



Fundación **MAPFRE**

AHORRO GLOBAL TRAS LA
PANDEMIA E INVERSIONES
DEL SECTOR ASEGURADOR

MAPFRE Economics

Ahorro global tras la pandemia e inversiones del sector asegurador

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

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

Citar como:
MAPFRE Economics (2022), *Ahorro global tras la pandemia e inversiones
del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta: iStock

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

© De esta edición:
2022, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Junio, 2022.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Ricardo Rojas Díaz

jrroja1@mapfre.com

Vicente Balmaseda del Campo

Álvaro Guillén Marín

Gadea Ibáñez Franco

Giovanni Di Plácido Montilla

Giorgia Balsamo

Marta Seijas Cabezón

Contenido

Presentación	9
Resumen ejecutivo	11
1. El ahorro global tras la pandemia	17
1.1 Canales de impacto a través de la cronología del <i>shock</i>	17
1.2 Efectos sobre el ahorro	20
2. Estructura de las carteras de inversiones del sector asegurador en mercados seleccionados	27
2.1 Eurozona	28
2.2 Estados Unidos	30
2.3 Japón	32
2.4 Reino Unido	34
2.5 España	35
2.6 Brasil	37
2.7 México	38
3. Estructura de las carteras de inversiones de grandes grupos aseguradores europeos	41
4. Cargas de capital por inversiones aplicables en la Unión Europea	45
4.1 Inversión en bonos de renta fija	45
4.2 Inversiones en acciones	47
4.3 Cargas de capital por las inversiones inmobiliarias	47
4.4 Beneficios de diversificación y capacidad de absorción de pérdidas	47
Referencias	49
Índice de tablas, gráficas y recuadros	51

Presentación

El presente informe, que amplía y actualiza la información contenida en los reportes que sobre las inversiones del sector asegurador han sido elaborados por MAPFRE Economics desde 2018, ofrece una visión general sobre la distribución y perfil del riesgo, según la tipología de los activos, de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras, en una selección de mercados de las grandes regiones a nivel global. De esta forma, el análisis incluye los mercados de la Eurozona, Estados Unidos, Japón, el Reino Unido, España, Brasil y México. Como en otras ocasiones, adicionalmente se ha incorporado un análisis de las carteras de inversión de una selección de grandes grupos aseguradores europeos, la cual incorpora información sobre la calificación crediticia de las carteras en las que invierten.

Como se viene destacando en los informes elaborados por MAPFRE Economics, y especialmente al analizar las inversiones de las entidades aseguradoras, hay que resaltar que este sector 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, la industria aseguradora 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 prociclicidad en momentos de crisis.

Adicionalmente, en esta versión del informe se ha incluido un análisis preliminar sobre el ahorro a nivel global tras la pandemia del Covid-19, la cual ha afectado a la economía del mundo durante los pasados dos años. Este análisis, que ofrece una visión de los principales factores que han afectado el volumen de recursos de ahorro durante la crisis producida por la pandemia, tanto desde la perspectiva de las economías desarrolladas como de las emergentes, permite igualmente inscribir la relevancia del sector asegurador como uno de los principales captadores de ahorro y, en consecuencia, inversores institucionales de medio y largo plazo.

MAPFRE Economics

Resumen ejecutivo

En los dos años de la crisis provocada por la pandemia del Covid-19 los mercados financieros fueron impulsados por diferentes factores. Por un lado, el apoyo de los bancos centrales con elevadas dotaciones de liquidez a través de la compra de bonos de gobierno y determinados bonos corporativos que mantuvieron los tipos de interés de mercado bajos. Por otro, esas acciones de los bancos centrales, junto con los programas de estímulo fiscal por parte de los gobiernos, con la motivación de mitigar la disrupción del funcionamiento de las economías, encuentran su cauce hacia la economía real y también a otros activos. Esto se ha reflejado claramente en la disonancia entre la fuerte valorización de las bolsas y la economía real, que se contrajo en muchos países por las restricciones impuestas a la movilidad. Ese flujo ingente de dinero ha alimentado también el aumento de valor de muchos otros activos (y no solo el inmobiliario) y a la ya “emergida” inflación.

Aún más, la abrupta crisis económica producida por la pandemia, a la que en los últimos meses se han sumado los efectos generados por la invasión de Ucrania por parte de Rusia, han tenido consecuencias que van más allá del solo efecto sobre los precios y las rentas de los agentes económicos. La pérdida de actividad, por un lado, y los sucesivos *shocks*, por otro, han generado importantes impactos sobre los determinantes de la oferta de ahorro privado como son la estructura demográfica o el propio valor intertemporal del propio ahorro (representada en la estructura temporal de tipos de interés, que es lo que iguala la oferta de ahorro con su demanda para inversión). Es cierto que el resultado final de este *shock* solamente se apreciará en el futuro, aunque ya es posible hacerse una idea preliminar de lo que el fenómeno implicará para el desempeño de la economía global.

La crisis producida por la pandemia del Covid-19 supuso, en primera instancia, un *shock* con tres canales de transmisión relevantes hacia el ahorro. Primero, por la vía de *los niveles de actividad, la renta y la liquidez*. Segundo, a través de la *aversión al riesgo* producida por la incertidumbre. Y tercero, por la vía demográfica a través de la afectación puntual de la *esperanza de vida* de la población. A ello se ha sumado la crisis producida por la invasión de Ucrania, la cual supuso el agravamiento de las dinámicas que ya se fraguaban con la salida de la crisis de la pandemia, recrudesciendo los efectos de las heridas dejadas por el Covid-19.

Este complejo contexto económico ha producido importantes impactos sobre el ahorro. Por un lado, el incremento de la incertidumbre indujo a un mayor *ahorro precaución de las familias*. Este ahorro fue posibilitado, en algunos casos, por las transferencias de renta del Estado hacia las familias como apoyos durante la pandemia, lo que no elude el problema de la consecuente mayor tensión sobre la estabilidad fiscal. Cabe señalar que en muchos países emergentes, al no existir el espacio fiscal suficiente para acomodar el *shock* con transferencias directas a la población, fue necesario el recurso al ahorro privado intermediado por el sector financiero. Y, por otra parte, estos *shocks* afectaron también el *ahorro corporativo* (bajo la forma de beneficios no distribuidos), el cual tuvo una dinámica diferenciada, con casuística condicional a la especialización económica de cada región y a la severidad de cada medida de contención o confinamiento activada durante la pandemia.

La crisis originada por la pandemia supuso también un *shock* para la estructura demográfica. El Covid-19 resultó especialmente letal para la población de mayores edades, lo que supuso un recorte puntual en la esperanza de vida y

también una minoración del extremo final de la estructura de la población; situación que resulta especialmente evidente en los países desarrollados en comparación con los emergentes. Así, la edad media de la población fallecida como consecuencia de la pandemia fue mayor en la medida en que era mayor el nivel de renta de los países, lo que estuvo determinado por la estructura poblacional y por la capacidad de prevención y respuesta ante la pandemia en cada país. Esta situación hizo que el efecto de la letalidad y mortalidad resultara heterogéneo sobre los diferentes tramos de edad de la población del mundo, afectando proporcionalmente más a la población activa (menor a 65 años) mientras menor fuera la renta del país, y viceversa.

Esto tuvo como consecuencia que, en regiones de rentas altas, el ahorro necesario para cubrir el ciclo vital (*ahorro Modigliani*) se redujera (al caer el ratio entre el tiempo residual del individuo como persona activa y el tiempo residual total), mientras que en los países de menores rentas este se incrementó (al morir una proporción mayor de población activa de menor edad). Es decir, que como resultado de los efectos económicos producidos por la pandemia, los países de mayores niveles de renta necesitaron menos ahorro estructural, en tanto que los países de menores niveles de renta requirieron de un volumen mayor, con lo que la *brecha de ahorro* se redujo en los países desarrollados mientras que se amplió en los emergentes.

Una de las alternativas para ayudar a la reducción de esa *brecha de ahorro* en las economías emergentes (como lo demuestra la evidencia en los países de mayor nivel de desarrollo relativo) es a través del sector asegurador, el cual desempeña un papel relevante como proveedor de ahorro previsional y financiador de la inversión de medio y largo plazo, así como un elemento contracíclico en momentos de mayor tensión financiera. La naturaleza guiada por el pasivo del sector asegurador (*liability-driven investment strategy*) enfocada a plazos largos, precisa de una función inversora en instrumentos relativamente líquidos, de bajo nivel de riesgo de crédito y enfocados a plazos similares a los que están orientados sus pasivos.

En este contexto, la nueva ponderación de las carteras de las entidades aseguradoras entre diferentes tipos de activos suele ser marginal por la necesidad de casamiento de plazos, tipos y monedas con su pasivo, y por los consumos de capital. Por ello, en general, las variaciones entre categorías de activos en ese sector son siempre de pequeña dimensión. Sin embargo, debajo de esta estabilidad entre clases de activos, dentro de la categoría de la renta fija se producen nuevas ponderaciones, especialmente en duración (mitigación de riesgo de tipos de interés), en anticipación a los movimientos de tipos de mercado y de los bancos centrales (por la inflación), y también en alguna medida reponderaciones por *rating* de calidad crediticia (mitigación del riesgo de crédito del emisor).

El presente informe ofrece una visión comparada de la distribución y evolución en el tiempo de las inversiones de las entidades aseguradoras por tipología de activos en una selección de mercados, la cual incluye tanto mercados desarrollados (Japón, la Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España) como mercados 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 y Japón, en los que el peso de las inversiones gestionadas es mayor en relación con su respectivo producto interior bruto (PIB), junto con los mercados de la Eurozona y de Estados Unidos que son los que presentan mayor volumen de inversiones gestionadas en valores absolutos.

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, los cuales son gestionados en cuentas separadas y cuyas inversiones se materializan en unidades de fondos de inversión).

Tabla S-1
Mercados seleccionados: inversiones gestionadas
por el sector asegurador, 2020
(millones de euros)

Mercado	Inversiones	PIB	% del PIB
Reino Unido	2.626.172	2.399.747	109,4 %
Japón	3.689.133	4.468.046	82,6 %
Eurozona	8.479.914	11.390.802	74,4 %
Estados Unidos	6.583.692	18.503.936	35,6 %
España	311.315	1.121.948	27,7 %
Brasil	203.983	1.279.472	15,9 %
México	60.788	951.081	6,4 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA, ICEA, BoE, NAIC, SUSEP, CNSF, LIAJ, GIAJ y FMI)

En particular, ha sido posible presentar tal distinción en los mercados que se muestran en la Tabla S-2. En general, excepto en el Reino Unido, las inversiones que respaldan seguros de Vida inversión en los que los tomadores asumen el riesgo financiero de las carteras asignadas a sus pólizas representan un porcentaje sustancialmente inferior al negocio tradicional, pero en 2020 han ganado peso tanto en la Eurozona (y particularmente en España) como en los Estados Unidos donde son habituales los productos denominados “variable annuities” en los que el tomador asume riesgos financieros en la fase de acumulación, en mayor o menor medida, dependiendo de las garantías que incorporen¹. En el Reino Unido, el porcentaje se ha reducido ligeramente, pero continúa siendo el mercado con mayor peso de productos del tipo “unit-linked”.

Tabla S-2
Mercados seleccionados: estructura de las
carteras de inversión por tipo de
negocio asegurador, 2020
(%)

Tipo de negocio	Eurozona	Estados Unidos	Reino Unido	España
Cartera negocio tradicional	83,3 %	69,1 %	45,3 %	91,8 %
Cartera negocio unit-linked	16,7 %	30,9 %	54,7 %	8,2 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA, BoE y NAIC)

En las carteras de seguros de Vida inversión del tipo “unit-linked” o asimiladas (incluidos los productos denominados “variable annuities”), el riesgo y las decisiones de inversión no recaen en la entidad aseguradora, sino que se ven afectadas por las decisiones que adoptan los tomadores del seguro. Por este motivo, los pesos que representa cada categoría de activos se han calculado una vez se ha determinado la cartera de inversiones tradicional. Esta forma de presentar la información se basa en la idea de que en esa cartera tradicional (no “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.

De esta forma, 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

Tabla S-3
Mercados seleccionados: estructura desagregada de las
carteras de inversión del negocio tradicional, 2019-2020
(%)

Tipo de activo	Eurozona		Estados Unidos		Japón		Reino Unido		España	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Renta fija corporativa	31,4 %	31,2 %	51,1 %	46,4 %	7,4 %	7,1 %	33,6 %	33,5 %	19,8 %	19,8 %
Renta fija soberana	34,4 %	33,3 %	13,3 %	16,2 %	39,1 %	38,4 %	18,2 %	18,1 %	55,6 %	55,0 %
Renta variable	13,8 %	15,4 %	13,2 %	13,6 %	5,7 %	7,2 %	9,0 %	7,7 %	5,6 %	5,7 %
Préstamos	5,0 %	5,1 %	10,6 %	10,1 %	7,5 %	7,0 %	9,9 %	10,6 %	0,8 %	0,6 %
Depósitos y tesorería	4,8 %	4,6 %	4,1 %	4,9 %	3,6 %	3,4 %	8,7 %	9,4 %	6,4 %	6,5 %
Inmuebles	2,1 %	2,3 %	0,6 %	0,6 %	1,7 %	1,6 %	1,9 %	1,6 %	3,5 %	3,5 %
Otras inversiones	8,6 %	8,0 %	7,2 %	8,3 %	35,0 %	35,4 %	18,7 %	19,0 %	8,2 %	8,8 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA, ICEA, BoE, NAIC, LIAJ y GIAJ)

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, muy por encima del resto de los mercados aseguradores de las economías desarrolladas, aunque a finales de 2020 representaban un peso menor que al cierre del ejercicio anterior (46,4% vs 51,1%). 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, sigue presentando un elevado porcentaje de inversiones en moneda extranjera (incluidas en el rubro de otras inversiones y que suponen el 26,0% de su cartera total, habiendo experimentado un aumento de 12 puntos porcentuales a lo largo del periodo 2010-2020). Las compañías de seguros niponas 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). Sin embargo, 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 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.

