

Fundación **MAPFRE**

**INVERSIONES DEL
SECTOR ASEGURADOR**

Servicio de Estudios de MAPFRE



Inversiones del sector asegurador

**Análisis comparado de las
carteras de 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.

Citar como:

Servicio de Estudios de MAPFRE (2020), *Inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta: iStock

© De los textos:

Servicio de Estudios de MAPFRE - servicio.estudios@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:

2020, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Febrero, 2020.

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

Maximilian Antonio Bruno Horn

Verónica Martínez Vera

Almudena Aramburu González

José Luis Pozo Estudillo

Miguel Ángel Martínez Roa

Óscar García García

Contenido

Presentación	9
Introducción	11
Resumen ejecutivo	13
1. Mercados aseguradores analizados	17
2. Estructura de las carteras de inversiones en los mercados seleccionados	19
2.1 Eurozona	19
2.2 Estados Unidos	21
2.3 Japón	22
2.4 Reino Unido	23
2.5 España	25
2.6 Brasil	27
2.7 México	28
3. Estructura de las carteras de inversiones de grandes grupos europeos	31
4. Cargas de capital aplicables en la Unión Europea	35
4.1 Inversión en bonos de renta fija	35
4.2 Inversiones en acciones	36
4.3 Cargas de capital por las inversiones inmobiliarias	37
4.4 Beneficios de diversificación y capacidad de absorción de pérdidas	37
Referencias	39
Índice de tablas y gráficas	41

Presentación

Fundación MAPFRE presenta un nuevo informe del Servicio de Estudios de MAPFRE, el cual analiza aspectos relacionados con las inversiones del sector asegurador en una selección de mercados representativos. El objetivo del estudio es mostrar la dimensión del sector asegurador como inversor institucional en dichos mercados y observar cómo ha evolucionado la estructura de las carteras a lo largo de una década, describiendo las principales características de cada una de ellas y apuntando los motivos que han influido en los cambios producidos en su composición en función de diversos factores regulatorios, económicos y financieros.

El estudio se complementa con un análisis de las carteras de inversiones de seis grandes grupos aseguradores europeos que operan a nivel global, y con una comparativa de las cargas brutas de capital regulatorio aplicables a las categorías más representativas de las carteras de inversión de las aseguradoras que utilizan la fórmula estándar bajo el régimen regulatorio de Solvencia II.

La relevancia del tema analizado es uno de los motivos que nos anima a publicar este trabajo del Servicio de Estudios de MAPFRE, el cual actualiza y amplía el publicado en 2018. El seguro proporciona protección y tranquilidad a la sociedad, y para Fundación MAPFRE es importante divulgar y transmitir su función social y destacar su papel en la economía. Esperamos que el lector encuentre en este documento una herramienta útil para el desempeño de su actividad personal y profesional.

Fundación MAPFRE

Introducción

El presente informe ofrece una visión general de la distribución y del perfil del riesgo según la tipología de los activos de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras en una selección de los principales mercados de las grandes regiones a nivel global. Este análisis amplía y actualiza la información contenida en informes previos elaborados por el Servicio de Estudios de MAPFRE. En esta ocasión, se ha incorporado al análisis el caso del mercado de seguros japonés, segundo mercado por países a nivel mundial y un referente en cuanto al proceso de adaptación que afronta en este entorno de bajos tipos de interés en el que se encuentran las entidades aseguradoras, como ocurre con gran parte de los mercados aseguradores de los países avanzados y que empieza a afectar a alguno de los principales mercados emergentes.

De esta forma, el análisis incluye los mercados de la Eurozona, Estados Unidos, Japón, el Reino Unido, España, Brasil y México. Adicionalmente, se ha incorporado un análisis de las carteras de una selección de grandes grupos aseguradores europeos, que incorpora información sobre la calificación crediticia de las carteras en las que invierten.

Como se ha venido destacando en informes previos, y especialmente al analizar las inversiones, hay que resaltar que el sector asegurador es reconocido como uno de los principales inversores institucionales a nivel global. No obstante, 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 plazos, divisas y tipos de interés entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan. De esta manera, estas entidades contribuyen 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.

Servicio de Estudios de MAPFRE

Resumen ejecutivo

El presente informe ofrece una visión comparada de la distribución de las inversiones de las entidades aseguradoras por tipología de activos en una selección de mercados, la cual incluye tanto desarrollados (Japón, la Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España) como emergentes (Brasil y México). Como se observa en la Tabla S-1, se trata de un conjunto de mercados que ofrecen un diferente nivel de desarrollo relativo, destacando los mercados del Reino Unido, Japón y la Eurozona, en los que el volumen de inversiones gestionadas tiene un peso significativamente mayor al resto de los mercados, en relación a su PIB respectivo.

Tabla S-1
Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2018
 (millones de euros)

Mercado	Inversiones	PIB	% del PIB
Reino Unido	2.440.229	2.505.106	97,4 %
Japón	3.454.815	4.403.243	78,5 %
Eurozona	7.370.819	11.570.658	63,7 %
Estados Unidos	5.384.972	18.149.954	29,7 %
España	284.888	1.206.878	23,6 %
Brasil	238.821	1.654.502	14,4 %
México	55.024	1.083.432	5,1 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de EIOPA, NAIC, SUSEP, CNSF, LIAJ y GIAJ 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, a la que hemos denominado cartera de negocio tipo “unit-linked” (que incluye tanto los productos

“unit linked” en sentido estricto, como otros productos del tipo “variable annuity”, en los que también existe una asunción del riesgo de inversión por parte del tomador del seguro, son gestionados en cuentas separadas y las inversiones se materializan en unidades de fondos de inversión). En particular, ha sido posible presentar tal distinción en los mercados que se muestran en la Tabla S-2.

Una vez se ha determinado la cartera de inversiones tradicional, se han calculado los pesos que representa cada categoría de activos. Esta forma de presentar la información se basa en la idea de que en esa cartera tradicional (que no se encuentra ligada a productos “unit-linked” ni “variable annuity”) es donde resulta relevante distinguir la tipología de las inversiones, a efectos de la caracterización del riesgo asumido por las entidades de seguros. En las carteras del tipo “unit-linked” o asimiladas, el riesgo y las decisiones de inversión no recaen en la entidad aseguradora, sino que se ven influidas por las decisiones que adoptan los tomadores del seguro.

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 para la que existe información disponible (2008-2018).

Tabla S-2
Mercados seleccionados: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2018
 (%)

Tipo de negocio	Eurozona	Estados Unidos	Reino Unido	España
Cartera negocio tradicional	84,5 %	72,1 %	45,9 %	93,7 %
Cartera negocio unit-linked	15,5 %	27,9 %	54,1 %	6,3 %

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

Tabla S-3
Mercados seleccionados: estructura desagregada de las
carteras de inversión del negocio tradicional, 2018
 (%)

Tipo de activo	Eurozona	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	España
Renta fija corporativa	31,4 %	51,5 %	7,1 %	36,5 %	21,8 %
Renta fija soberana	34,5 %	13,6 %	39,1 %	20,9 %	56,9 %
Renta variable	13,9 %	13,1 %	6,8 %	12,9 %	6,0 %
Préstamos	5,2 %	10,6 %	7,9 %	9,1 %	1,0 %
Depósitos y tesorería	4,6 %	3,9 %	3,1 %	10,1 %	7,8 %
Inmuebles	2,3 %	0,6 %	1,7 %	2,7 %	2,5 %
Otras inversiones	8,2 %	6,7 %	34,3 %	7,7 %	4,0 %

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

En este sentido, el mayor nivel de desagregación de las carteras a efectos comparativos (con el desglose de las inversiones en renta fija corporativa) se ha podido conseguir para los mercados de Japón, la Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España (véase la Tabla S-3).

En esta información destaca el mercado asegurador de los Estados Unidos, por el peso predominante que tienen las inversiones en renta fija corporativa en este mercado. La profundidad y amplitud del mercado de capitales de este país ofrece más posibilidades a la hora de encontrar emisiones de este tipo en las que invertir, con una amplia variedad en cuanto a duraciones y niveles de calidad crediticia. El mercado asegurador japonés, por su parte, presenta un elevado porcentaje de inversiones en moneda extranjera (incluidas en el rubro de "otras inversiones" y que suponen el 25% de su cartera total, habiendo experimentado un au-

mento de 12 puntos porcentuales a lo largo de la década 2008-2018. Las compañías de seguros que operan en el mercado nipón han sido tradicionalmente una fuente de inversión importante para los bonos soberanos japoneses y, en particular, en los denominados "super-long-term government bonds" (JGBs). No obstante, el actual entorno de bajos tipos de interés ha hecho muy difícil mantener el retorno de las inversiones y alinear al mismo tiempo la duración de activos y pasivos, teniendo en cuenta que todavía subsisten carteras antiguas con altos tipos garantizados. La reacción de las entidades aseguradoras en este entorno ha ido en la dirección de incrementar sus inversiones en el extranjero, principalmente bonos de los Estados Unidos, en busca de mayores rendimientos para cumplir con sus obligaciones de intereses garantizados. Esto ha provocado que las aseguradoras se encuentren más expuestas a los mercados internacionales y al riesgo de las oscilaciones de los tipos de cambio.

Tabla S-4
Mercados seleccionados: síntesis de la estructura de la
cartera de inversiones por tipo de activo, 2018
 (%)

Tipo de activo	Eurozona	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	España	Brasil	México
Renta fija	65,9 %	65,1 %	46,2 %	57,4 %	78,7 %	92,7 %	81,5 %
Renta variable	13,9 %	13,1 %	6,8 %	12,9 %	6,0 %	6,5 %	13,7 %
Préstamos	5,2 %	10,6 %	7,9 %	9,1 %	1,0 %		2,5 %
Depósitos y tesorería	4,6 %	3,9 %	3,1 %	10,1 %	7,8 %	0,2 %	0,5 %
Inmuebles	2,3 %	0,6 %	1,7 %	2,7 %	2,5 %	0,2 %	1,5 %
Otras inversiones	8,2 %	6,7 %	34,3 %	7,7 %	4,0 %	0,4 %	0,2 %

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

Entre los anteriores mercados desarrollados, el mercado español es 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. Sin embargo, si consideramos los mercados brasileño y mexicano, estos presentan porcentajes superiores al del mercado español. En este sentido, se observa que, empíricamente, a menor nivel de desarrollo de los mercados aseguradores (por volumen de activos de sus carteras) el porcentaje de inversiones en valores de renta fija aumenta, presentando igualmente porcentajes de inversiones en renta variable inferiores al de los mayores mercados.

