentración

Por otra parte, en caso de existir concentraciones de riesgos con una determinada contraparte por encima de un determinado umbral, se aplica una carga de capital adicional. En general, no es habitual que las entidades aseguradoras superen dichos umbrales, que normalmente vienen a estar por encima de los fijados en sus políticas de gestión de riesgos, dentro de lo que es el control de límites. No obstante, las cargas de capital derivadas de su incumplimiento penalizan fuertemente la concentración.

Como ejemplo de lo anterior, una inversión en un bono AA de una contraparte cuya exposición supere el 3% del total de activos de la entidad recibiría una carga adicional del 12% sobre el exceso de exposición. Si es un bono BBB, la sobrecarga de capital sería del 27% sobre el exceso de exposición que supere el 1,5% del total de activos de la entidad.

4.2 Inversiones en acciones

La carga bruta de capital aplicable a las inversiones en acciones cotizadas en mercados regulados de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) es del 39% del valor de las acciones. Esta carga, a su vez, debe ajustarse por el denominado "ajuste simétrico" el cual tiene efectos contra-cíclicos, dentro de unos límites que van entre el -10% y el +10%. Dicho ajuste es publicado por EIOPA mensualmente, y en marzo de 2018 suponía un ajuste de -0,88 pp.

No obstante, actualmente subsiste un régimen transitorio que permite aplicar cargas menores hasta el año 2022, inclusive, que crecen de forma progresiva un 2,5% hasta alcanzar el 39% en 2023 (más-menos el ajuste anticíclico).

Para los instrumentos de renta variable por inversiones en infraestructuras que cumplan los requisitos de admisibilidad para recibir un trato preferente, la carga bruta de capital es del 30%, más el 77% del ajuste simétrico previsto para la inversión en acciones (en marzo de 2018 sería el 77% de -0.88%). Para acciones no cotizadas, la carga de capital es del 49% más el ajuste simétrico.

Existen, asimismo, casos especiales en los que las cargas de capital pueden resultar inferiores, como en el caso de las participaciones estratégicas.

4.3 Cargas de capital por las inversiones inmobiliarias

La carga de capital bruta por riesgo de mercado para las inversiones inmobiliarias es del 25% del valor del inmueble. Al igual que ocurre con el resto de activos, este porcentaje es tanto para las inversiones directas como las realizadas mediante fondos de inversión inmobiliarios, a los que se aplica el denominado enfoque de transparencia ("look through").

Existe una carga de capital adicional en el caso de excesos de exposición en un único inmueble. El umbral de exceso es del 10% del valor de todos los activos de la entidad aseguradora, excluyendo del cómputo algunos activos como los correspondientes a contratos de seguros de Vida en los que el tomador asume íntegramente el riesgo de inversión. La carga adicional de capital sería de un 12% sobre el exceso. Los inmuebles situados en un mismo edificio se consideran un único inmueble.

4.4 Consideración adicional

Finalmente, es importante destacar que las cargas de capital expuestas son cargas brutas. Los beneficios de diversificación, la capacidad de absorción de pérdidas por los impuestos diferidos y el hecho de que las inversiones puedan estar afectas a carteras de productos con participaciones en beneficios discrecionales, hacen que la carga de capital en términos de fondos propios requeridos pueda ser inferior, dependiendo del perfil de riesgo de la entidad aseguradora de que se trate.

La capacidad de absorción de pérdidas por los impuestos diferidos puede llegar a reducir la carga de capital hasta un porcentaje equivalente al tipo impositivo del impuesto sobre sociedades. Asimismo, la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas dependerá de los productos que tenga la entidad en cartera con participaciones en beneficios discrecionales.

Referencias

1/ En el siguiente vínculo puede encontrarse el detalle de la distribución de la cartera al cierre del segundo trimestre de 2017 para cada uno de los países de la UE/EEE: https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/Financial_Stability_Report_December2017.pdf (página 57).

2/ Artículo 176 del reglamento Delegado (UE) 2015/35 (Solvencia II):
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02015R0035-20170915>

3/ Tabla de equivalencia de calificaciones crediticias de EIOPA:
https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_impl/2016/1800/oj

Índice de tablas y gráficas

Tablas

Tabla S-1	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador en, 2016	11
Tabla S-2	Mercados seleccionados: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016	11
Tabla S-3	Mercados seleccionados: estructura desagregada de las carteras de inversión, 2016	12
Tabla 2.1-a	Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2006-2016	15
Tabla 2.1-b	Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016	16
Tabla 2.2	Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016	17
Tabla 2.3-a	Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2006-2016	18
Tabla 2.3-b	Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016	19
Tabla 2.4-a	España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2006-2016	20
Tabla 2.4-b	España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016	21
Tabla 2.5	Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016	22
Tabla 2.6	México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016	24
Tabla 3-a	Mercados seleccionados: síntesis de la estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016	25
Tabla 3-b	Mercados seleccionados: síntesis de la estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016	25
Tabla 3-c	Mercados seleccionados: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016	26
Tabla 4.1	Cargas brutas de capital aplicables a bonos por año de duración	27

Gráficas

Gráfica 1-a	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2016	13
Gráfica 1-b	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas respecto al PIB por el sector asegurador, 2016	13
Gráfica 2.1-a	Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2006-2016	15
Gráfica 2.1-b	Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016	16
Gráfica 2.1-c	Eurozona: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016	16
Gráfica 2.2-a	Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016	17
Gráfica 2.2-b	Estados Unidos: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016	18
Gráfica 2.3-a	Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2006-2016	18
Gráfica 2.3-b	Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016	19
Gráfica 2.3-c	Reino Unido: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016	20
Gráfica 2.4-a	España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2006-2016	20
Gráfica 2.4-b	España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016	21
Gráfica 2.4-c	España: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016	21
Gráfica 2.5-a	Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016	22
Gráfica 2.5-b	Brasil: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016	22
Gráfica 2.6-a	México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2006-2016	23
Gráfica 2.6-b	México: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016	23
Gráfica 4.1	Cargas de capital por año de duración: bonos grado de inversión	28

AVISO

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de MAPFRE 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 el Servicio de Estudios de MAPFRE, o bien obtenidos o elaborados a partir de fuentes que se consideraron confiables, pero que no han sido verificadas de manera independiente por el Servicio de Estudios de MAPFRE. 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