Entre los mercados desarrollados considerados en este informe, 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 se consideran los mercados aseguradores brasileño y mexicano, estos presentan porcentajes de inversión en valores de renta fija superiores al del mercado español. Así, se observa que en los mercados aseguradores con un menor nivel de desarrollo relativo (por volumen de activos en sus carteras) el porcentaje de inversiones en valores de renta fija tiende a ser mayor.

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 indicó, 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 investment strate-*

Tabla S-4
 Mercados seleccionados: síntesis de la estructura de la
 cartera de inversiones por tipo de activo, 2019-2020
 (%)

Tipo de activo	Eurozona		Estados Unidos		Japón		Reino Unido		España		Brasil		México	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Renta fija	66,3 %	66,2 %	64,4 %	62,6 %	46,5 %	45,5 %	51,8 %	51,6 %	75,5 %	74,9 %	91,7 %	91,0 %	79,9 %	80,8 %
Renta variable	15,9 %	15,5 %	13,2 %	13,6 %	5,7 %	7,2 %	9,0 %	7,7 %	5,6 %	5,7 %	7,4 %	8,0 %	15,7 %	15,1 %
Préstamos	5,0 %	5,7 %	10,6 %	10,1 %	7,5 %	7,0 %	9,9 %	10,6 %	0,8 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	2,1 %	1,8 %
Depósitos y tesorería	4,2 %	4,2 %	4,1 %	4,9 %	3,6 %	3,4 %	8,7 %	9,4 %	6,4 %	6,5 %	0,3 %	0,2 %	0,8 %	0,9 %
Inmuebles	2,4 %	2,4 %	0,6 %	0,6 %	1,7 %	1,6 %	1,9 %	1,6 %	3,5 %	3,5 %	0,1 %	0,6 %	1,4 %	1,4 %
Otras inversiones	6,2 %	6,0 %	7,2 %	8,3 %	35,0 %	35,4 %	18,7 %	19,0 %	8,2 %	8,8 %	0,5 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA, ICEA, BoE, LIAJ, GIAJ, NAIC, SUSEP y CNSF)

Tabla S-5
 Mercados seleccionados: reasignación de activos, 2010-2020

Tipo de activo	Período	Reino Unido	Japón	Eurozona	Estados Unidos	España	Brasil	México
Renta fija	2016-2020	● -2,3 %	● -2,6 %	● 1,8 %	● -3,3 %	● -0,9 %	● 1,2 %	● -1,9 %
Renta variable		● -3,6 %	● 0,2 %	● -2,4 %	● 0,5 %	● 0,9 %	● -1,3 %	● 3,0 %
Préstamos		● 3,2 %	● -1,8 %	● 1,2 %	● 0,4 %	● -0,2 %	● 0,1 %	● -1,0 %
Depósitos y tesorería		● 1,2 %	● 0,7 %	● 1,4 %	● 0,9 %	● -2,2 %	● 0,0 %	● 0,3 %
Inmuebles		● -0,7 %	● -0,1 %	● 0,5 %	● -0,1 %	● -0,1 %	● 0,3 %	● -0,1 %
Otras inversiones		● 2,2 %	● 3,1 %	● -2,4 %	● 1,6 %	● 2,5 %	● -0,3 %	● -0,3 %
Renta fija	2010-2020	-	● -5,5 %	● 4,7 %	● -8,9 %	● -0,8 %	● 0,2 %	● -3,0 %
Renta variable		-	● 0,7 %	● -7,4 %	● 5,1 %	● -9,0 %	● -8,3 %	● 4,6 %
Préstamos		-	● -6,1 %	● -3,7 %	● 1,0 %	● 0,6 %	● 0,0 %	● -1,1 %
Depósitos y tesorería		-	● 0,4 %	● 0,7 %	● 0,4 %	● 0,7 %	● -0,1 %	● 0,1 %
Inmuebles		-	● -0,7 %	● -0,1 %	● -0,2 %	● -0,4 %	● 8,8 %	● -0,7 %
Otras inversiones		-	● 11,6 %	● 5,8 %	● 2,6 %	● 8,8 %	● -0,6 %	● 0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA, ICEA, BoE, LIAJ, GIAJ, NAIC, SUSEP y CNSF)

gies) 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.

En un análisis de medio plazo, en el período 2016-2020 se puede observar que los movimientos entre clases de activos es algo mayor que en el período 2019-2020, aunque siguen siendo limitados. Solo cuando se toma un período de análisis más amplio 2010-2020 se observan mayores variaciones, pero estas se deben más a criterios clasificatorios de suministro de información que a verdaderos trasvases entre tipologías de activos, con algunas excepciones como es el caso de Japón, como se explica en el punto 2 de este informe. En este sentido, merece también mención especial la entrada en vigor del esquema regulatorio Solvencia II, momento en el que confluyeron factores clasi-

ficatorios junto con una reasignación de activos para adaptarse al nuevo entorno de capital basado en riesgos y en valoraciones consistentes con el mercado (véase la Tabla S-5).

En este análisis de medio plazo, se observa igualmente cierta estabilidad en el peso de la renta fija soberana y corporativa dentro de la categoría de la renta fija (véase la Tabla S-6), siendo el mayor trasvase la pérdida de peso relativo de la renta fija corporativa en los Estados Unidos que, en cualquier caso, sigue siendo la inversión mayoritaria en ese mercado, como puede observarse en la antes referida Tabla S-3.

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 internacionales, con la

Tabla S-6
 Mercados seleccionados: reasignación de renta fija, 2016-2020

Tipo de activo	Reino Unido	Japón	Eurozona	Estados Unidos	España
Renta fija corporativa	● -0,1 %	● 0,1 %	● -0,7 %	● -3,8 %	● -2,6 %
Renta fija soberana	● -1,1 %	● -2,7 %	● 0,6 %	● 0,6 %	● 0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA, ICEA, BoE, LIAJ, GIAJ y NAIC)

información extraída de sus cuentas consolidadas referidas al cierre de 2020. 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. El ahorro global tras la pandemia

La abrupta crisis económica producida por la aplicación de las medidas de confinamiento y distanciamiento social para enfrentar la pandemia del Covid-19, a lo que en los últimos meses se han sumado los efectos generados por la invasión de Ucrania por parte de Rusia, han tenido consecuencias que van más allá del solo efecto sobre los precios y las rentas de los agentes económicos. La pérdida de actividad, por un lado, y los sucesivos *shocks*, por otro, han generado importantes impactos sobre los determinantes de la oferta de ahorro privado como son la estructura demográfica o el valor intertemporal del propio ahorro (representada en la estructura temporal de tipos de interés, que es lo que iguala la oferta de ahorro con su demanda para inversión).

Es cierto que el resultado final de este *shock* solamente se apreciará en el futuro, aunque ya es posible hacerse una idea preliminar de lo que el fenómeno implicará para el desempeño de la economía global. Lo anterior, porque el fenómeno tiene implicaciones a corto plazo sobre el ciclo económico y, de manera más relevante, sobre la inversión, la productividad y el crecimiento de largo plazo, así como sobre la estabilidad nominal y real que tradicionalmente aporta el sector financiero.

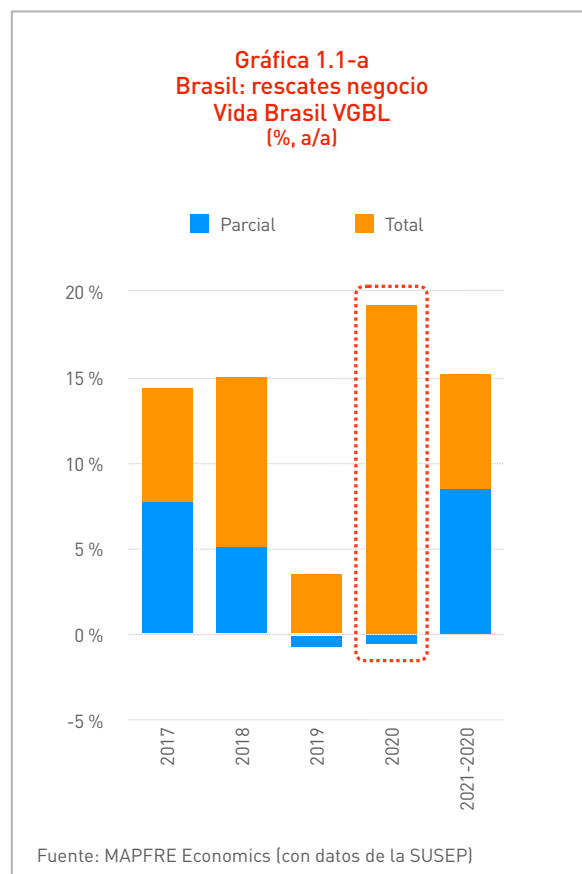
1.1 Canales de impacto a través de la cronología del *shock*

La crisis del Covid-19: el *shock* germinal

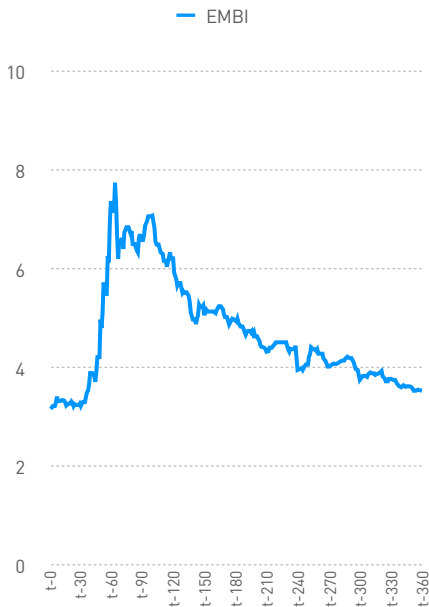
La crisis producida por la pandemia del Covid-19 supuso, en primera instancia, un *shock* con tres canales de transmisión relevantes hacia el ahorro. En primer lugar, por la vía de *los niveles de actividad, la renta y la liquidez*. En segundo lugar, a través de la *aversión al riesgo* producida por la incertidumbre. Y, en tercer lugar, por la vía demográfica a través de la afectación de la *esperanza de vida* de la población.

En primer término, desde el punto de vista de los *niveles de actividad*, la gran mayoría de las economías del orbe entraron en recesión técnica, fundamentalmente como consecuencia de la implementación de medidas de confinamiento y limitación a la movilidad y el contacto social. Cabe señalar que hasta antes del día 24 de febrero (fecha del inicio de la invasión de Ucrania) pocos países habían recuperado los niveles de actividad previos a la pandemia, y la crisis desatada (en especial en Europa) a raíz de la invasión sin duda postergará aún más dicha recuperación.

Ahora bien, con la caída de la actividad económica producida por la pandemia llegó también un incremento de las necesidades de *liquidez*. Desde la perspectiva de la actividad aseguradora, la dinámica de los rescates de pólizas de seguros de Vida constituye un buen

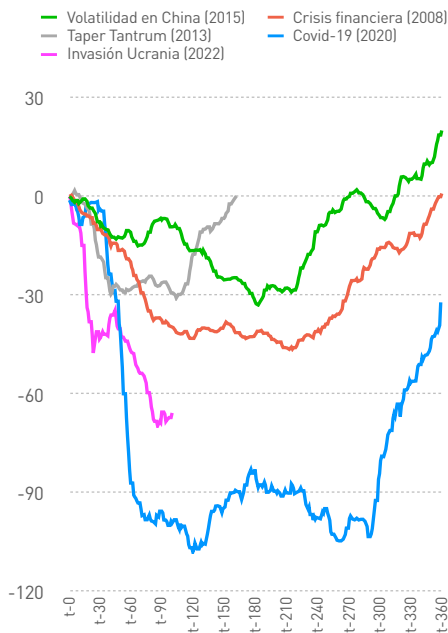


Gráfica 1.1-b
Evolución del EMBI durante la crisis del Covid-19



Fuente: MAPFRE Economics (con datos Bloomberg)

Gráfica 1.1-c
Flujos de inversión de cartera en crisis y tensiones en la aversión al riesgo



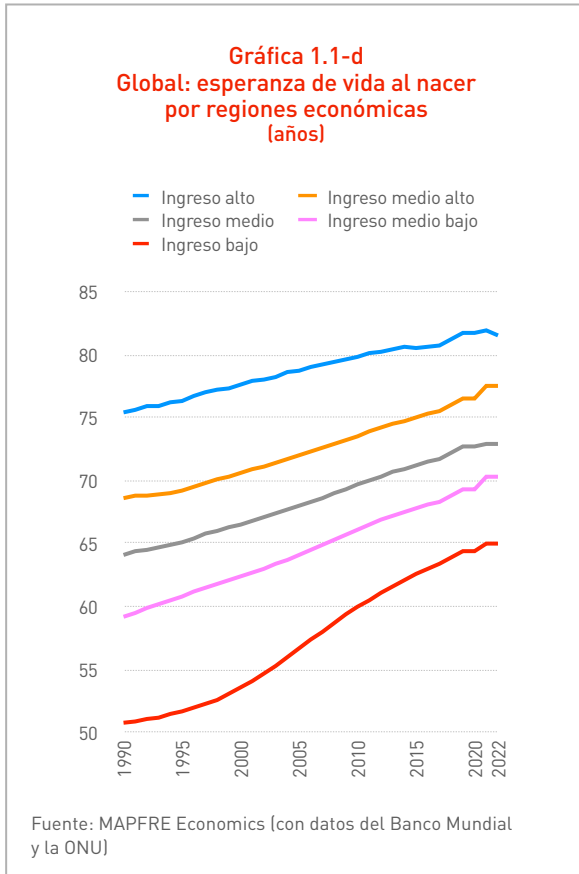
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del IIF y Bloomberg)

ejemplo de este fenómeno. Ello resultó de especial relevancia en el caso de los países en los que el empleo de las transferencias públicas no fue tan importante, tanto por la carencia de espacio fiscal como por decisiones de política económica (véase la Gráfica 1.1-a, que ejemplifica el caso de Brasil). En regiones en donde el margen fiscal fue mayor, los problemas de liquidez fueron apaciguados con transferencias de rentas o garantías del estado (v.gr., en Estados Unidos y la Eurozona), aunque esto ha dado pie a un problema de estabilidad fiscal patente en algunas economías europeas, como la española.