Por otra parte, la Tabla S-4 ilustra para el conjunto de los mercados analizados el resumen de la estructura de la cartera de inversiones por tipo de activo. Destaca el alto nivel de 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 ("*liability-driven*"), 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.

Como complemento de lo anterior, en el tercer apartado de este informe se incluye un análisis de las carteras de inversiones de una selección de grupos aseguradores europeos, con la información extraída de sus cuentas consolidadas referidas al cierre de 2018. Este análisis muestra, además, información comparada del *rating* de los activos de renta fija y su variación respecto del año anterior, con el fin de ofrecer una visión más profunda en la comparativa sobre su perfil de riesgo.

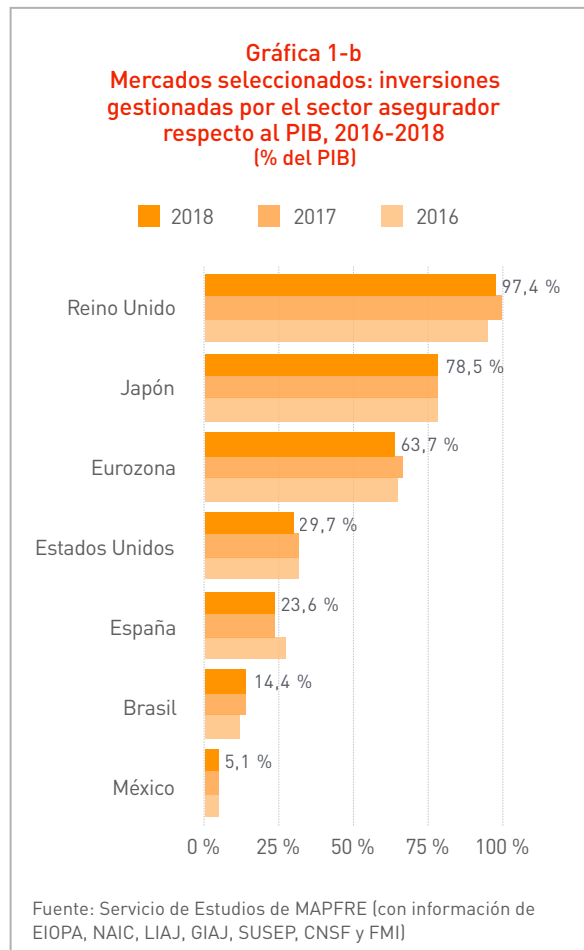
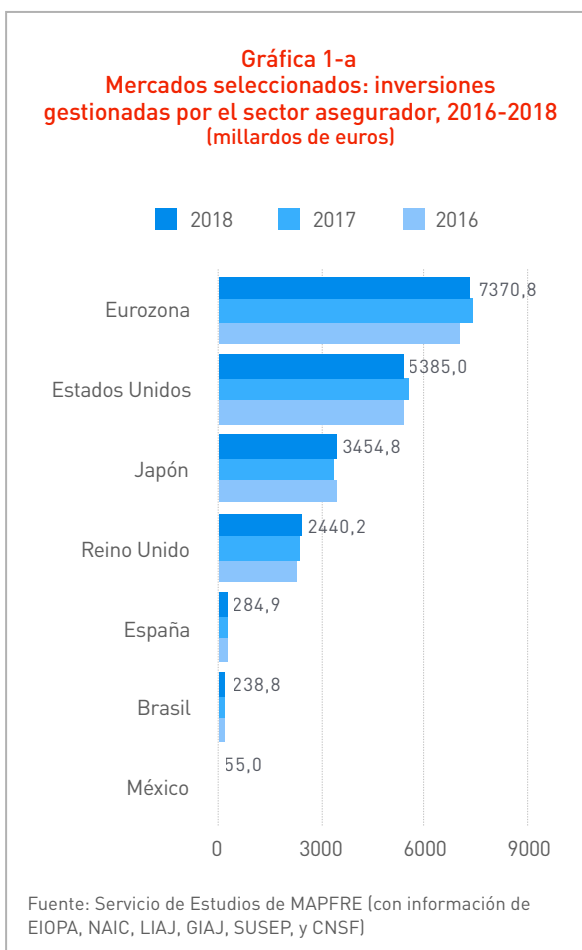
1. Mercados aseguradores analizados

Como se ilustra en la Gráfica 1-a, los mercados aseguradores considerados para efectos del análisis de este informe representaron en 2018, de manera agregada, inversiones por un importe de 19.535,4 millardos de euros, destacando cuatro de los mayores sectores de seguros del mundo: el de la Eurozona (con inversiones por 7.371 millardos de euros), el de los Estados Unidos (5.385 millardos de euros), el de Japón (3.455 millardos de euros) y el del Reino Unido (2.440 millardos de euros).

Por otra parte, analizados individualmente —y en función del grado de desarrollo de sus respectivos segmentos de No Vida y, especialmente, Vida—, las inversiones de estos mercados aseguradores llegaron a representar, en 2018, porciones significativas de sus

respectivos productos interiores brutos (PIB), desde el 97% en el caso del Reino Unido, hasta apenas el 5% en el caso de México (véase la Gráfica 1-b).

Cabe señalar que la información que se ha empleado como base para el análisis en este informe, 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). En España, se ha utilizado adicionalmente la fuente de ICEA en el análisis de la evolución de la estructura de la cartera agregada en el período 2008-2018. 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). Por último, en el caso de Japón, se ha combinado la información de las asociaciones de aseguradoras de Vida (The Life Insurance Association of Japan, LIAJ) y de No Vida (The General Insurance Association of Japan, GIAJ).

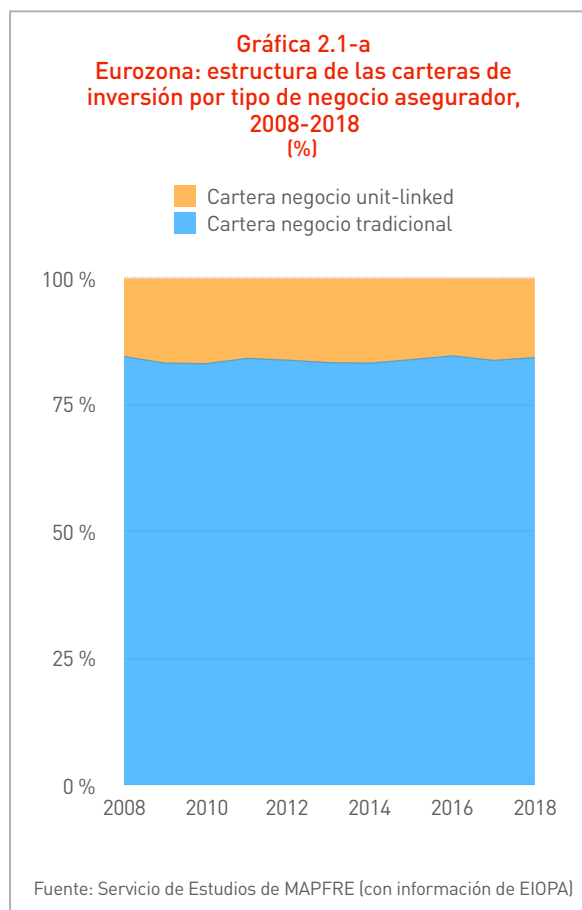
2. Estructura de las carteras de inversiones en los mercados seleccionados

En los siguientes apartados, se presenta información descriptiva de la evolución de las carteras de inversiones en los mercados aseguradores de Japón, 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 década 2008-2018, se muestra en la Tabla 2.1-a y en la Gráfica 2.1-a.

Como se desprende de esta información, a lo largo del período 2008-2018 la participación de la cartera del negocio “unit-linked” en la cartera total aumentó en 0,2 puntos porcentuales (pp), por lo que parece estar estabilizado. En este comportamiento, resulta interesante confirmar que el prolongado entorno de bajos tipos de interés que afecta a los países de la Eurozona y comportamiento de los mercados de renta variable en los últimos años, no han terminado



de reflejarse en la demanda de productos en los que el tomador asume el riesgo de la inversión (tipo “unit-linked”), los cuales se enfrentan en el mercado a la competencia de los productos de inversión emitidos por otras instituciones financieras, como las entidades bancarias o las gestoras de fondos de inversión y fondos de pensiones.