En segundo lugar, la crisis producida por el Covid-19, como todo proceso del que no se tiene información suficiente, supuso una fuente de incertidumbre inconmensurable y, por lo tanto, generó un repunte global en la *aversión al riesgo* con tintes mayores en los países emergentes que en los desarrollados, tal y como se aprecia en el comportamiento del VIX y el EMBI a lo largo de la pandemia (véase la Gráfica 1.1-b). Como se sabe, la aversión al riesgo es siempre catalizadora de un *sell off* de los mercados financieros con ineludibles

efectos sobre variables nominales como precios de activos y monedas que, en última instancia, impactan sobre la estabilidad de aquellos países más dependientes del ahorro externo (como Latinoamérica), situación que se refleja en los flujos financieros hacia estos (véase la Gráfica 1.1-c, en el que dichos flujos de cartera durante la crisis del Covid-19 se comparan con los producidos por otras crisis de naturaleza global).

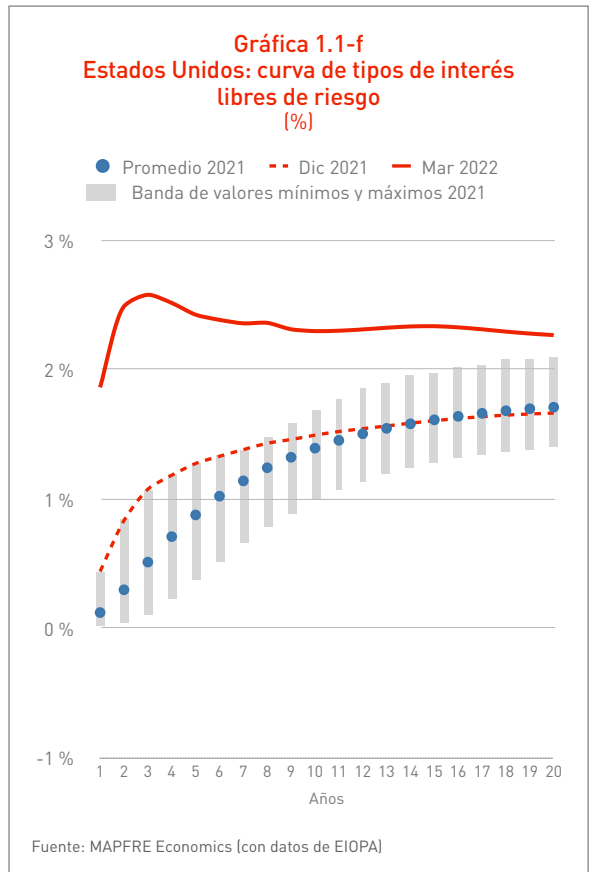
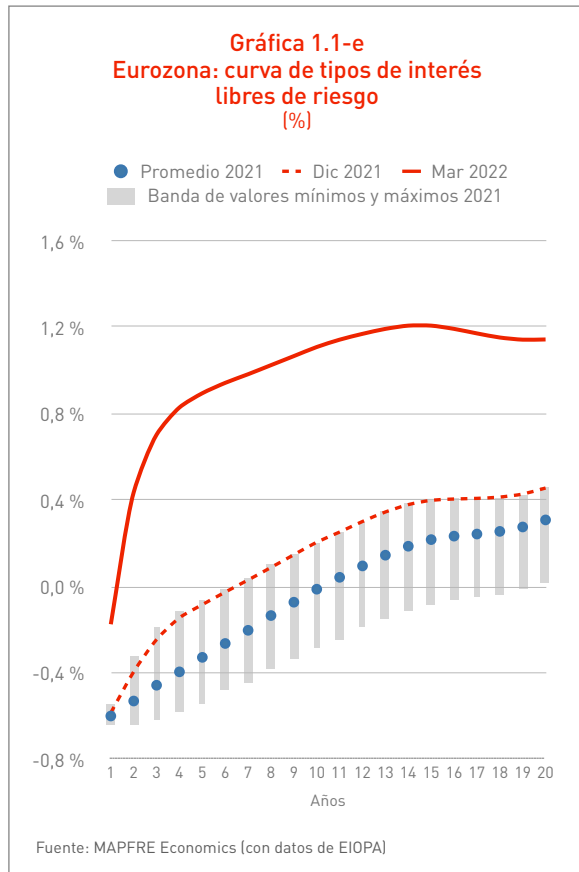
Y, en tercer lugar, la pandemia del Covid-19 tuvo también una consecuencia en la dimensión demográfica. La incidencia y letalidad de la pandemia fue claramente mayor en los segmentos más maduros de la sociedad y, por lo tanto, redujo la población de mayor edad², a la vez que ralentizó temporalmente el incremento en la *esperanza de vida*. Como era de esperar, este efecto fue superior en los países más vulnerables, es decir, aquellos en donde los sistemas de salud mostraban mayores debilidades³. De esta forma, como se ilustra en la Gráfica 1.1-d, la evolución de la esperanza de vida por regiones económicas presenta ya indicios de dicha ralentización temporal en la tendencia

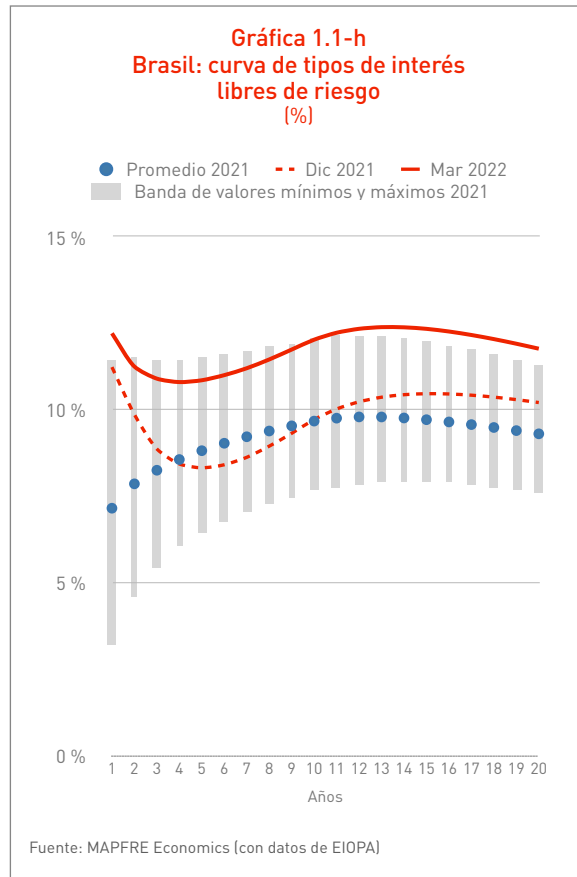
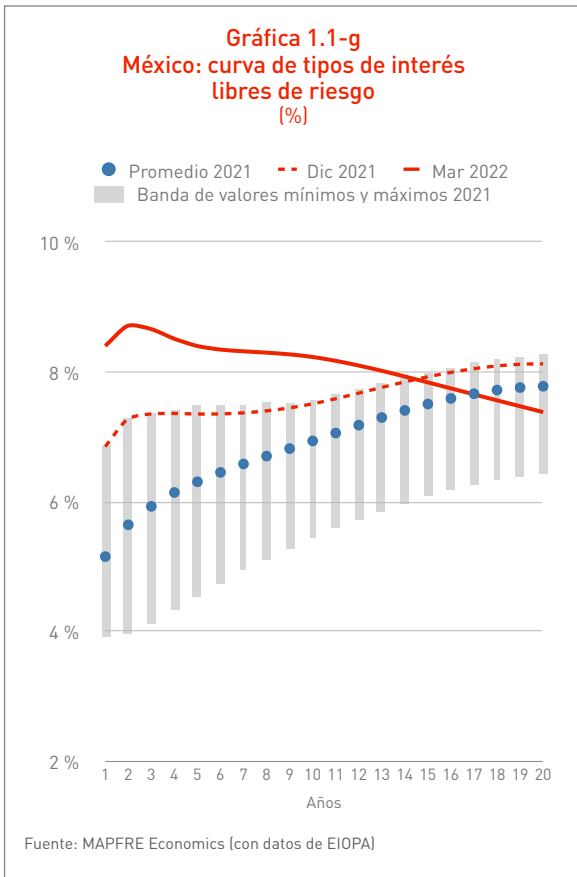


de la esperanza de vida, aunque debe decirse que se trata de un fenómeno cuya profundidad y extensión solo podrá conocerse en los próximos años.

El conflicto en Ucrania: una vuelta de tuerca

Uno de los más destacables impactos producidos por las restricciones asociadas al combate del Covid-19 fueron los efectos sobre la cadena de valor global. A lo largo de la pandemia, la logística global se vio entorpecida por las sucesivas cuarentenas obligatorias, de la misma manera en la que se está viendo hoy en día en China. Estos problemas de suministro, unidos al *shock* de demanda producido por la salida de la crisis, supusieron una doble fuente de tensión sobre los precios de producción y consumo globales que, además, se vieron estresados por la fortaleza del dólar estadounidense que ha actuado como activo de refugio. En este contexto, los bancos centrales de la mayor parte de las economías del orbe, con especial énfasis en los países emergentes, debieron iniciar un proceso de endurecimiento de su





política monetaria, añadiendo con ello tensión a las condiciones financieras, como se puede ver en el desplazamiento ascendente de las curvas de tipos de interés (véanse las Gráficas 1.1-e a 1.1-h).

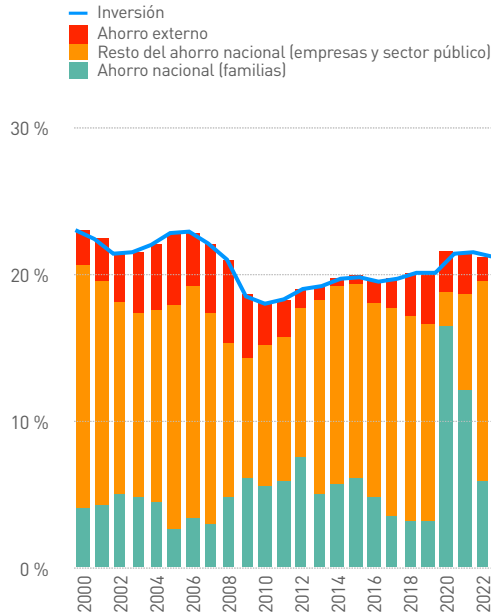
En este marco, la crisis producida por la invasión de Ucrania supuso un agravamiento de las dinámicas que ya se fraguaban con la salida de la crisis de la pandemia, recrudeciendo los efectos de las heridas dejadas por la crisis del Covid-19. De esta forma, la actividad económica volvió a resentir atonía, retrasando la recuperación de los niveles previos a la pandemia, a la vez que la aversión al riesgo volvía a aumentar. Adicionalmente, el *shock* de precios sobre energía se ha trasladado con celeridad al resto del IPC tensionando aún más los precios. En consecuencia, las condiciones monetarias y financieras vuelven a encontrarse a las puertas del endurecimiento (liderado por Estados Unidos y el Reino Unido, en el mundo desarrollado), lo que, en última instancia, significará un incremento de los tipos de interés a los que ahorro e inversión deberán ajustarse.

1.2 Efectos sobre el ahorro

Efecto sobre el ahorro precaución

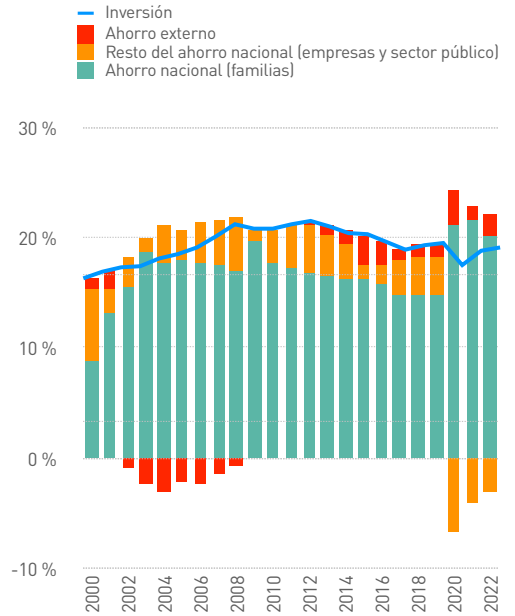
El complejo contexto económico generado por la pandemia del Covid-19 y agudizado por los efectos del conflicto en Ucrania, han producido importantes impactos sobre el ahorro. Por un lado, el incremento de la incertidumbre indujo a un mayor *ahorro precaución de las familias*, como puede confirmarse en el fuerte incremento de este entre el 2019 y el 2020 de manera regional y nacional (véanse las Gráficas 1.2-a a 1.2-e). Este ahorro fue posibilitado, en algunos casos, por las transferencias de renta del Estado hacia las familias como apoyos durante la pandemia, lo que no elude el problema de la consecuente mayor tensión sobre la estabilidad fiscal. En muchos países emergentes, sin embargo, al no existir el espacio fiscal suficiente para acomodar el *shock* con transferencias directas a la población, fue necesario el recurso al ahorro privado intermediado por el sector financiero. Debe destacarse que una buena parte del ahorro privado fue liquidado como efectivo; un ejemplo de esto último es la

Gráfica 1.2-a
Estados Unidos: ahorro e inversión
(% PIB)



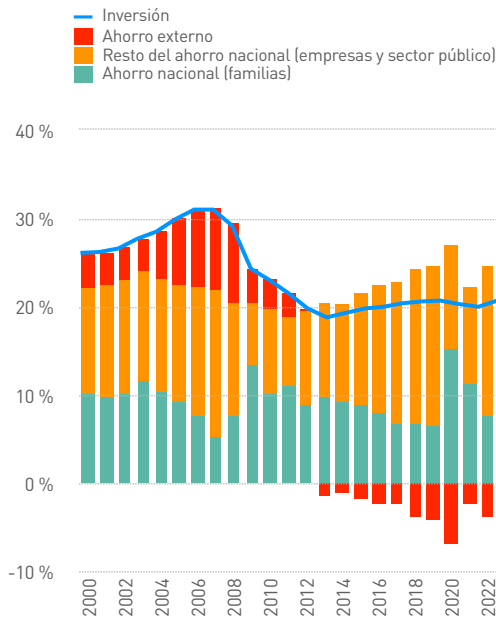
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Mundial)

Gráfica 1.2-b
América Latina: ahorro e inversión
(% PIB)



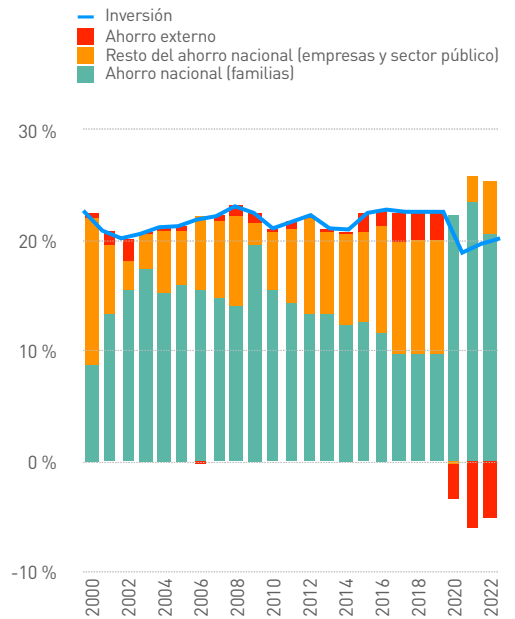
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Mundial)

Gráfica 1.2-c
España: ahorro e inversión
(% PIB)



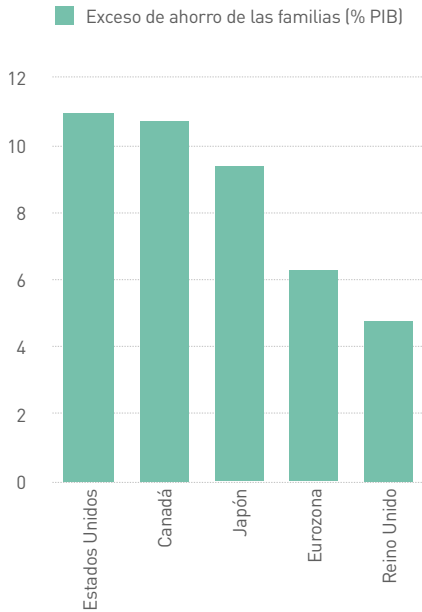
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Mundial)

Gráfica 1.2-d
México: ahorro e inversión
(% PIB)



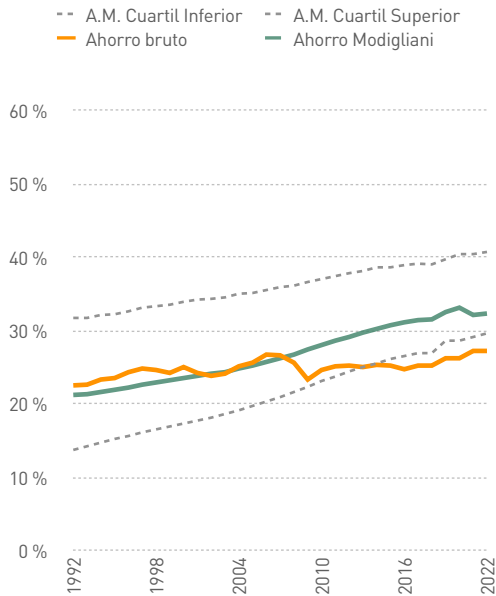
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Mundial)

Gráfica 1.2.e
Países seleccionados: exceso de ahorro de las familias



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la OCDE)

Gráfica 1.2-f
Global: ahorro bruto privado vs ahorro Modigliani (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Mundial)

dinámica de los rescates de las pólizas de Vida en Brasil como puede observarse en la antes referida Gráfica 1.1-a.

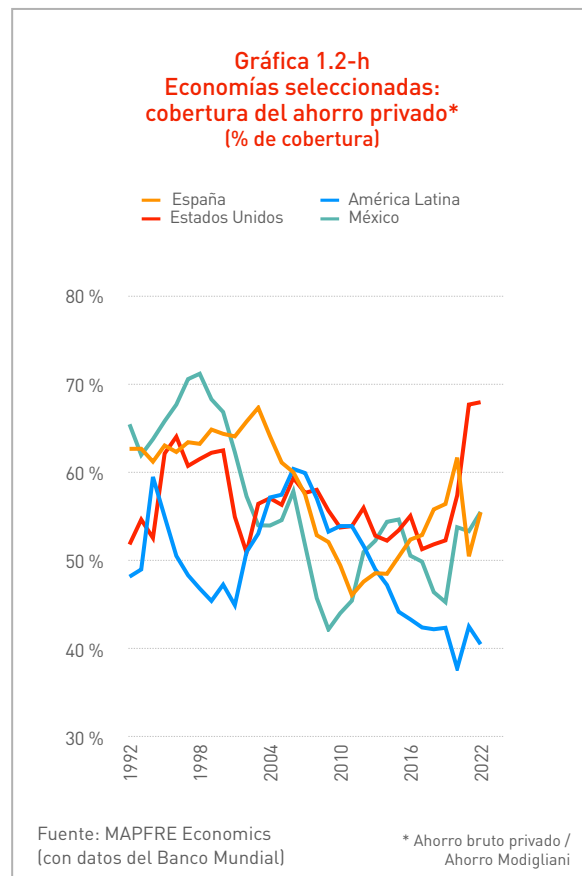
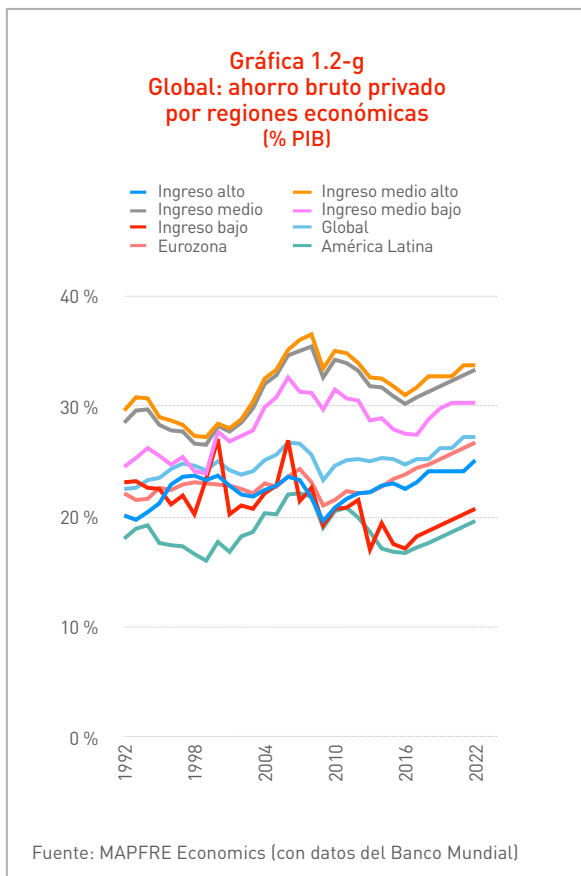
Es importante señalar que estos *shocks* no solo tuvieron efectos sobre el ahorro privado familiar. El *ahorro corporativo* (bajo la forma de beneficios no distribuidos) también tuvo una dinámica diferenciada, con casuística condicional a la especialización económica de cada región y a la severidad de cada medida de contención o confinamiento activada durante la pandemia. Como puede verse en las antes referidas Gráficas 1.2-a a 1.2-d, mientras que en regiones como la europea este ahorro se incrementó debido al confinamiento, la aportación de este en el caso de Estados Unidos fue muy inferior, siendo este último país más proclive para mantener una dinámica de *business as usual*, facilitando, por tanto, el consumo.

Efecto sobre el ahorro Modigliani

Como antes se indicó, la crisis originada por la pandemia supuso también un *shock* para la estructura demográfica, el cual generó im-

pactos puntuales atendiendo a la capacidad sanitaria de cada país y en función a su estructura demográfica⁴. El Covid-19 resultó especialmente letal para la población de mayores edades (por encima de 65 años), lo que supuso un recorte puntual en la esperanza de vida y también una minoración del extremo final de la estructura de la población; situación especialmente evidente en los países desarrollados en comparación con los emergentes. En general, la edad media de la población fallecida como consecuencia de la pandemia fue mayor en la medida en que era mayor el nivel de renta de los países, lo que estuvo determinado por la estructura poblacional y por la capacidad de prevención y respuesta ante la pandemia en cada país. Esta situación hizo que el efecto de la letalidad y mortalidad resultara heterogéneo sobre los diferentes tramos de edad de la población del mundo, afectando proporcionalmente más a la población activa (menor a 65 años) mientras fuera la renta del país, y viceversa.

Esto tuvo como consecuencia que, en regiones de rentas altas, el ahorro necesario para cubrir el ciclo vital (*ahorro Modigliani*⁵) se redujera (al



caer el ratio entre el tiempo residual del individuo como persona activa y el tiempo residual total⁶), mientras que en los países de menores rentas, este se aumentara (al morir una proporción mayor de población activa de menor edad) y que, en términos agregados, el mundo haya visto su *ahorro Modigliani* incrementado en 1% aproximadamente (véase la Gráfica 1.2-f), aunque la visión regional o por segmentos de renta ofrece muchos matices.

En otras palabras, como resultado de los efectos económicos producidos por la pandemia del Covid-19, los países de mayores niveles de renta necesitaron menos ahorro estructural, en tanto que los países de menores niveles de renta requirieron de un volumen mayor, con lo que la *brecha de ahorro* se redujo en los países desarrollados mientras que se amplió en los emergentes. El resultado global fue un incremento de las necesidades de ahorro en torno al 1% que no se satisfizo, por lo que la *brecha de ahorro* se amplió y, con ella, las vulnerabilidades ya conocidas asociadas a esta clase de fenómenos.

Como se ilustra en la Gráfica 1.2-g, el ahorro privado bruto de hogares y empresas ha crecido de manera continuada en el mundo, incluida la etapa de la pandemia y, por supuesto, considerando los diferentes niveles de partida de renta a lo largo del mundo. Sin embargo, la *brecha de ahorro* estructural (la que resulta de la diferencia entre el ahorro bruto privado total y el necesario según la métrica del *ahorro Modigliani*) ha tenido dinámicas muy diferenciadas, comprobándose que, como antes se indicaba, se cierra crecientemente más en función del nivel de renta (véase la Gráfica 1.2-h).

Un balance preliminar

El Covid-19 supuso, en términos agregados, un incremento de las necesidades estructurales de ahorro, dado que la demografía (afectada por la pandemia) no se acompasó totalmente con un incremento de este. En términos desagregados, se observa que las regiones de mayor nivel de renta sí vieron reducirse la *brecha de ahorro*, en tanto que las de menor renta y más vulnerables vieron cómo esta brecha se incrementaba, lo que sigue poniendo

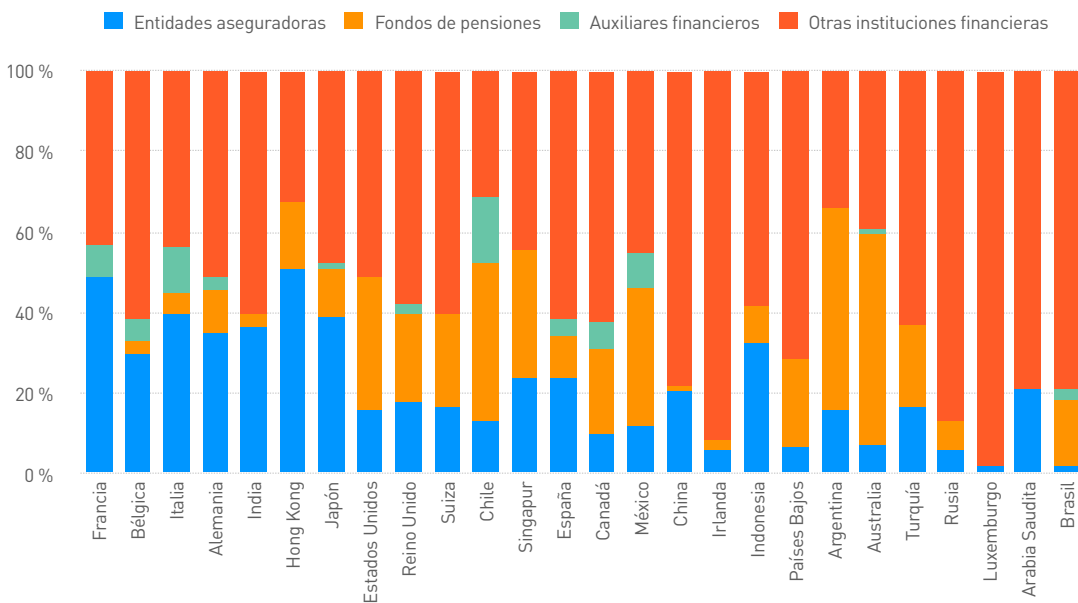
en evidencia los problemas de ahorro globales. Aunque en términos agregados no se alteró, al observarlo por regiones el problema de la suficiencia de ahorro ha vuelto a deteriorarse donde más necesario era, es decir, en los países emergentes (en especial en América Latina) y, en general, en las regiones que son estructuralmente dependientes de ahorro externo y donde es especialmente necesaria la intermediación del ahorro privado local para financiar la inversión y para garantizar la estabilidad financiera y real de sus economías.