Tabla 2.1-a
Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2008-2018 (%)

Tipo de negocio	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cartera negocio tradicional	84,7 %	83,4 %	83,3 %	84,3 %	84,0 %	83,5 %	83,4 %	84,1 %	84,8 %	83,9 %	84,5 %
Cartera negocio unit-linked	15,3 %	16,6 %	16,7 %	15,7 %	16,0 %	16,5 %	16,6 %	15,9 %	15,2 %	16,1 %	15,5 %

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, 2008-2018 (%)

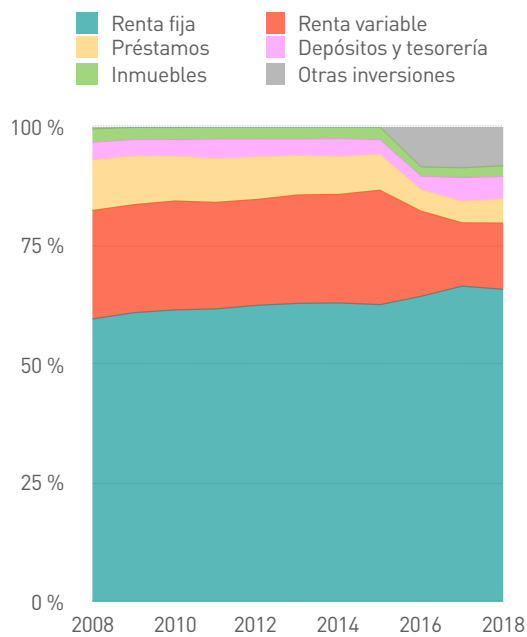
Tipo de activo	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renta fija	59,6 %	60,9 %	61,5 %	61,7 %	62,5 %	62,9 %	63,0 %	62,6 %	64,4 %	66,5 %	65,9 %
Renta variable	22,8 %	22,7 %	22,9 %	22,4 %	22,2 %	22,8 %	22,8 %	24,0 %	17,9 %	13,3 %	13,9 %
Préstamos	10,7 %	10,3 %	9,5 %	9,3 %	9,0 %	8,4 %	8,1 %	7,6 %	4,6 %	4,6 %	5,2 %
Depósitos y tesorería	3,7 %	3,5 %	3,5 %	4,1 %	3,7 %	3,4 %	3,7 %	3,1 %	2,8 %	5,0 %	4,6 %
Inmuebles	2,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,4 %	2,6 %	1,9 %	2,0 %	2,3 %
Otras inversiones	0,4 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	8,4 %	8,6 %	8,2 %

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

Por lo que se refiere a la evolución de la estructura de la cartera de inversiones ligada al negocio tradicional por tipo de activos a lo largo de la década, destaca el aumento de las inversiones en renta fija de 6,3 pp, así como la caída del porcentaje de las inversiones en renta variable de 9 pp (véanse la Tabla 2.1-b y la Gráfica 2.1-b). Cabe señalar que en la Eurozona (y en general en todos los mercados aseguradores analizados en este informe), las

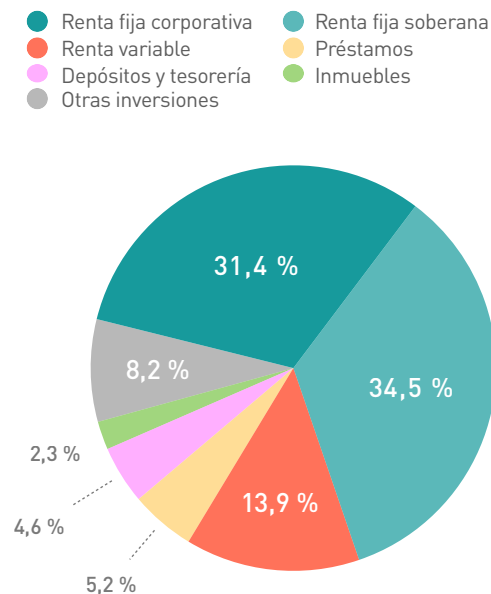
inversiones en renta fija siguen manteniendo una posición preeminente, en la medida en la que el modelo de negocio asegurador conlleva la necesidad de implementar estrategias de inversión orientadas por el pasivo (*“liability-driven investment strategies”*), a fin de lograr un adecuado casamiento en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

Gráfica 2.1-b
Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018 (%)



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, 2018 (%)



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

Debe destacarse que, en el año de 2016, se observa una ruptura de la serie en lo que se refiere a los porcentajes de renta variable, que se reducen con un aumento correlativo de la partida de otras inversiones, en lo que influyó la entrada en vigor del régimen regulatorio de Solvencia II y las nuevas cargas de capital asociadas a los diferentes tipos de activos, lo que habría producido un efecto de relocalización de inversiones reduciéndose el porcentaje de renta variable. Sin embargo, conviene también destacar que, en 2016, aparece la categoría de "otras inversiones" que hasta entonces se utilizaba de forma muy residual, por lo que la variación puede deberse también a movimientos de reclasificación contable de las inversiones en cartera. Asimismo, la ligera caída en el porcentaje de inversiones inmobiliarias en dicho año [-0,7 pp] tiene que ver con la nueva clasificación bajo Solvencia II, que deja fuera los inmuebles de uso propio. De esta forma, si consideramos el período 2016-2018, el porcentaje de las inversiones inmobiliarias continúa siendo reducido, pero ha aumentado en 0,4 pp, lo que supone un incremento relativo del 21% (véanse la Tabla 2.1-b y la Gráfica 2.1-b).

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 en 2018. Las inversiones correspondientes a los fondos de inversión se presentan considerando la localización de las inversiones efectuadas por los mismos ("*look through approach*"). Esta información añade el detalle del desglose de las inversiones en renta fija, puntualizando que el 31,4% del total de la cartera de inversiones correspondió a inversiones en renta fija corporativa, en tanto que el 34,5% 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 década 2008-2018, se ilustra en la Tabla 2.2 y en la Gráfica 2.2-a.

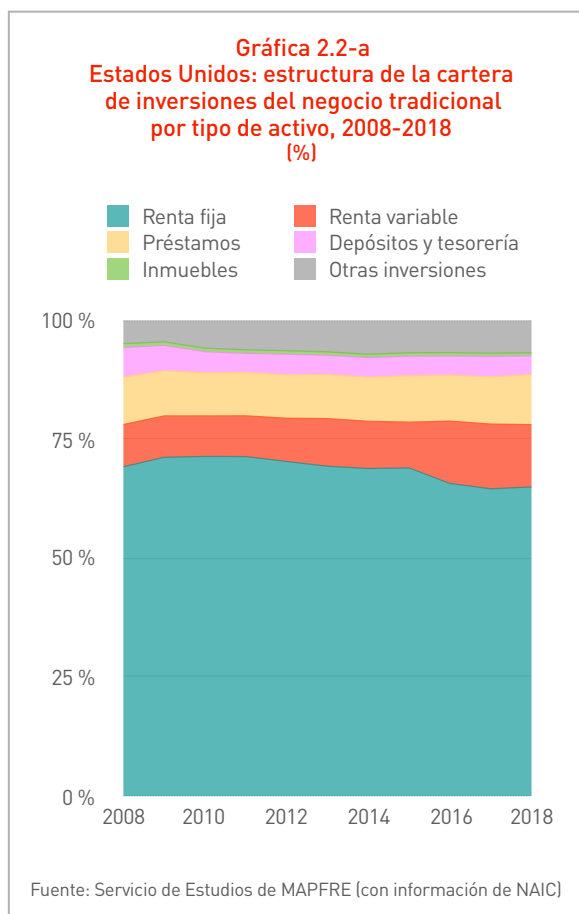


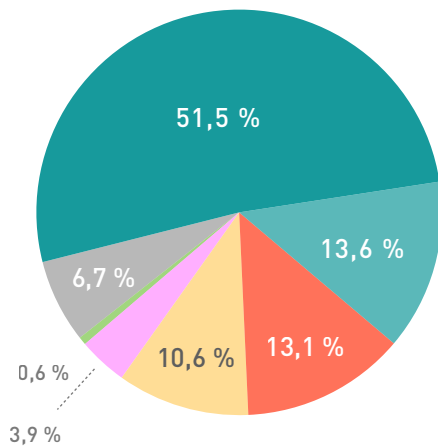
Tabla 2.2
Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018 (%)

Tipo de activo	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renta fija	69,4 %	71,4 %	71,5 %	71,5 %	70,5 %	69,5 %	69,0 %	69,1 %	65,9 %	64,7 %	65,1 %
Renta variable	8,9 %	8,7 %	8,5 %	8,6 %	9,1 %	10,0 %	9,9 %	9,6 %	13,1 %	13,6 %	13,1 %
Préstamos	10,0 %	9,5 %	9,1 %	9,1 %	9,2 %	9,3 %	9,3 %	9,8 %	9,7 %	9,9 %	10,6 %
Depósitos y tesorería	6,2 %	5,3 %	4,4 %	4,0 %	4,3 %	4,0 %	4,1 %	4,1 %	4,0 %	4,3 %	3,9 %
Inmuebles	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,6 %
Otras inversiones	4,8 %	4,4 %	5,7 %	6,0 %	6,2 %	6,5 %	7,0 %	6,7 %	6,6 %	6,8 %	6,7 %

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, 2018
 (%)

● 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)

Como se desprende de estos datos, a diferencia de la tendencia observada en los mercados aseguradores de la Eurozona, en el caso del mercado estadounidense las inversiones en renta fija se redujeron en -4,2 pp a lo largo del período de análisis, concentrándose esencialmente en valores de renta fija corporativa. Como se ilustra en la Gráfica 2.2-b, con datos

de 2018, el 51,5% del total de la cartera se situaba en inversiones de renta fija corporativa, en tanto que las inversiones en renta fija soberana representaron 13,6%. La renta variable, por su parte, suponía el 13,1% de la cartera total, destacando el hecho de que su peso se incrementó en 4,2 pp a lo largo de la década, lo que supuso un incremento relativo del 78,9%.