Los efectos en el ahorro se trasladan al sector financiero y a su función transformadora de plazos, inversora y aseguradora, a través de las inversiones con las que se casan activos y pasivos en el sistema financiero, con lo que deficiencias de ahorro impactan los activos del sistema haciendo que una menor oferta de ahorro signifique una menor inversión en estos activos y, por lo tanto, menor capacidad de financiación de la economía real. Esta reducción de la oferta se corresponde con incrementos en los tipos de interés y con las condiciones financieras en general o, en última instancia, con la destrucción de la demanda de ahorro (inversión).

Como se ha observado recientemente, la política monetaria global ha comenzado un ciclo de endurecimiento, aunque de manera asimétrica a lo largo del mundo. América Latina ha sido pionera en el endurecimiento de las condiciones financieras, aún en las fases tempranas de recuperación post Covid-19, precisamente para paliar sus necesidades de financiación. *A posteriori*, el conflicto en Ucrania y la espiral de precios energéticos, por un lado, y el dinamismo de la demanda en Estados Unidos, por otro, han intensificado el endurecimiento de las condiciones financieras.

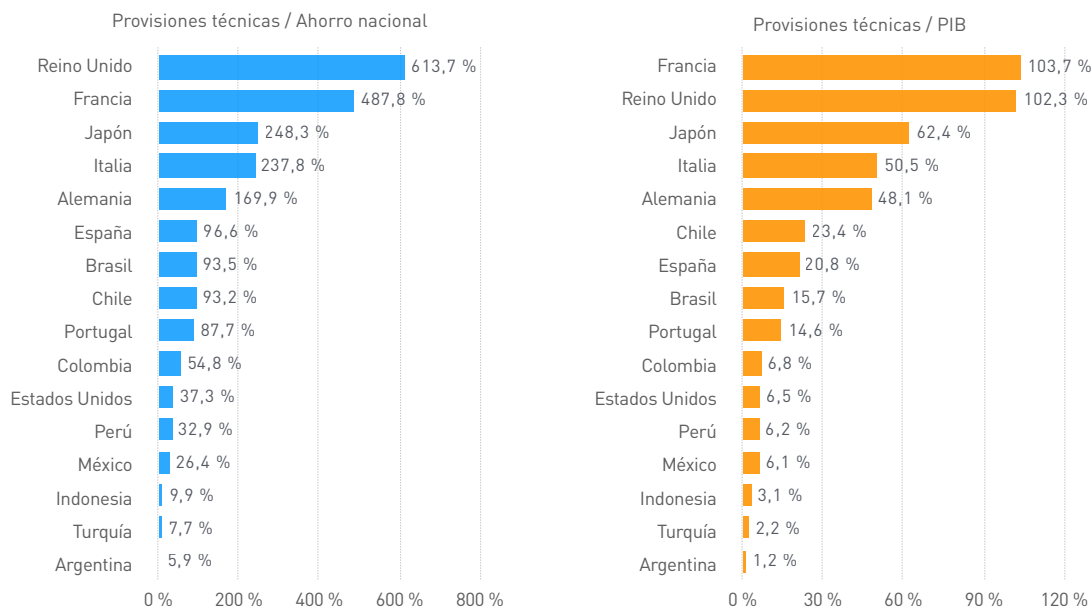
Toda vez que el incremento de los tipos de interés depende de múltiples factores, la *brecha de ahorro* determina en parte la transmisión del efecto de la subida de los tipos a lo largo de la curva. A mayor es la *brecha de ahorro*, mayores son los desplazamientos horizontales de la curva de tipos de interés, puesto que más cuesta financiar el capital en sus diferentes horizontes. En última instancia, esto lleva a un ajuste de la inversión a la baja, lo que en el corto plazo se traduce en una caída de la actividad y, en el largo plazo, en una reducción del crecimiento económico potencial al reducirse la velocidad de reposición y generación del *stock* de capital. Por lo tanto,

Gráfica 1.2-i
Países seleccionados: composición del sistema financiero privado no bancario
(% de los activos financieros domésticos totales)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Financial Stability Board)

Gráfica 1.2-j
Países seleccionados: ahorro privado intermediado por el sector asegurador
(provisiones técnicas, % ahorro nacional; provisiones técnicas, % PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos a 2020 de la OCDE, Institutos nacionales de estadística, FMI, Banco Mundial y Haver)

primero el Covid-19 y luego la inflación produjeron profundos efectos en la estructura del ahorro global, favoreciendo a aquellos países mejor preparados para afrontar ambos *shocks* (los de mayores niveles de renta), aumentando las necesidades de ahorro y reduciendo las posibilidades de inversión y crecimiento a largo plazo de los países más vulnerables.

Una de las alternativas para ayudar a la reducción de esa *brecha de ahorro* en las economías emergentes (como lo demuestra la evidencia en los países de mayor nivel de desarrollo relativo) es a través del sector asegurador, el cual desempeña un papel relevante como proveedor de ahorro previsional y financiador de la inversión de medio y largo plazo, así como un elemento contracíclico en momentos de mayor tensión financiera. Como se presenta en la segunda parte de este informe, la naturaleza guiada por el pasivo del sector asegurador enfocada a plazos largos (*liability-driven investment strategy*), precisa de una función inversora en instrumentos relativamente líquidos, de bajo nivel de riesgo de crédito y enfocados a plazos similares a los

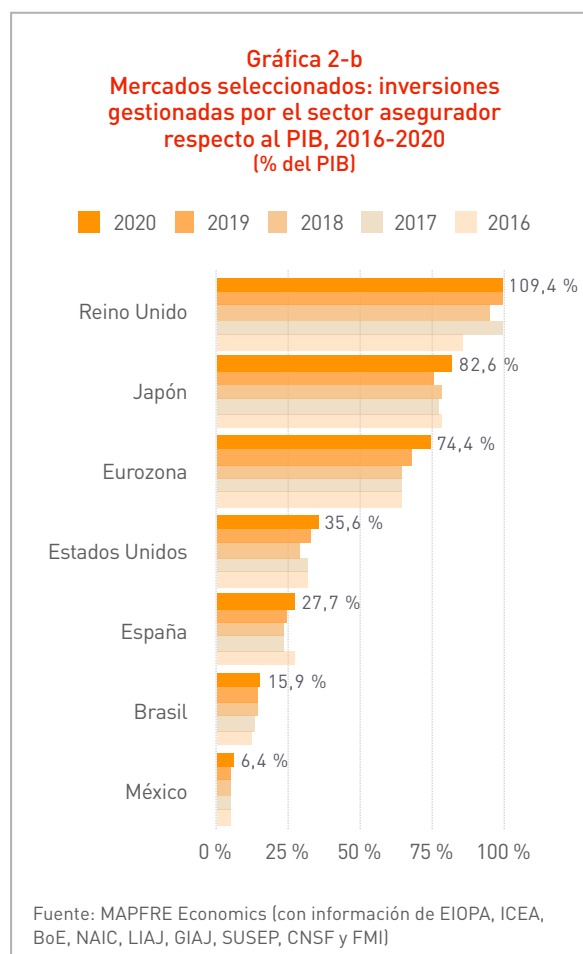
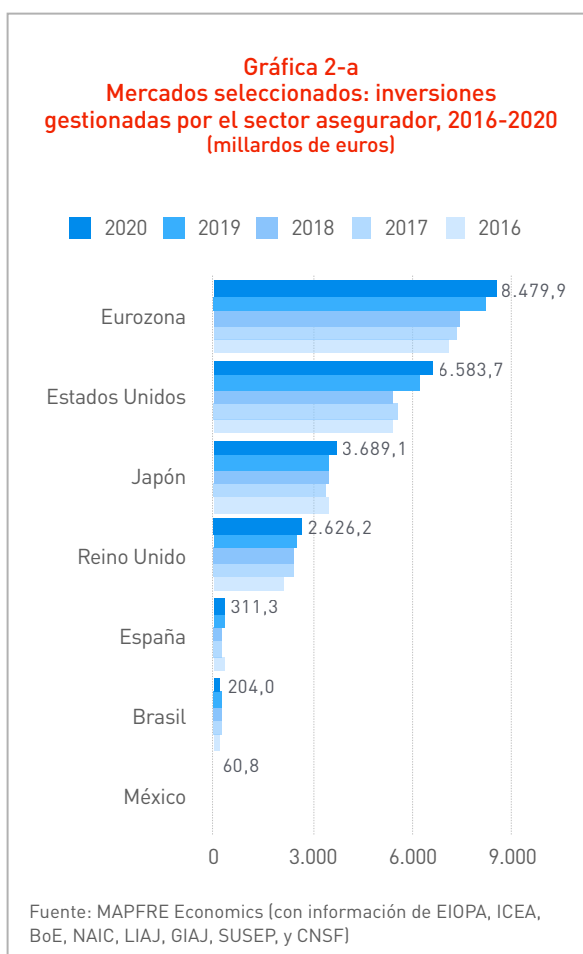
que están orientados sus pasivos. Como se observa en la Gráfica 1.2-i, aunque con diferencias entre economías, un sector asegurador con un alto nivel de desarrollo puede llegar a constituir una pieza clave en el proceso de captación y canalización de ahorro no bancario, al acumular inversiones ligadas a sus obligaciones aseguradoras que pueden llegar a representar porciones muy significativas del ahorro nacional y del PIB, como lo muestran casos paradigmáticos del Reino Unido, Francia o Japón (véase la Gráfica 1.2-j).

2. Estructura de las carteras de inversiones del sector asegurador en mercados seleccionados

Como se ilustra en la Gráfica 2-a, los mercados aseguradores considerados para efectos del análisis contenido en este informe representaron de manera agregada, en 2020, inversiones por un importe de 21.955 millardos de euros. En general, debido a la caída de las economías en 2020 como resultado de la crisis producida por la pandemia del Covid-19, la proporción de las inversiones respecto al PIB, en algunos casos dio saltos significativos, como el caso del Reino Unido en el que aumentó 10 puntos porcentuales hasta 109%, mientras que en México solamente subió un 1 punto porcentual hasta el 6% (véase la Gráfica 2-b).

Debe señalarse que la información que se ha empleado como base para el análisis que se presenta en esta sección del informe, proviene

directamente de los organismos nacionales o regionales de supervisión. En el caso de la información para el mercado de la Eurozona, la fuente ha sido la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), el Reino Unido el Banco de Inglaterra (BoE) y, 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 2010-2020. 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).

De esta forma, en los siguientes apartados de esta sección 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 los últimos 10 años. 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 el mismo periodo.

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 del periodo 2010-2020, se muestra en la Tabla 2.1-a y en la Gráfica 2.1-a.

A lo largo del período 2010-2020 la cartera del negocio “unit-linked” terminó con el mismo peso que tenía en 2010, un 16,7%, aunque a lo largo de ese periodo llegó a variar 2 puntos porcentuales. De hecho, en los últimos años su peso ha aumentado hasta alcanzar esa cifra, desde los mínimos de 15,2% de 2016. El prolongado entorno de bajos tipos de interés en la Eurozona, unido al buen comportamiento de los mercados de renta variable en los últimos años, han aumentado la demanda de productos en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. No obstante, este negocio se enfrenta 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.

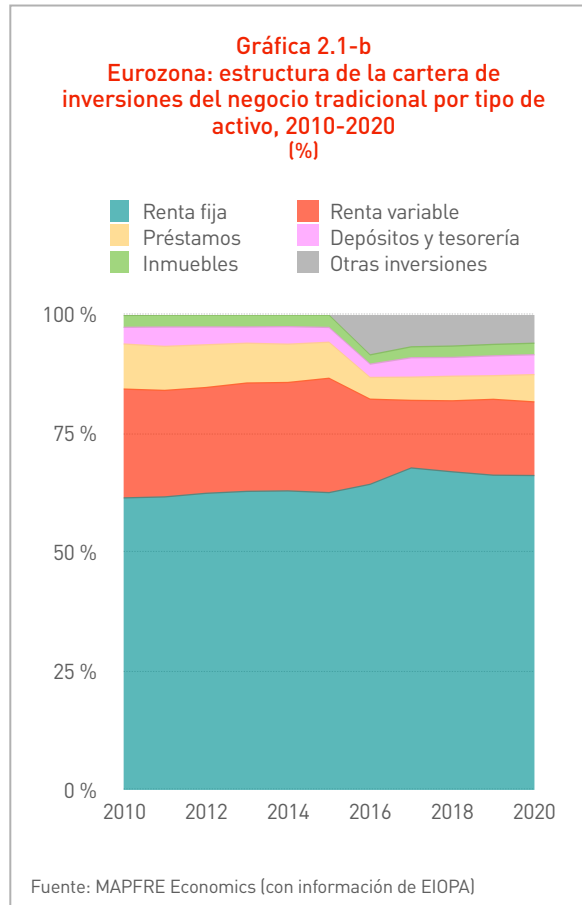
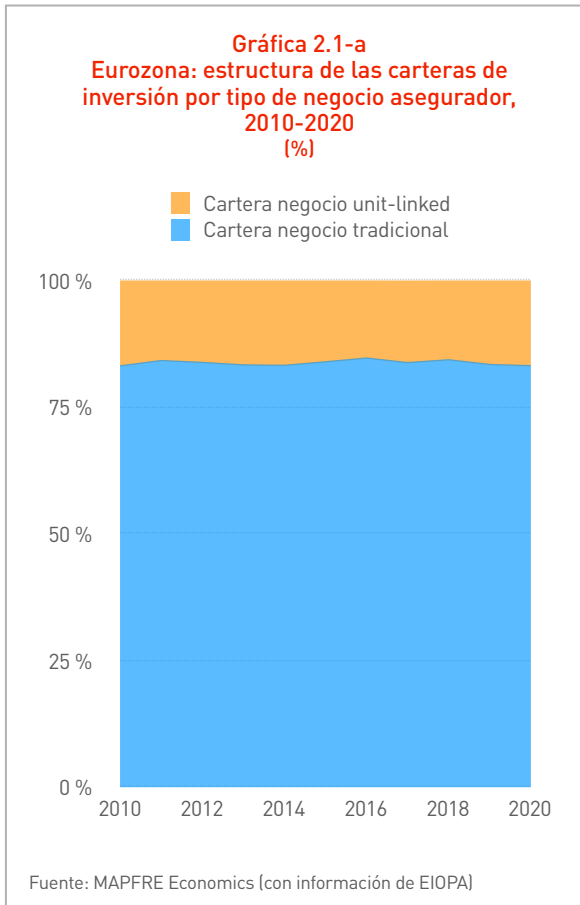


Tabla 2.1-a
Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2010-2020 (%)

Tipo de negocio	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cartera negocio tradicional	83,3 %	84,3 %	84,0 %	83,5 %	83,4 %	84,1 %	84,8 %	83,9 %	84,5 %	83,6 %	83,3 %
Cartera negocio unit-linked	16,7 %	15,7 %	16,0 %	16,5 %	16,6 %	15,9 %	15,2 %	16,1 %	15,5 %	16,4 %	16,7 %

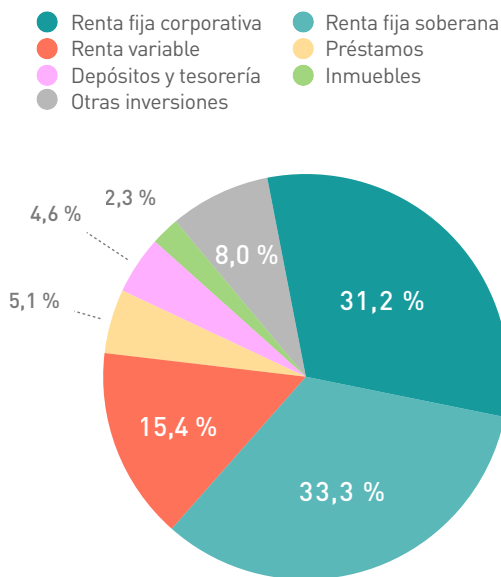
Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Por lo que se refiere a la evolución de la estructura de la cartera de inversiones tradicional por tipo de activos, destaca el aumento de las inversiones en renta fija a lo largo del período 2010-2020 de 4,7 puntos porcentuales, así como la caída del porcentaje de las inversiones en renta variable de 7,4 puntos porcentuales. Cabe señalar que 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.

Por otro lado, como se ha venido comentando en anteriores versiones de este informe, en 2016 se observa una ruptura de la serie en 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 (2016) y las nuevas cargas de capital asociadas a los diferentes tipos de activos, lo que habría producido una cierta reasignación de inversiones reduciéndose el porcentaje de renta variable. Sin embargo, conviene también destacar que hasta el año 2016 la categoría de “otras inversiones” se utilizaba de forma muy residual, por lo que la variación puede deberse en parte a movimientos de reclasificación contable de las inversiones en cartera. Asimismo, la caída en el porcentaje de inversiones inmobiliarias en 2016 tiene que ver con la nueva clasificación bajo Solvencia II, que dejó fuera los inmuebles de uso propio (véanse la Tabla 2.1-b y la Gráfica 2.1-b).

Gráfica 2.1-c
Eurozona: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2020 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (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. Las inversiones correspondientes a los fondos de inversión se presentan considerando la asignación 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 31,2% del total de la cartera de inversiones correspondió a inversiones en renta fija corporativa, en tanto que el 33,3% del total se localizó en inversiones en renta fija soberana (véase el Recuadro 2.1 en cuanto a la calidad crediticia de la cartera de bonos de las aseguradoras de la Unión Europea).

Tabla 2.1-b
Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020 (%)

Tipo de activo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Renta fija	61,5 %	61,7 %	62,5 %	62,9 %	63,0 %	62,6 %	64,4 %	67,8 %	67,0 %	66,3 %	66,2 %
Renta variable	22,9 %	22,4 %	22,2 %	22,8 %	22,8 %	24,0 %	17,9 %	14,2 %	14,9 %	15,9 %	15,5 %
Préstamos	9,5 %	9,3 %	9,0 %	8,4 %	8,1 %	7,6 %	4,6 %	4,9 %	5,2 %	5,0 %	5,7 %
Depósitos y tesorería	3,5 %	4,1 %	3,7 %	3,4 %	3,7 %	3,1 %	2,8 %	4,1 %	4,0 %	4,2 %	4,2 %
Inmuebles	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,4 %	2,6 %	1,9 %	2,3 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
Otras inversiones	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	8,4 %	6,7 %	6,6 %	6,2 %	6,0 %

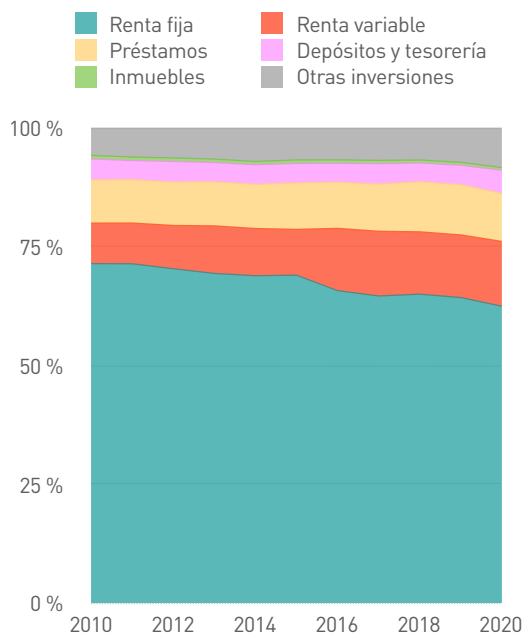
Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

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 del periodo 2010-2020, 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

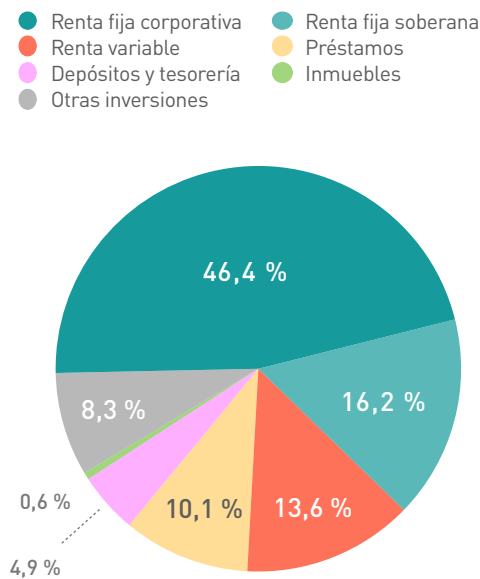
observada en los mercados aseguradores de la Eurozona, en el caso del mercado estadounidense las inversiones en renta fija se redujeron en -8,9 puntos porcentuales a lo largo del período de análisis 2010-2020, concentrándose esencialmente en valores de renta fija corporativa. Asimismo, como se ilustra en la Gráfica 2.2-b, con datos de 2020, el 46,4% del total de la cartera de inversiones era renta

Gráfica 2.2-a
Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de NAIC)

Gráfica 2.2-b
Estados Unidos: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2020 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de NAIC)

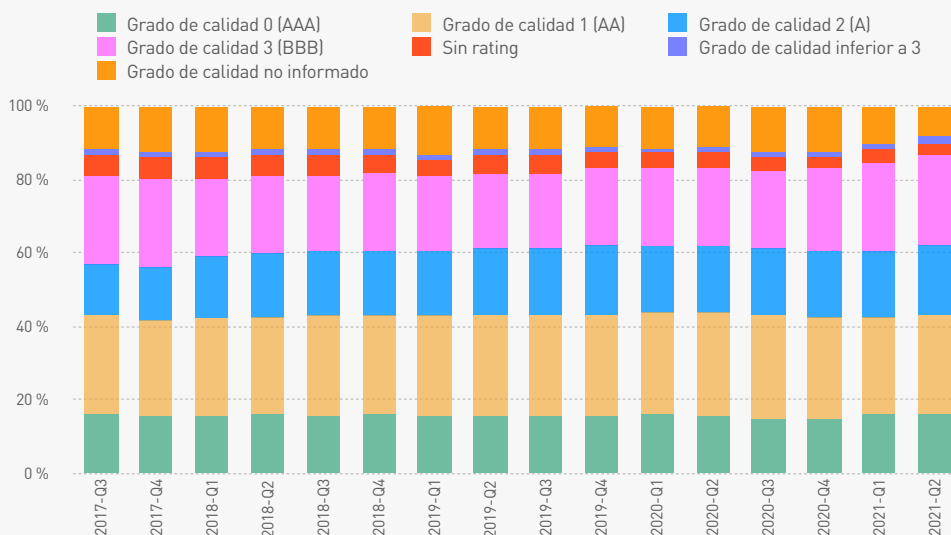
Recuadro 2.1
Calidad crediticia de las carteras de inversión
de las aseguradoras de la Unión Europea

Calidad crediticia de las carteras de inversión

Al cierre de 2020, la cartera de bonos de renta fija que poseían las aseguradoras del Espacio Económico Europeo¹, representaba en torno al 65% del total de la cartera de inversiones. De ese total, el 84,7% tenía grado de inversión equivalente a una calificación de BBB o superior (86,5% al final del primer semestre de 2021). La mayor parte de ellos están calificados con un grado de calidad crediticia 1, equivalente a AA, en una escala entre 0 y 6 en la que es 0 la máxima calidad equivalente a AAA (véase la Gráfica A). A esa fecha, los bonos con un grado de calidad crediticia 1 (equivalente a AA) suponían aproximadamente el 27,3% del valor total del mercado de bonos (26,4% al final del primer semestre de 2021). Por su parte, los bonos con un grado de calidad crediticia 3 (equivalente a BBB) suponían aproximadamente el 22,3% del valor total del mercado (24,6% al final del primer semestre de 2021).

Si se analiza la tendencia en los últimos años, puede observarse que los bonos con grado de calidad crediticia 1 (equivalente a A) son los que más han aumentado su peso desde el año 2017 (véase la Gráfica B). Los bonos con un grado de calidad crediticia 3 (equivalente a BBB) han experimentado un crecimiento significativo en los últimos años, incrementando su peso en 3,1 puntos porcentuales desde el año 2018 hasta el cierre del primer semestre de 2021, recuperando niveles similares a los que representaban al cierre de 2017². En sus últimos informes de estabilidad financiera, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) advierte que estos bonos están sujetos al riesgo de rebajas de calificación, lo que podría llevarlos por debajo del grado de inversión y a que una rebaja masiva de la calificación afecte significativamente al valor de mercado de la cartera de activos y, al mismo tiempo, aumente potencialmente el requisito de capital de solvencia por riesgo de diferencial, por lo que es un riesgo que considera relevante.

Gráfica A
Calidad crediticia de la cartera de bonos (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

1/ Compuesto por los Estados de la Unión Europea junto con Noruega, Liechtenstein e Islandia

2/ EIOPA, *Financial Stability Report 2021* (incluye cartera tradicional y riesgo tomador)

Recuadro 2.1 (continuación)
Calidad crediticia de las carteras de inversión
de las aseguradoras de la Unión Europea

Gráfica B
 Mapa de calor de la evolución de la calidad crediticia de la cartera de bonos
 [%]

	Grado de calidad 0 (AAA)	Grado de calidad 1 (AA)	Grado de calidad 2 (A)	Grado de calidad 3 (BBB)	Sin rating	Grado de calidad inferior a 3	Grado de calidad no informado
2017-Q3	16,1%	26,9%	14,2%	23,9%	5,2%	1,9%	11,7%
2017-Q4	15,7%	25,9%	14,4%	24,0%	5,7%	1,7%	12,6%
2018-Q1	15,6%	26,7%	16,5%	21,5%	5,8%	1,6%	12,3%
2018-Q2	15,9%	26,8%	17,2%	20,7%	6,0%	1,6%	11,9%
2018-Q3	15,7%	27,1%	17,6%	20,5%	5,5%	1,6%	11,9%
2018-Q4	16,0%	27,2%	17,3%	20,9%	5,2%	1,4%	12,0%
2019-Q1	15,7%	27,3%	17,6%	19,9%	5,0%	1,4%	13,1%
2019-Q2	15,6%	27,3%	18,1%	20,7%	5,3%	1,2%	11,8%
2019-Q3	15,5%	27,4%	18,0%	20,9%	5,1%	1,2%	11,8%
2019-Q4	15,8%	27,5%	18,6%	20,8%	4,5%	1,4%	11,5%
2020-Q1	15,9%	28,1%	17,9%	21,0%	4,2%	1,2%	11,8%
2020-Q2	15,4%	28,2%	18,1%	21,2%	4,3%	1,3%	11,6%
2020-Q3	15,1%	27,8%	18,2%	21,4%	3,5%	1,4%	12,5%
2020-Q4	15,1%	27,3%	18,1%	22,3%	3,3%	1,4%	12,6%
2021-Q1	16,1%	26,1%	18,5%	24,0%	3,6%	1,6%	10,1%
2021-Q2	16,5%	26,4%	19,0%	24,6%	3,4%	1,6%	8,5%
2017-2021	0,4%	-0,5%	4,8%	0,7%	-1,8%	-0,3%	-3,2%

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Tabla 2.2
Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2010-2020
 [%]