2.3 Japón

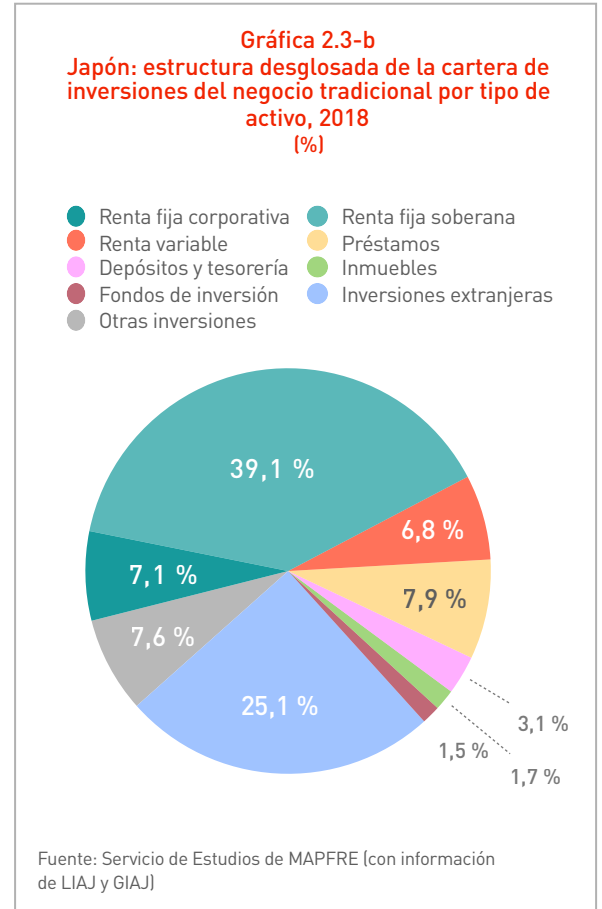
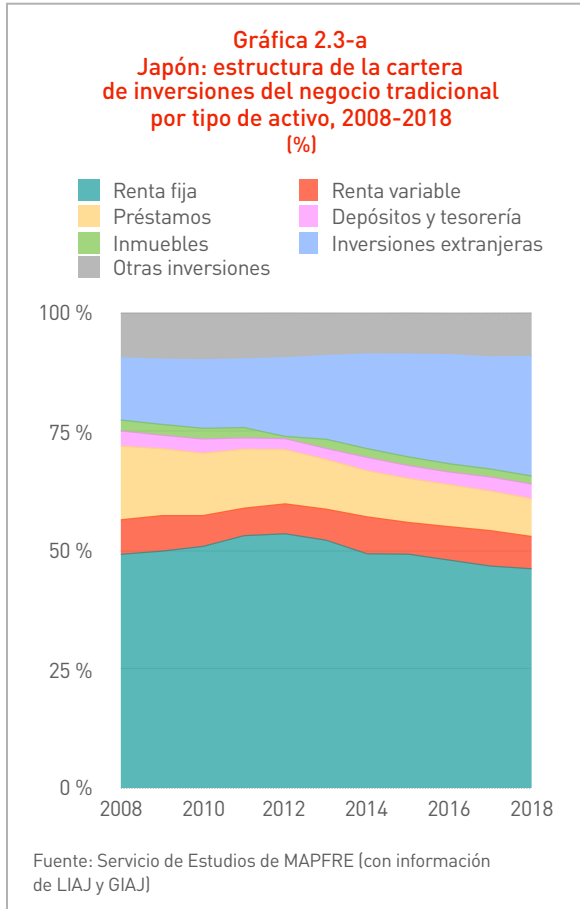
La evolución de la estructura de la cartera de inversiones en el mercado asegurador japonés a lo largo de la década 2008-2018, se ilustra en la Tabla 2.3 y en la Gráfica 2.3-a. Una característica importante de la cartera de inversiones del mercado de seguros en Japón consiste en el elevado porcentaje de inversiones extranjeras que mantienen las entidades aseguradoras en la cartera agregada, que además ha experimentado un aumento de 12 pp a lo largo de la década, lo que supuso un incremento del 133% respecto del volumen de inversiones de ese tipo en 2008.

Como puede observarse en la Gráfica 2.3-b, las compañías de seguros que operan en el mercado nipón son una fuente de inversión importante para los bonos soberanos japoneses y, en particular, para los denominados “*super-long-term government bonds*” (JGBs)¹. No obstante, el actual entorno de bajos tipos de interés ha hecho muy difícil mantener el retorno de las inversiones y alinear al mismo tiempo la duración de activos y pasivos, teniendo en cuenta que todavía subsisten carteras antiguas con altos tipos de interés garantizados. La reacción

Tabla 2.3
Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2008-2018
 (%)

Tipo de activo	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renta fija	49,3 %	50,0 %	50,9 %	53,2 %	53,6 %	52,3 %	49,4 %	49,3 %	48,1 %	46,8 %	46,2 %
Renta variable	7,2 %	7,5 %	6,5 %	5,8 %	6,3 %	6,5 %	7,8 %	6,7 %	7,0 %	7,4 %	6,8 %
Préstamos	15,5 %	14,1 %	13,1 %	12,4 %	11,4 %	10,5 %	9,7 %	9,3 %	8,8 %	8,3 %	7,9 %
Depósitos y tesorería	3,2 %	2,8 %	3,0 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,9 %	3,1 %
Inmuebles	2,3 %	2,3 %	2,2 %	2,2 %	0,5 %	1,9 %	1,8 %	1,8 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Inversiones extranjeras	13,1 %	13,7 %	14,4 %	14,4 %	16,5 %	17,6 %	19,9 %	21,6 %	22,9 %	23,6 %	25,1 %
Otras inversiones	9,4 %	9,7 %	9,8 %	9,6 %	9,4 %	8,9 %	8,6 %	8,6 %	8,7 %	9,2 %	9,1 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de LIAJ y GIAJ)



de las entidades aseguradoras en este entorno ha ido en la dirección de incrementar sus inversiones en el extranjero, principalmente bonos de los Estados Unidos, pero también del Reino Unido y Asia emergente, en busca de mayores rendimientos para cumplir con sus obligaciones de intereses garantizados. Esto ha provocado que las aseguradoras se encuentren más expuestas a los mercados internacionales y al riesgo de las oscilaciones de los tipos de cambio.

2.4 Reino Unido

En la Tabla 2.4-a y en la Gráfica 2.4-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 década 2008-2018, 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 asociada a los productos tipo “unit-linked” respecto de la cartera del negocio tradicional,

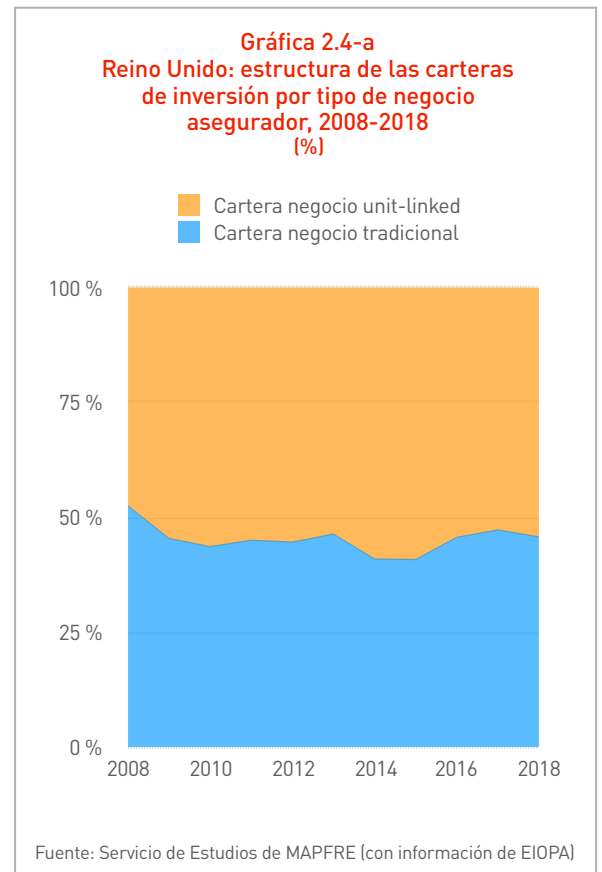


Tabla 2.4-a
Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2008-2018
 (%)

Tipo de negocio	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cartera negocio tradicional	52,6 %	45,5 %	43,7 %	45,1 %	44,7 %	46,5 %	41,0 %	40,9 %	45,8 %	47,4 %	45,9 %
Cartera negocio unit-linked	47,4 %	54,5 %	56,3 %	54,9 %	55,3 %	53,5 %	59,0 %	59,1 %	54,2 %	52,6 %	54,1 %

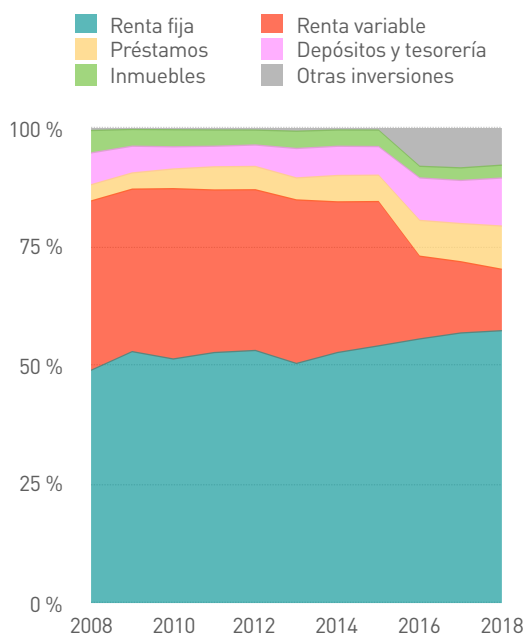
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de EIOPA)

Tabla 2.4-b
Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018
 (%)

Tipo de activo	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renta fija	49,1 %	53,0 %	51,5 %	52,8 %	53,2 %	50,5 %	52,8 %	54,2 %	55,7 %	56,9 %	57,4 %
Renta variable	35,6 %	34,2 %	35,8 %	34,2 %	33,8 %	34,4 %	31,7 %	30,3 %	17,4 %	15,0 %	12,9 %
Préstamos	3,4 %	3,4 %	4,1 %	4,9 %	4,9 %	4,6 %	5,5 %	5,5 %	7,5 %	8,0 %	9,1 %
Depósitos y tesorería	6,7 %	5,6 %	4,7 %	4,3 %	4,5 %	6,2 %	6,1 %	6,0 %	8,9 %	9,1 %	10,1 %
Inmuebles	4,7 %	3,5 %	3,6 %	3,4 %	3,1 %	3,6 %	3,4 %	3,5 %	2,4 %	2,6 %	2,7 %
Otras inversiones	0,5 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,7 %	0,4 %	0,4 %	8,0 %	8,4 %	7,7 %

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

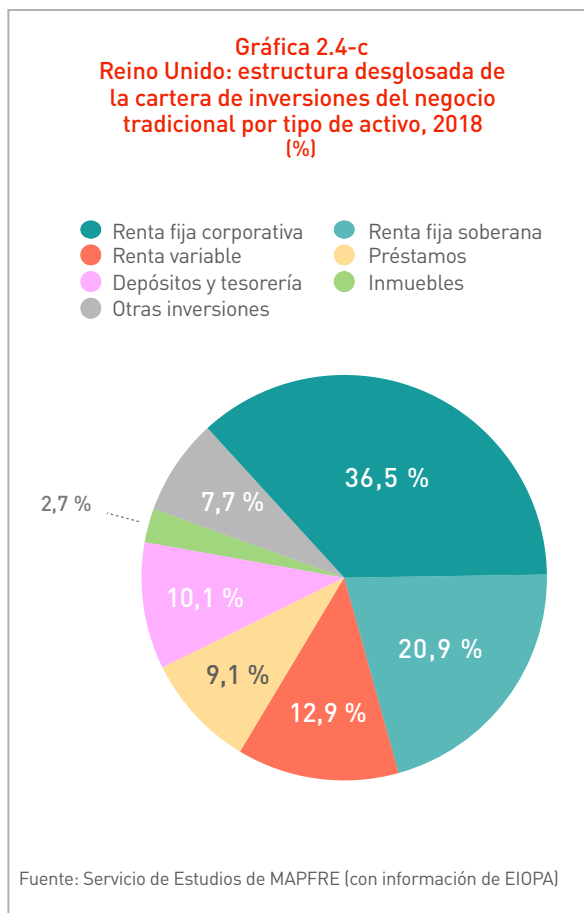
Gráfica 2.4-b
Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018
 (%)



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

elemento idiosincrásico de este mercado. De esta forma, a lo largo del período 2008-2018, dicha participación se elevó en 6,7 pp, pasando de 47,4% a 54,1%, 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 informe.

En lo que se refiere a la evolución de la estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activos en Reino Unido a lo largo del período 2008-2018, se observa que el porcentaje de bonos de renta fija se ha situado en el 57,4% de la cartera total en 2018, mostrando un crecimiento de 8,3 pp a lo largo de la última década. Al igual que ocurre con la Eurozona la entrada en vigor de Solvencia II ha producido una cierta relocalización de inversiones, reduciéndose el porcentaje de renta variable (del 35,6% en 2008 al 12,9% en 2018). Sin embargo, conviene también destacar que la categoría de "otras inversiones", que hasta entonces se utilizaba de forma muy residual, se incrementa notablemente (del 0,5% al 7,7% en dicho período), por lo que la variación puede deberse



en parte a movimientos de reclasificación contable de las inversiones en cartera.

Por último, la estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo para el mercado de Reino Unido en 2018 se ilustra en la Gráfica 2.4-c. Esta información permite identificar la composición relativa de las inversiones en renta fija, indicando que el 36,5% de la cartera total de inversiones correspondió a la renta fija corporativa, mientras que el 20,9% 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.

2.5 España

El mercado asegurador español es uno de los que presentan una menor participación de la cartera de inversiones ligada a productos del tipo “unit-linked” de entre los mercados aseguradores de la Eurozona (el menor de la muestra analizada), con el 6,3% en 2018. A lo largo de la década 2008-2018, el menor porcentaje registrado respecto a la participación de las inversiones asociadas a este tipo de productos fue el de 2015, año en el que representó el 4,7% de la cartera total, habiendo iniciado desde entonces una ligera senda de recuperación, aunque el porcentaje continúa notablemente por debajo de la media de la Eurozona, en la que, en 2018, representaba el 15,5% de las inversiones totales (véanse la Tabla 2.5-a y la Gráfica 2.5-a).

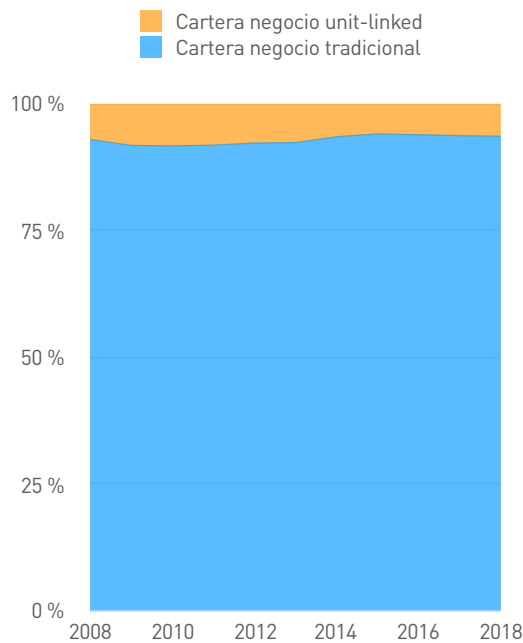
En lo que toca a la evolución que ha mostrado la estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo en España a lo largo de 2008-2018, se observa que mientras que, en 2008, las inversiones en renta fija representaron el 62,7% del total, para 2018 ese porcentaje se había elevado al 75,7% (+13 pp), al tiempo que se redujo la partida de depósitos y tesorería en ese período (-8,5 pp). En esta reasignación de la cartera agregada destaca el movimiento del año 2016 en el que las inversiones en renta fija se incrementaron en un 6,5% mientras que los depósitos y tesorería se redujeron en un -5% (véase la Tabla 2.5-b y la Gráfica 2.5-b). En este movimiento pudo tener su influencia no solo la entrada en vigor del nuevo marco de regulación de Solvencia II, sino también la política monetaria adoptada por el Banco Central Europeo que redujo en ese año la facilidad de depósito a -40 puntos básicos, penalizando de forma acusada la tenencia de tesorería por parte de los agentes económicos.

Tabla 2.5-a
España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2008-2018 (%)

Tipo de negocio	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cartera negocio tradicional	93,1 %	91,9 %	91,8 %	92,0 %	92,4 %	92,5 %	93,6 %	94,2 %	94,0 %	93,8 %	93,7 %
Cartera negocio unit-linked	7,0 %	7,7 %	7,7 %	7,7 %	7,2 %	7,1 %	6,5 %	4,7 %	6,5 %	6,2 %	6,3 %

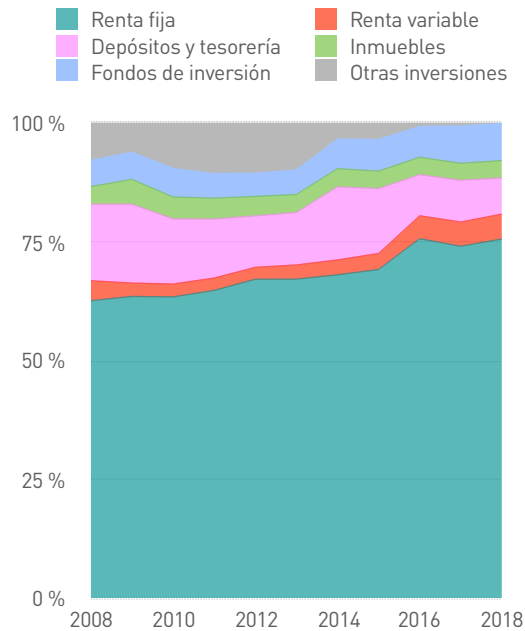
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de EIOPA)

Gráfica 2.5-a
 España: estructura de las carteras de inversión
 por tipo de negocio asegurador, 2008-2018
 (%)



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

Gráfica 2.5-b
 España: estructura de la cartera de
 inversiones del negocio tradicional
 por tipo de activo, 2008-2018
 (%)



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

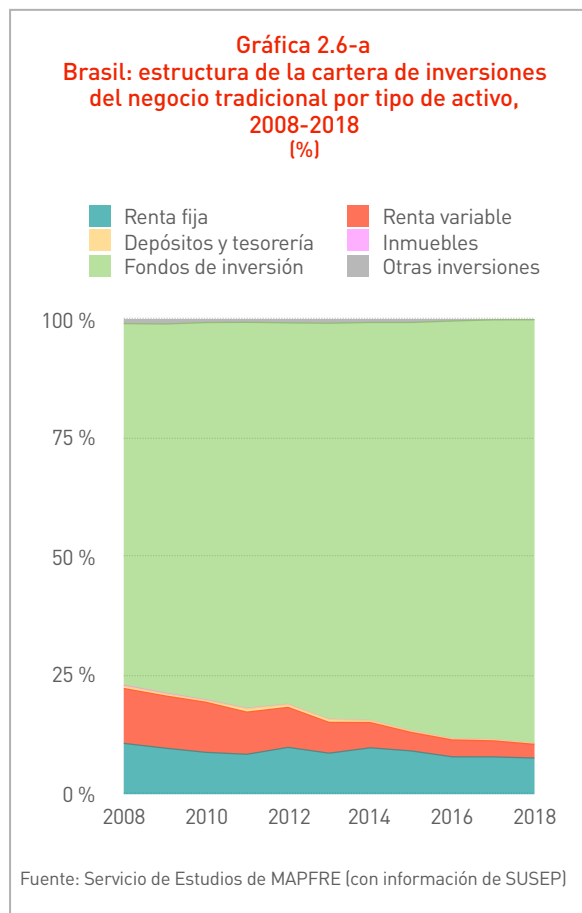
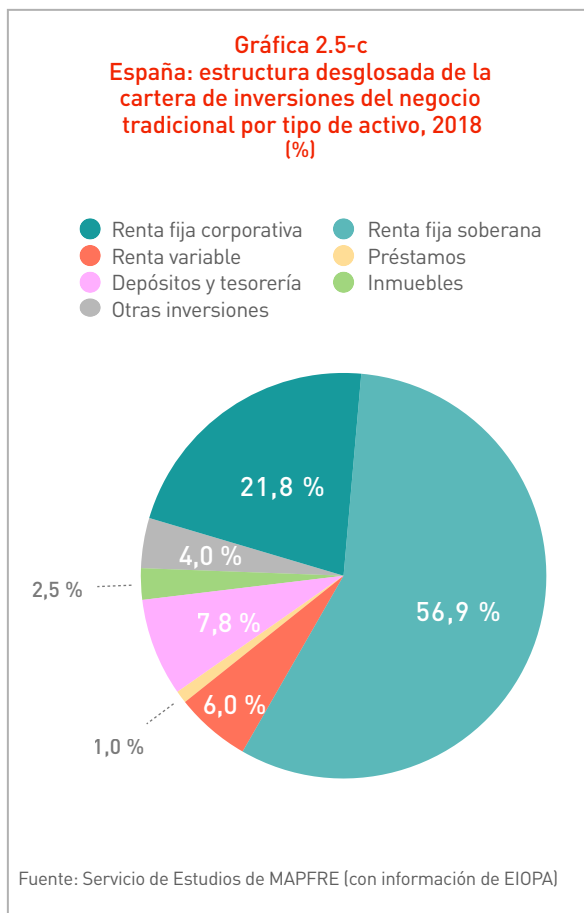
Por último, el desglose de las inversiones del mercado asegurador español para 2018 que se ilustra en la Gráfica 2.5-c (aplicando el enfoque de transparencia o “look through” a las inversiones a través de los fondos de inversión), muestra el predominio de la renta fija soberana, la cual representó el 56,9% del total de la cartera de inversiones, en tanto que la renta fija corporativa significó el 21,8% del total de las inversiones.