Tipo de activo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Renta fija	71,5 %	71,5 %	70,5 %	69,5 %	69,0 %	69,1 %	65,9 %	64,7 %	65,1 %	64,4 %	62,6 %
Renta variable	8,5 %	8,6 %	9,1 %	10,0 %	9,9 %	9,6 %	13,1 %	13,6 %	13,1 %	13,2 %	13,6 %
Préstamos	9,1 %	9,1 %	9,2 %	9,3 %	9,3 %	9,8 %	9,7 %	9,9 %	10,6 %	10,6 %	10,1 %
Depósitos y tesorería	4,4 %	4,0 %	4,3 %	4,0 %	4,1 %	4,1 %	4,0 %	4,3 %	3,9 %	4,1 %	4,9 %
Inmuebles	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
Otras inversiones	5,7 %	6,0 %	6,2 %	6,5 %	7,0 %	6,7 %	6,6 %	6,8 %	6,7 %	7,2 %	8,3 %

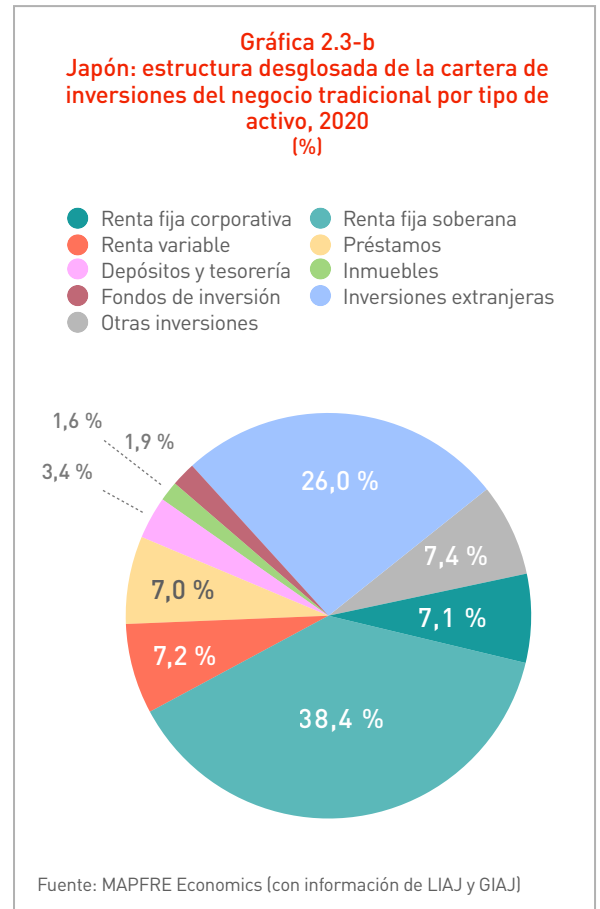
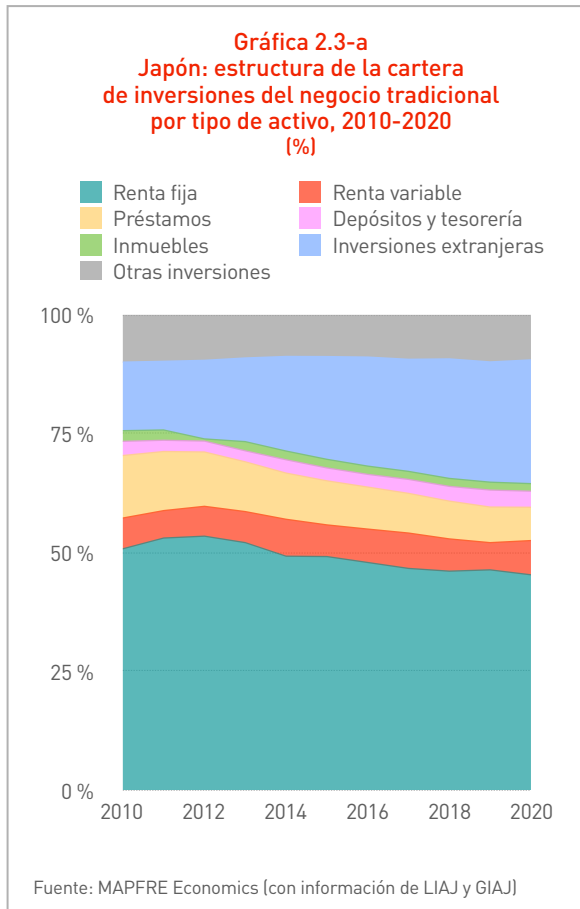
Fuente: MAPFRE Economics (con información de la NAIC)

fija corporativa, en tanto que las inversiones en renta fija soberana representaron el 16,2 % de la cartera total. Por su parte, la renta variable suponía el 13,6% de la cartera total, destacando el hecho de que su peso se incrementó en 5,1 puntos porcentuales a lo largo del periodo.

2.3 Japón

La evolución de la estructura de la cartera de inversiones en el mercado asegurador japonés a lo largo de la década 2010-2020, se ilustra en

la Tabla 2.3 y en la Gráfica 2.3-a. Una característica importante de la cartera de inversiones en este mercado consiste en el elevado porcentaje de inversiones extranjeras que mantienen las entidades aseguradoras en la cartera agregada (26,0% de la cartera al cierre de 2020), la cual, además, ha experimentado un aumento de 11,6 puntos porcentuales a lo largo de la década, lo que supuso un incremento del 132% respecto del volumen de inversiones extranjeras de 2010.



Por otra parte, como puede observarse en la Gráfica 2.3-b, las compañías de seguros niponas son 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, pero también del Reino Unido y Asia emergente, en busca de mayores rendimientos

Tabla 2.3
Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020
 (%)

Tipo de activo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Renta fija	51,0 %	53,2 %	53,6 %	52,2 %	49,4 %	49,3 %	48,1 %	46,8 %	46,2 %	46,5 %	45,5 %
Renta variable	6,5 %	5,8 %	6,3 %	6,5 %	7,8 %	6,7 %	7,0 %	7,4 %	6,8 %	5,7 %	7,2 %
Préstamos	13,1 %	12,4 %	11,4 %	10,5 %	9,7 %	9,3 %	8,8 %	8,3 %	7,9 %	7,5 %	7,0 %
Depósitos y tesorería	3,0 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,9 %	3,1 %	3,6 %	3,4 %
Inmuebles	2,2 %	2,2 %	0,5 %	1,9 %	1,8 %	1,8 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,6 %
Inversiones en el extranjero	14,4 %	14,4 %	16,5 %	17,6 %	19,9 %	21,6 %	22,9 %	23,6 %	25,1 %	25,3 %	26,0 %
Otras inversiones	9,8 %	9,6 %	9,4 %	8,9 %	8,6 %	8,6 %	8,7 %	9,2 %	9,1 %	9,8 %	9,3 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de LIAJ y GIAJ)

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 en el mercado del Reino Unido (distinguiendo el negocio tradicional y el “unit-linked”) a lo largo del periodo 2016-2020. En este caso, debido a la salida del Reino Unido de la Unión Europea, las entidades aseguradoras operando en ese

mercado dejaron de reportar información a EIOPA, por lo que los datos que ahora se disponen son del Banco de Inglaterra (BoE).

A diferencia de los datos para los mercados agregados de la Eurozona, en el caso del Reino Unido destacaba en el pasado una tendencia al aumento de la participación de la cartera de inversiones “unit-linked” respecto de la cartera del negocio tradicional, elemento idiosincrásico de este mercado. Sin embargo, en años más recientes su peso en la cartera total parece haberse estabilizado en torno al 55%, registrando en cualquier caso la participación relativa más alta de entre los mercados analizados en este informe.

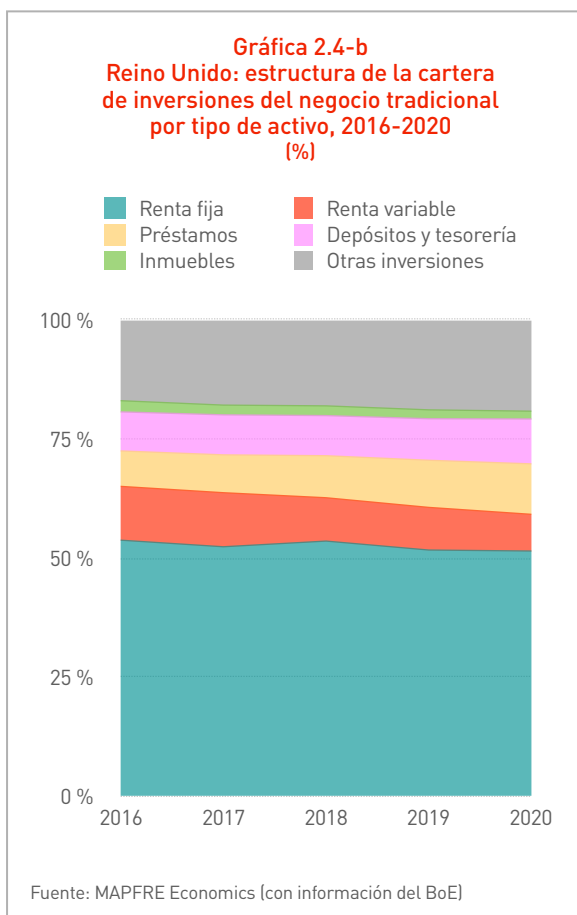
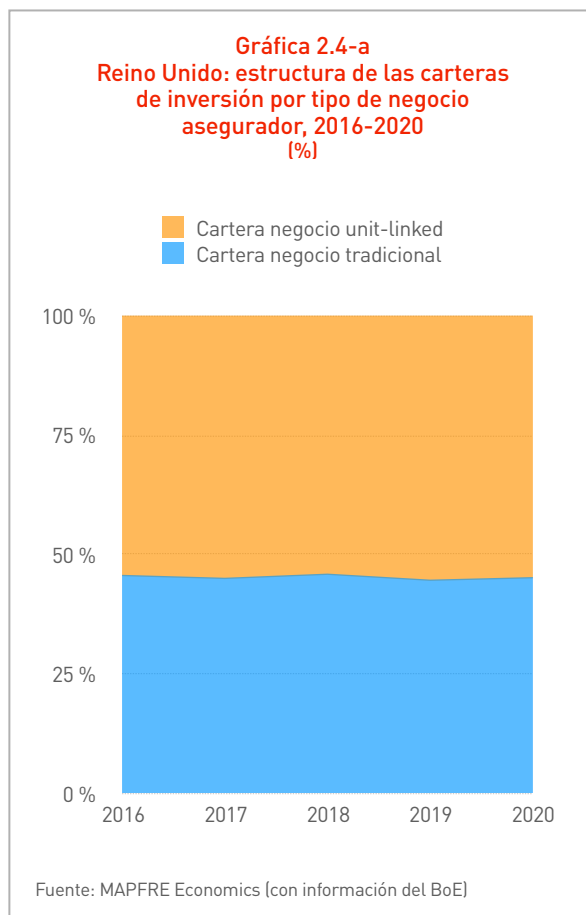


Tabla 2.4-a
Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016-2020 (%)

Tipo de negocio	2016	2017	2018	2019	2020
Cartera negocio tradicional	45,8 %	45,1 %	46,0 %	44,8 %	45,3 %
Cartera negocio unit-linked	54,2 %	54,9 %	54,0 %	55,2 %	54,7 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Tabla 2.4-b
Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2016-2020
 (%)

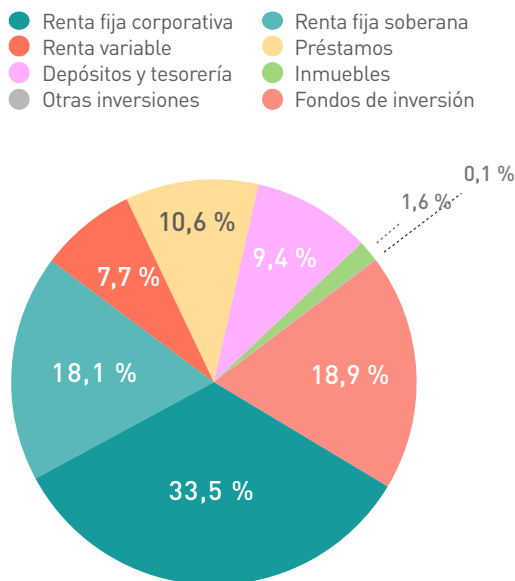
Tipo de activo	2016	2017	2018	2019	2020
Renta fija	53,9 %	52,5 %	53,7 %	51,8 %	51,6 %
Renta variable	11,3 %	11,4 %	9,1 %	9,0 %	7,7 %
Préstamos	7,5 %	8,0 %	8,8 %	9,9 %	10,6 %
Depósitos y tesorería	8,2 %	8,4 %	8,4 %	8,7 %	9,4 %
Inmuebles	2,3 %	2,0 %	2,0 %	1,9 %	1,6 %
Otras inversiones	16,7 %	17,6 %	17,8 %	18,6 %	18,9 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información del BoE)

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 2016-2020, en ausencia del detalle de la composición dentro de los fondos de inversión (*look-through*), se observa que el peso de bonos de renta fija en la cartera ha oscilado en ese período en el entorno del 53%. Por otro lado, destaca de forma significativa el incremento sostenido que ha tenido en los

últimos 5 años el peso de la partida de préstamos en 3,1 puntos porcentuales (del 7,5% en 2016 al 10,6% en 2020), lo que representa un incremento del 80,2% respecto del volumen de este tipo de inversiones al inicio del quinquenio. Por último, es de destacar que, al igual que ocurre con la Eurozona, la entrada en vigor de Solvencia II supuso una cierta relocalización de inversiones, reduciéndose el porcentaje de renta variable (véanse la Tabla 2.4-b y la Gráfica 2.4-b).