Así, en España es de destacar el alto porcentaje de inversiones en bonos soberanos, así como el menor porcentaje de inversiones en renta variable, comparado con la media de la Eurozona.

Tabla 2.5-b
 España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
 por tipo de activo, 2008-2018
 (%)

Tipo de activo	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renta fija	62,7 %	63,6 %	63,5 %	64,9 %	67,2 %	67,2 %	68,1 %	69,3 %	75,7 %	74,1 %	75,7 %
Renta variable	4,2 %	2,8 %	2,7 %	2,6 %	2,5 %	3,0 %	3,1 %	3,4 %	4,8 %	5,1 %	5,2 %
Depósitos y tesorería	16,1 %	16,6 %	13,7 %	12,4 %	10,8 %	11,1 %	15,4 %	13,7 %	8,6 %	8,8 %	7,6 %
Inmuebles	3,7 %	5,2 %	4,6 %	4,4 %	4,1 %	3,8 %	3,8 %	3,7 %	3,7 %	3,6 %	3,6 %
Fondos de inversión	5,5 %	5,7 %	6,0 %	5,2 %	4,9 %	5,1 %	6,2 %	6,7 %	6,5 %	7,8 %	7,8 %
Otras inversiones	7,8 %	6,1 %	9,5 %	10,6 %	10,5 %	9,8 %	3,3 %	3,4 %	0,7 %	0,6 %	0,1 %

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



2.6 Brasil

El mercado asegurador brasileño se caracteriza por el alto porcentaje de inversiones gestionadas a través de fondos de inversión. Como se ilustra en la Tabla 2.6 y en la Gráfica 2.6-a, en 2018 las inversiones en fondos de inversión representaban el 89,1% de la cartera, con un aumento de 13,1 pp a lo largo del período 2008-2018.

Cabe señalar que, según información de la Superintendencia de Seguros Privados (SUSEP), la mayor parte de los activos invertidos a través de fondos de inversión son valores de renta fija, como se detalla en la Gráfica 2.6-b. De esta forma, con datos a 2018, las inversiones en renta fija del mercado asegurador brasileño habrían representado el 92,7% del total de la cartera de inversiones,

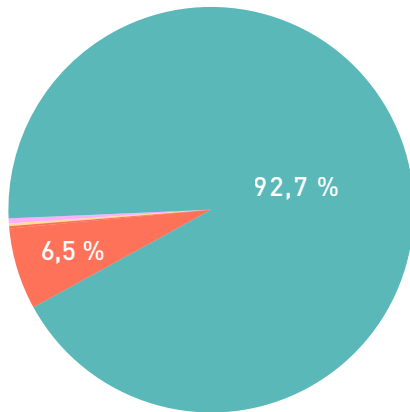
Tabla 2.6
Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2008-2018
 (%)

Tipo de activo	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renta fija	10,8 %	9,8 %	9,0 %	8,5 %	10,0 %	8,8 %	9,9 %	9,3 %	8,0 %	8,0 %	7,8 %
Renta variable	11,5 %	11,0 %	10,5 %	8,9 %	8,4 %	6,5 %	5,3 %	3,9 %	3,5 %	3,4 %	2,9 %
Depósitos y tesorería	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Inmuebles	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Fondos de inversión	76,0 %	77,6 %	79,3 %	81,2 %	80,2 %	83,3 %	83,7 %	85,9 %	87,8 %	88,3 %	89,1 %
Otras inversiones	0,9 %	1,0 %	0,7 %	0,6 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,4 %	0,1 %	0,1 %

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

Gráfica 2.6-b
Brasil: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2018
 (%)

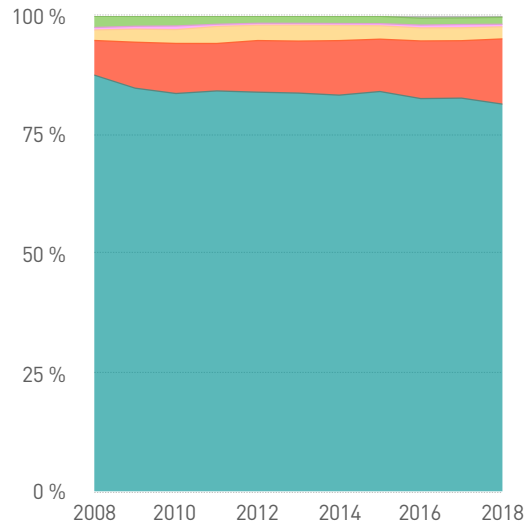
● Renta fija
● Depósitos y tesorería
● Otras inversiones
● Renta variable
● Inmuebles



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

Gráfica 2.7-a
México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018
 (%)

■ Renta fija
■ Préstamos
■ Inmuebles
■ Renta variable
■ Depósitos y tesorería
■ Otras inversiones



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

mientras que la renta variable representaba solo el 6,5%².

2.7 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

2008-2018 (véanse la Tabla 2.7 y las Gráficas 2.7-a y 2.7-b).

En ese lapso, sin embargo, la participación de las inversiones en renta fija redujo su participación de 87,6% a 81,5% (-6,1 pp), aumentado la participación de las inversiones en renta variable en 6,4 pp, al pasar de 7,3% en 2008 a 13,7% en 2018.

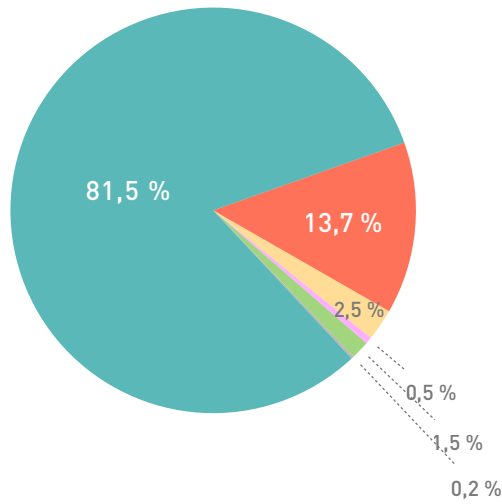
Tabla 2.7
México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018
 (%)

Tipo de activo	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renta fija	87,6 %	84,9 %	83,8 %	84,3 %	84,0 %	83,9 %	83,4 %	84,2 %	82,7 %	82,8 %	81,5 %
Renta variable	7,3 %	9,7 %	10,5 %	10,0 %	10,9 %	10,9 %	11,5 %	11,0 %	12,1 %	12,1 %	13,7 %
Préstamos	2,2 %	2,7 %	2,9 %	3,6 %	3,2 %	3,3 %	3,2 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,5 %
Depósitos y tesorería	0,5 %	0,6 %	0,8 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,7 %	0,5 %
Inmuebles	2,3 %	2,1 %	2,0 %	1,7 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,5 %
Otras inversiones	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %

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

Gráfica 2.7-b
México: estructura desglosada de la cartera
de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2018
(%)

- Renta fija
- Renta variable
- Préstamos
- Depósitos y tesorería
- Inmuebles
- Otras inversiones

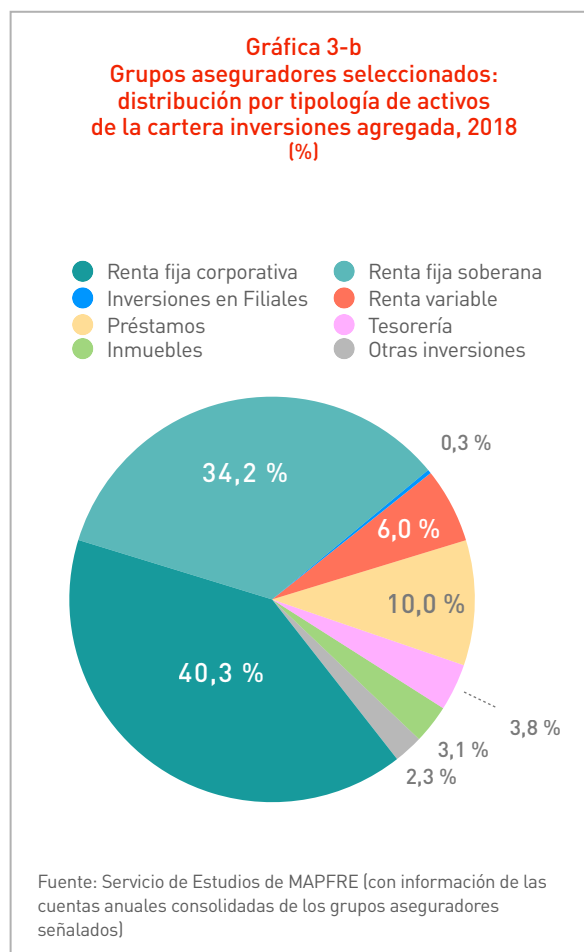
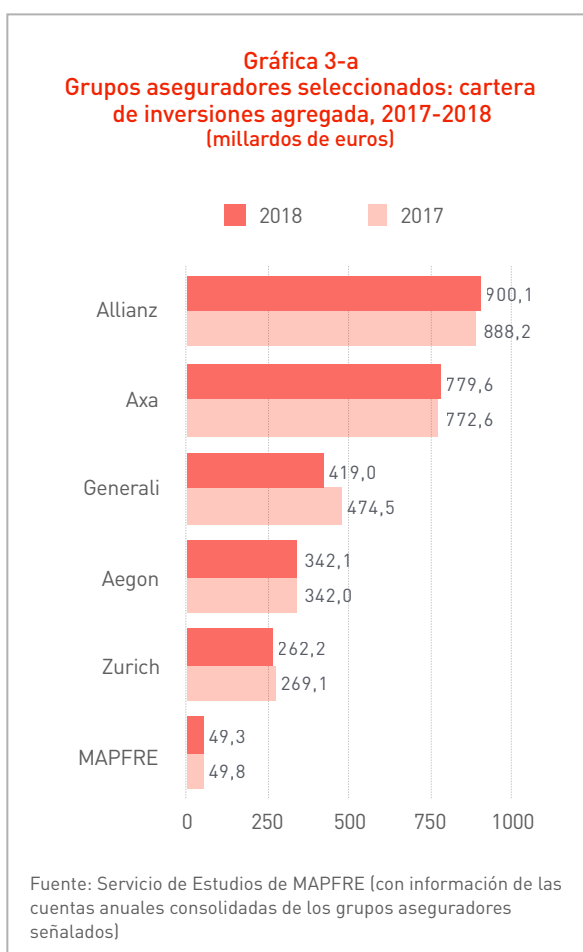


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de CNSF)

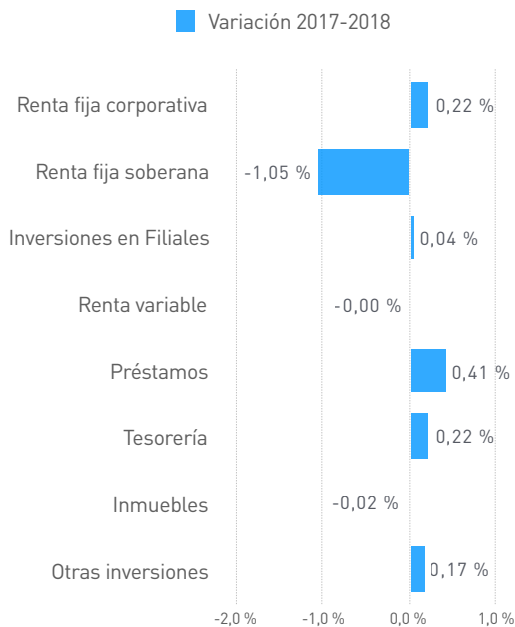
3. Estructura de las carteras de inversiones de grandes grupos europeos

Con el fin de complementar el análisis de la distribución de las inversiones de las entidades aseguradoras, a continuación se muestra un análisis de las carteras de inversiones de los mayores grupos aseguradores europeos (por estar localizada su matriz en este territorio) que pueden ser considerados como grupos globales, al tratarse de grupos internacionalmente activos con un volumen de negocio transfronterizo elevado. Debe señalarse que la selección de grupos realizada para efectos de este informe se caracteriza por disponer de una información suficientemente homogénea para realizar una comparativa de sus carteras de inversiones (incluyendo la cartera ordinaria, los préstamos concedidos, la tesorería y las inversiones afectas a productos tipo “unit-linked”).

En primer término, la información que se presenta en la Gráfica 3-a muestra que los dos mayores grupos europeos bajo este criterio de análisis son Allianz y Axa, con carteras de inversiones en 2018 de 900,1 y 779,6 millardos de euros, respectivamente, a una distancia significativa del resto: Generali (419 millardos de euros), Aegon (342,1 millardos de euros), Zurich (262,2 millardos de euros) y MAPFRE (49,3 millardos de euros). El análisis agregado de las carteras de inversiones del negocio tradicional de estos grupos (excluido el negocio tipo “unit-linked”), pone de relieve el predominio de la renta fija corporativa y de la renta fija soberana, que representan el 40,3% y 34,2% de las inversiones, respectivamente (véase la Gráfica 3-b). Cabe señalar que, como se muestra en la Gráfica 3-c, la renta fija

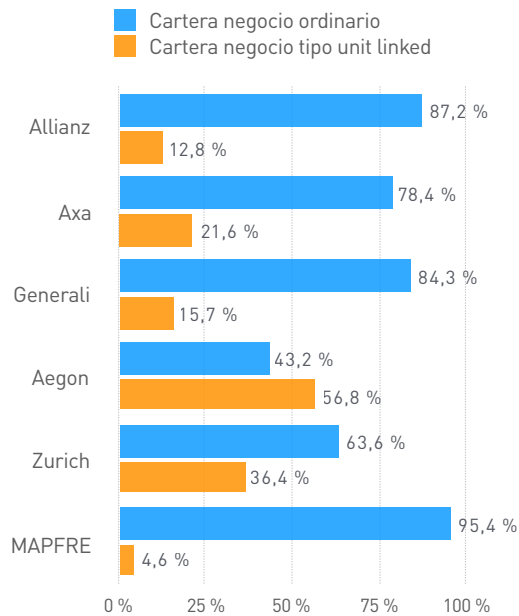


Gráfica 3-c
Grupos aseguradores seleccionados: variación
en la tipología de activos de la cartera
inversiones agregada, 2017-2018
 (%)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de las cuentas anuales consolidadas de los grupos aseguradores señalados)

Gráfica 3-d
Grupos aseguradores seleccionados:
distribución por tipología de activos de la cartera
inversiones, 2018
 (%)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de las cuentas anuales consolidadas de los grupos aseguradores señalados)

soberana en 2018 había reducido su peso en la cartera total de inversiones en 1,05 pp respecto al cierre del año previo, mientras que otros rubros la incrementaron: préstamos (0,41 pp), renta fija corporativa (0,22 pp), tesorería (0,22 pp).

La Tabla 3-a y la Gráfica 3-d muestran la distribución de las carteras de inversiones entre el negocio tradicional y el de productos en los que el tomador del seguro asume el riesgo de la inversión (tipo "unit-linked" y asimilados) para el conjunto de grupos

aseguradores comprendidos en la muestra analizada. A este respecto, destaca el caso de Aegon, grupo asegurador en el que la cartera del negocio "unit-linked" y asimilado en 2018 presenta un porcentaje mayoritario (56,8%), en lo que influye su negocio de Vida en los Estados Unidos, mercado en el que predominan los productos del tipo "variable annuity". En los demás grupos aseguradores analizados, predominan las carteras vinculadas al negocio tradicional: Zurich (63,6%), Axa (78,4%), Generali (84,3%), Allianz (87,2%) y MAPFRE (95,4%).

Tabla 3-a
Grupos aseguradores seleccionados: peso del negocio tipo unit-linked, 2017-2018
 (%)

Tipo de negocio	Allianz		Axa		Generali		Aegon		Zurich		MAPFRE	
	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017
Cartera negocio ordinario	87,2 %	86,6 %	78,4 %	76,3 %	84,3 %	84,1 %	43,2 %	43,3 %	63,6 %	62,6 %	95,4 %	95,3 %
Cartera negocio tipo unit linked	12,8 %	13,4 %	21,6 %	23,7 %	15,7 %	15,9 %	56,8 %	56,7 %	36,4 %	37,4 %	4,6 %	4,7 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de las cuentas anuales consolidadas de los grupos aseguradores señalados)

Tabla 3-b
Grupos aseguradores seleccionados: distribución por
tipología de activos de la cartera inversiones 2017-2018
 (%)

Tipo de activo	Allianz		Axa		Generali		Aegon		Zurich		MAPFRE	
	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017
Renta fija corporativa	47,0 %	47,1 %	36,0 %	34,3 %	37,6 %	38,9 %	36,5 %	37,2 %	39,6 %	38,9 %	19,0 %	20,2 %
Renta fija soberana	27,0 %	27,8 %	39,8 %	41,1 %	45,1 %	45,3 %	18,5 %	19,8 %	33,5 %	34,4 %	58,7 %	57,7 %
Renta variable	8,1 %	7,8 %	4,5 %	5,3 %	6,0 %	4,9 %	2,9 %	2,4 %	8,5 %	8,8 %	5,1 %	5,1 %
Préstamos	13,8 %	13,6 %	5,8 %	5,8 %	3,0 %	2,9 %	29,1 %	26,9 %	7,4 %	7,8 %	0,0 %	0,0 %
Tesorería	2,2 %	2,2 %	5,4 %	4,2 %	3,1 %	3,4 %	5,9 %	7,3 %	4,5 %	4,1 %	4,7 %	3,9 %
Inmuebles	1,6 %	1,5 %	3,6 %	4,1 %	4,3 %	3,8 %	1,8 %	1,5 %	6,5 %	6,0 %	4,5 %	4,6 %
Otras inversiones	0,4 %	0,0 %	4,9 %	5,2 %	0,8 %	0,8 %	6,7 %	6,4 %	0,0 %	0,0 %	8,1 %	8,6 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de las cuentas anuales consolidadas de los grupos aseguradores señalados)

Por otra parte, la Tabla 3-b muestra el peso relativo, al cierre de 2018, de las distintas categorías de activos para cada uno de los grupos aseguradores analizados y su comparativa respecto al año anterior. Como antes se ha indicado, en general se observa el peso relevante de las inversiones en renta fija, tanto corporativa como soberana, destacando, en el primer caso, Allianz con inversiones en renta fija corporativa que representan el 47% de su cartera total y, en el segundo caso,

MAPFRE con inversiones en renta fija soberana por el 58,7% de su cartera.

Por último, La Tabla 3-c resume el perfil de crédito de las inversiones considerando el mayor nivel de desagregación que se presenta en los estados financieros consolidados de los grupos aseguradores objeto de análisis, en tanto que la Tabla 3-d presenta los cambios en el perfil de crédito de las inversiones de las carteras entre 2017 y 2018. En términos

Tabla 3-c
Grupos aseguradores seleccionados: perfil de crédito de la cartera inversiones, 2018
 (%)

Calificación crediticia	Allianz		Axa	Generali		Aegon		Zurich	MAPFRE
	Soberanos	Corporativos	Total	Soberanos	Corporativos	Soberanos	Corporativos	Total	Total
Grado de calidad 0 (AAA o equivalente)	20,8 %	20,9 %	20,0 %	5,5 %	8,9 %	74,9 %	15,0 %	25,2 %	11,8 %
Grado de calidad 1 (AA o equivalente)	44,3 %	15,2 %	27,0 %	32,9 %	10,6 %	18,1 %	8,3 %	26,7 %	13,8 %
Grado de calidad 2 (A o equivalente)	14,2 %	22,6 %	24,0 %	18,9 %	25,3 %	2,2 %	33,2 %	15,0 %	51,5 %
Grado de calidad 3 (BBB o equivalente)	15,9 %	33,7 %	24,0 %	41,7 %	48,0 %	3,5 %	34,4 %	28,3 %	19,5 %
Grado de calidad < 3	3,9 %	2,7 %	2,0 %	0,9 %	6,3 %	1,3 %	6,8 %	3,8 %	2,3 %
Sin calificación crediticia (non rated)	0,9 %	4,8 %	3,0 %	0,0 %	0,9 %	0,0 %	2,3 %	1,0 %	1,2 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de las cuentas anuales consolidadas de los grupos aseguradores señalados)

Tabla 3-d
Grupos aseguradores seleccionados: cambios en el
perfil de crédito de la cartera inversiones , 2017-2018
 (%)

Calificación crediticia	Allianz		Axa	Generali		Aegon		Zurich	MAPFRE
	Soberanos	Corporativos	Total	Soberanos	Corporativos	Soberanos	Corporativos	Total	Total
Grado de calidad 0 (AAA o equivalente)	0,7 %	-1,3 %	-0,0 %	-1,8 %	-0,9 %	0,1 %	-2,8 %	-	4,2 %
Grado de calidad 1 (AA o equivalente)	0,6 %	1,7 %	-2,0 %	-0,1 %	-0,6 %	-0,6 %	0,9 %	-	-3,1 %
Grado de calidad 2 (A o equivalente)	5,1 %	-2,0 %	2,0 %	7,2 %	-3,3 %	1,2 %	-2,7 %	-2,5 %	38,0 %
Grado de calidad 3 (BBB o equivalente)	-6,4 %	1,0 %	-	-5,4 %	5,8 %	-0,6 %	3,0 %	2,4 %	-39,3 %
Grado de calidad < 3	0,1 %	0,4 %	-	0,1 %	-1,1 %	-0,2 %	-0,5 %	-0,3 %	-0,0 %
Sin calificación crediticia (non rated)	-0,1 %	0,1 %	-	-	-	-	2,2 %	0,5 %	0,1 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de las cuentas anuales consolidadas de los grupos aseguradores señalados)

generales, se observa una mejora en la calidad crediticia de las inversiones en renta fija soberana. Sin embargo, los cambios en la calificación crediticia de las carteras de renta fija corporativa han sido normalmente de sentido contrario al de la deuda soberana, con una tendencia a incrementos en su perfil de riesgo.

4. Cargas de capital aplicables en la Unión Europea

A continuación, como una referencia general para el análisis, se muestra una comparativa de las diferentes cargas brutas de capital regulatorio aplicables a aquellas categorías más representativas dentro de las carteras de inversiones de las aseguradoras, para las entidades aseguradoras que aplican la fórmula estándar en Solvencia II, las cuales, como se ha señalado antes, tienen cierta influencia en la composición de las carteras de inversión de los grupos aseguradores en esta región del mundo.

4.1 Inversión en bonos de renta fija

Las inversiones en bonos de renta fija tienen unas cargas de capital específicas derivadas del riesgo de diferencial (“*spread*”) y del riesgo de concentración. Las cargas por riesgo de diferencial y por riesgo de concentración dependen, a su vez, de: (i) 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 muestra las cargas brutas de capital aplicables a distintos tipos de bonos por año de duración. Para calcular la carga bruta total de un bono concreto debe multiplicarse su duración modificada (ponderada por el importe de los flujos) por los porcentajes que aparecen en la referida Tabla 4. 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 plazo³.

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

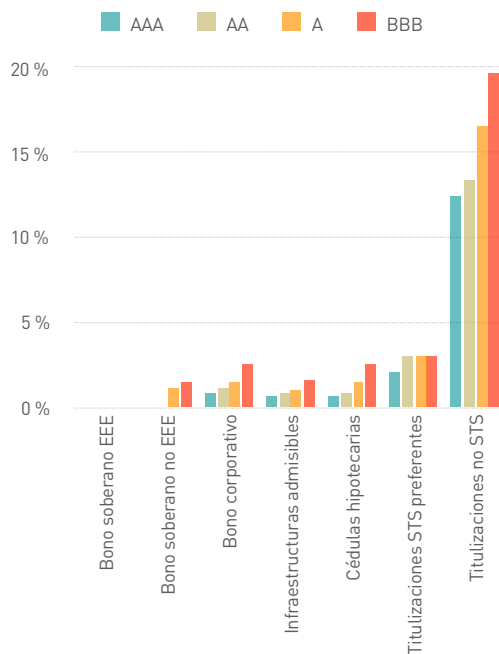
Calificación crediticia**	Bono soberano EEE*	Bono soberano no EEE	Bono corporativo	Infraestructuras admisibles	Cédulas hipotecarias	Titulizaciones STS preferentes	Titulizaciones no STS
Grado de calidad 0 (AAA o equivalente)	0,00 %	0,00 %	0,90 %	0,64 %	0,70 %	1,00 %	12,50 %
Grado de calidad 1 (AA o equivalente)	0,00 %	0,00 %	1,10 %	0,78 %	0,90 %	1,20 %	13,40 %
Grado de calidad 2 (A o equivalente)	0,00 %	1,10 %	1,40 %	1,00 %	1,40 %	1,60 %	16,60 %
Grado de calidad 3 (BBB o equivalente)	0,00 %	1,40 %	2,50 %	1,67 %	2,50 %	2,80 %	19,70 %
Grado de calidad 4 (BB o equivalente)	0,00 %	2,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	5,60 %	82,00 %
Grado de calidad 5 (B o equivalente)	0,00 %	4,50 %	7,50 %	7,50 %	7,50 %	9,40 %	100,00 %
Grado de calidad 6 (inferior a B o equivalente)	0,00 %	4,50 %	7,50 %	7,50 %	7,50 %	9,40 %	100,00 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (en base al Reglamento Delegado (UE) 2015/35)

* Espacio Económico Europeo (EEE)

** Véase el enlace a la tabla de equivalencia de calificaciones crediticias de EIOPA (véase la referencia 4/ de este informe)

Gráfica 4
Cargas de capital por año de duración:
bonos grado de inversión
 (%)



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

La Gráfica 4, por su parte, ilustra el comportamiento de las cargas de capital presentando una comparativa 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 equivalente⁴), 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. No obstante, las inversiones en bonos soberanos de países del EEE no tienen carga de capital por riesgo de concentración, siempre que estén denominados y financiados en su misma moneda.

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%. 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 anti-cíclico).

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. 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 (tipo “*unit-linked*”). 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 Beneficios de diversificación y capacidad de absorción de pérdidas

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/ https://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt_management_report/2019/index.html

https://www.moody.com/research/Moodys-Japanese-life-insurers-post-profits-for-more-than-20--PR_385153

2/ Véase: Servicio de Estudios de MAPFRE, *El mercado asegurador latinoamericano en 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE (Tabla 3.2.3-c).

3/ Los referidos porcentajes reducidos pueden encontrarse en el Artículo 176 del Reglamento Delegado (UE) 2015/35 (Solvencia II).

4/ Tabla de equivalencia de calificaciones crediticias de EIOPA:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:02016R1800-20180515&from=EN>

Índice de tablas y gráficas

Tablas

Tabla S-1	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2018	13
Tabla S-2	Mercados seleccionados: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2018	13
Tabla S-3	Mercados seleccionados: estructura desagregada de las carteras de inversión del negocio tradicional, 2018	14
Tabla S-4	Mercados seleccionados: síntesis de la estructura de la cartera de inversiones por tipo de activo, 2018	14
Tabla 2.1-a	Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2008-2018	19
Tabla 2.1-b	Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	20
Tabla 2.2	Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	21
Tabla 2.3	Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	22
Tabla 2.4-a	Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2008-2018	23
Tabla 2.4-b	Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	23
Tabla 2.5-a	España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2008-2018	24
Tabla 2.5-b	España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	26
Tabla 2.6	Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	27
Tabla 2.7	México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	28
Tabla 3-a	Grupos aseguradores seleccionados: peso del negocio tipo unit-linked, 2017-2018	32
Tabla 3-b	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones 2017-2018	33
Tabla 3-c	Grupos aseguradores seleccionados: perfil de crédito de la cartera inversiones, 2018	33
Tabla 3-d	Grupos aseguradores seleccionados: cambios en el perfil de crédito de la cartera inversiones , 2017-2018	34
Tabla 4	Cargas brutas de capital aplicables a bonos por año de duración	35

Gráficas

Gráfica 1-a	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2016-2018	17
Gráfica 1-b	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador respecto al PIB, 2016-2018	17
Gráfica 2.1-a	Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2008-2018	19
Gráfica 2.1-b	Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	20
Gráfica 2.1-c	Eurozona: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2018	20
Gráfica 2.2-a	Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	21
Gráfica 2.2-b	Estados Unidos: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2018	21
Gráfica 2.3-a	Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	23
Gráfica 2.3-b	Japón: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2018	23
Gráfica 2.4-a	Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2008-2018	23
Gráfica 2.4-b	Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	24
Gráfica 2.4-c	Reino Unido: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2018	25
Gráfica 2.5-a	España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2008-2018	26
Gráfica 2.5-b	España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	26
Gráfica 2.5-c	España: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2018	27
Gráfica 2.6-a	Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	27
Gráfica 2.6-b	Brasil: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2018	28
Gráfica 2.7-a	México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2008-2018	28
Gráfica 2.7-b	México: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2018	29
Gráfica 3-a	Grupos aseguradores seleccionados: cartera de inversiones agregada, 2017-2018	31
Gráfica 3-b	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2018	31
Gráfica 3-c	Grupos aseguradores seleccionados: variación en la tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2017-2018	32
Gráfica 3-d	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones, 2018	32
Gráfica 4	Cargas de capital por año de duración: bonos grado de inversión	36

Otros informes del Servicio de Estudios de MAPFRE

- Servicio de Estudios de MAPFRE (2020), *Panorama económico y sectorial 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Previsiones de crecimiento de mercados aseguradores: No Vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *GIP-MAPFRE 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *El mercado asegurador latinoamericano en 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *El mercado español de seguros en 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2018*, 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.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Sistemas de salud: un análisis global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *El mercado asegurador latinoamericano en 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *El mercado español de seguros en 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2017), *Sistemas de pensiones*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2017), *Elementos para la expansión del seguro en América Latina*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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 están sujetos 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