Gráfica 2.4-c
Reino Unido: estructura desglosada de
la cartera de inversiones del negocio
tradicional por tipo de activo, 2020
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información del BoE)

Por otra parte, la estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo para el mercado de Reino Unido en 2020 se ilustra en la Gráfica 2.4-c. Esta información permite identificar la composición relativa de las inversiones en renta fija, indicando que el 33,5% de la cartera total de inversiones correspondió a la renta fija corporativa, mientras que el 18,1% 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 continúa siendo 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 8,2% (7,4% en 2019). Sin embargo, en el año 2020 experimentaron un crecimiento de 0,8 puntos porcentuales en cuanto a su peso sobre las inversiones totales y del 13,0% respecto del volumen de este tipo de inversiones en el ejercicio anterior. El

Tabla 2.5-a
España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2010-2020
 (%)

Tipo de negocio	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cartera negocio tradicional	91,8 %	92,0 %	92,4 %	92,5 %	93,6 %	94,2 %	94,5 %	93,8 %	93,7 %	92,6 %	91,8 %
Cartera negocio unit-linked	8,2 %	8,0 %	7,6 %	7,5 %	6,4 %	5,8 %	5,5 %	6,2 %	6,3 %	7,4 %	8,2 %

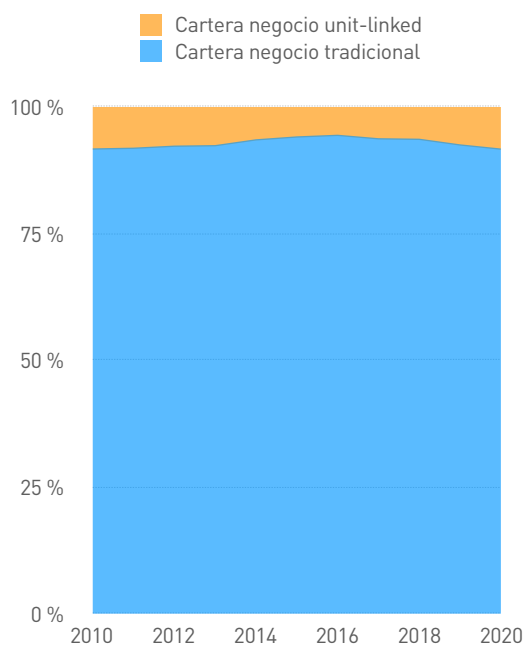
Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

porcentaje de este tipo de inversiones es prácticamente el mismo que se mostraba al principio de la década 2010-2020, pero continúa con la senda de recuperación iniciada en el año 2016, aunque el porcentaje continúa significativamente por debajo de la media de la Eurozona, en la que en 2020 representaba el 16,7% 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 2010-2020, se observa que mientras que en 2010 las inversiones en renta fija representaron el 63,5% del total, para 2020

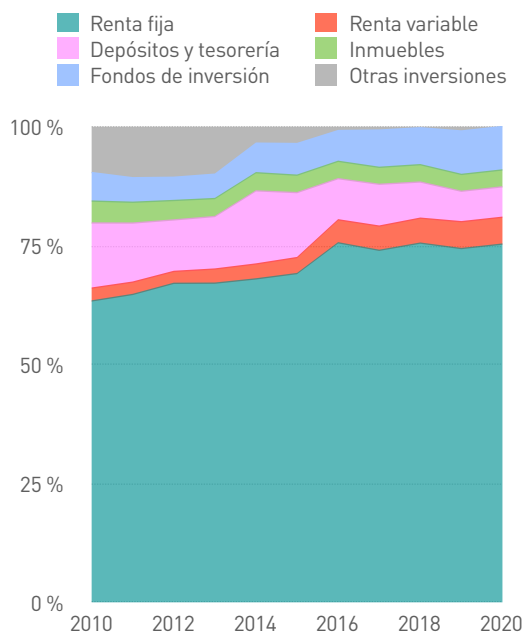
ese porcentaje se había elevado al 75,5% (+12,0 puntos porcentuales), al tiempo que se redujo la partida de depósitos y tesorería en ese período (-7,3 puntos porcentuales). En esta reasignación de la cartera agregada destaca el movimiento del año 2016, en el que las inversiones en renta fija se incrementaron en un 6,4 puntos porcentuales respecto al año previo, mientras que los depósitos y tesorería se redujeron en un -5,1 puntos porcentuales. En este movimiento pudo tener su influencia no solo la entrada en vigor 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 (-50 puntos básicos en la actualidad),

Gráfica 2.5-a
España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2010-2020
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Gráfica 2.5-b
España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de ICEA)

Tabla 2.5-b
España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2010-2020
 (%)

Tipo de activo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Renta fija	63,5 %	64,9 %	67,2 %	67,2 %	68,1 %	69,3 %	75,7 %	74,1 %	75,7 %	74,5 %	75,5 %
Renta variable	2,7 %	2,6 %	2,5 %	3,0 %	3,1 %	3,4 %	4,8 %	5,1 %	5,2 %	5,6 %	5,6 %
Depósitos y tesorería	13,7 %	12,4 %	10,8 %	11,1 %	15,4 %	13,7 %	8,6 %	8,8 %	7,6 %	6,4 %	6,4 %
Inmuebles	4,6 %	4,4 %	4,1 %	3,8 %	3,8 %	3,7 %	3,7 %	3,6 %	3,6 %	3,5 %	3,5 %
Fondos de inversión	6,0 %	5,2 %	4,9 %	5,1 %	6,2 %	6,7 %	6,5 %	7,8 %	7,8 %	9,1 %	9,1 %
Otras inversiones	9,5 %	10,6 %	10,5 %	9,8 %	3,3 %	3,4 %	0,7 %	0,6 %	0,1 %	0,8 %	-0,2 %

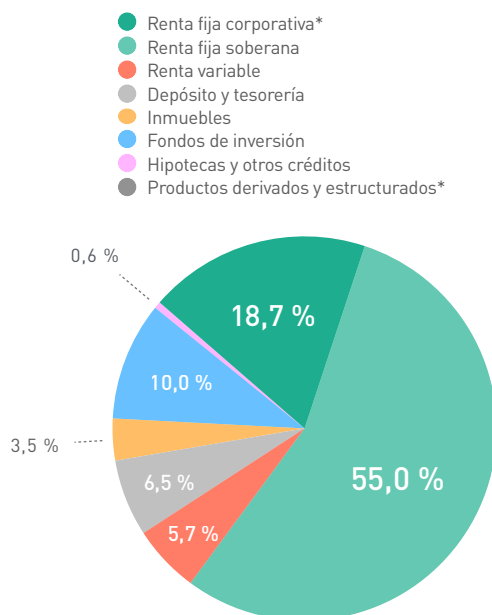
Fuente: MAPFRE Economics (con información de ICEA)

penalizando de forma acusada la tenencia de tesorería por parte de los agentes económicos (véase la Tabla 2.5-b y la Gráfica 2.5-b).

Por último, el desglose de las inversiones para 2020 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, con información de EIOPA)

muestra el predominio de la renta fija soberana, la cual representó 55,0% del total de la cartera de inversiones, en tanto que la renta fija corporativa significó el 18,7% del total de las inversiones. De esta forma, 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.

Gráfica 2.5-c
España: estructura desglosada de la
cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2020
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ICEA)

* Valor neto después de la deducción del efecto de la valuación de productos derivados y estructurados (-1,14%).

2.6 Brasil

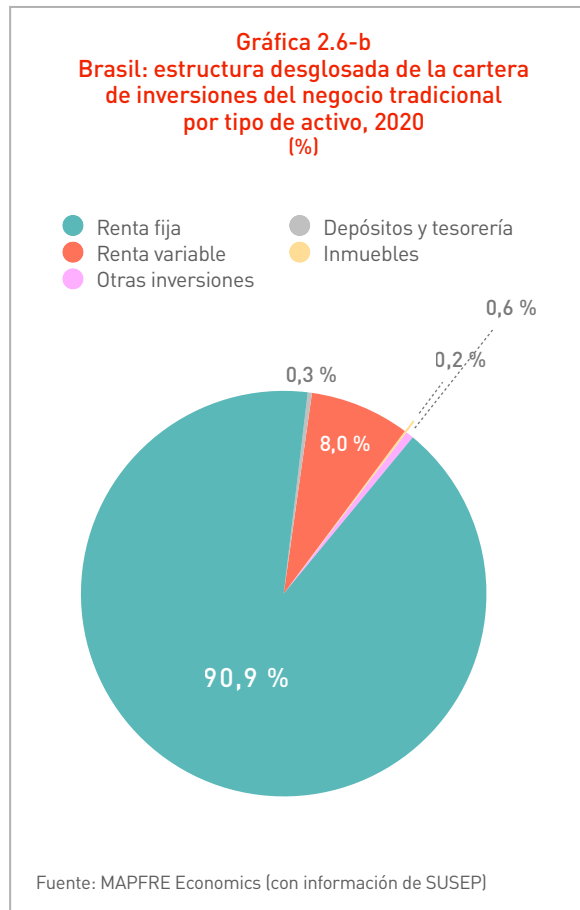
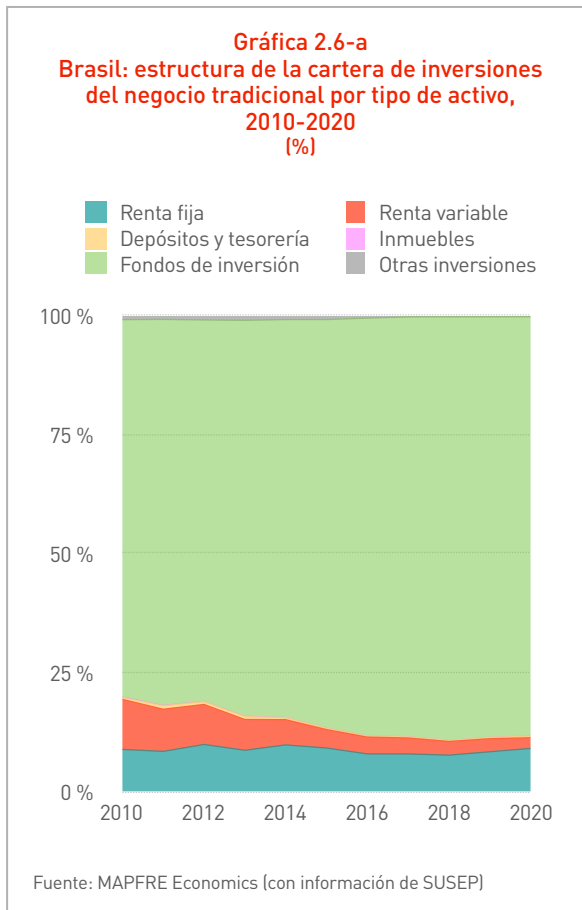
El mercado asegurador brasileño se caracteriza por el alto porcentaje de inversiones gestionadas a través de fondos de inversión. Como se ilustra en la Tabla 2.6 y en la Gráfica 2.6-a, en 2020 las inversiones en fondos de inversión representaban el 88,1% de la cartera, con un aumento de 8,8 puntos porcentuales a lo largo del período 2010-2020.

Cabe señalar que, de acuerdo con 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 muestra en la Gráfica 2.6-b. Así, con datos a 2020, las inversiones en renta fija del mercado asegurador brasileño habrían representado el 90,9% del total de la cartera de inversiones, mientras que la renta variable representaba el 8,0%⁸, partida que ha aumentado su peso relativo en la cartera en 0,6 puntos porcentuales.

Tabla 2.6
Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2010-2020
 (%)

Tipo de activo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Renta fija	9,0 %	8,5 %	10,0 %	8,8 %	9,9 %	9,3 %	8,0 %	8,0 %	7,8 %	8,5 %	9,2 %
Renta variable	10,5 %	8,9 %	8,4 %	6,5 %	5,3 %	3,9 %	3,5 %	3,4 %	2,9 %	2,7 %	2,2 %
Depósitos y tesorería	0,4 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %
Inmuebles	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Fondos de inversión	79,3 %	81,2 %	80,2 %	83,3 %	83,7 %	85,9 %	87,8 %	88,3 %	89,1 %	88,4 %	88,1 %
Otras inversiones	0,7 %	0,6 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,4 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de SUSEP)



2.7 México

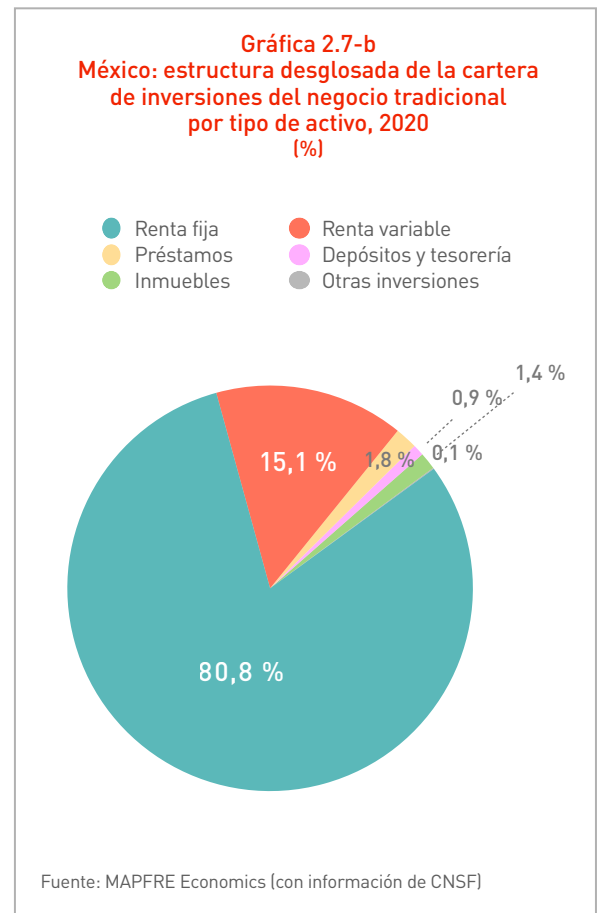
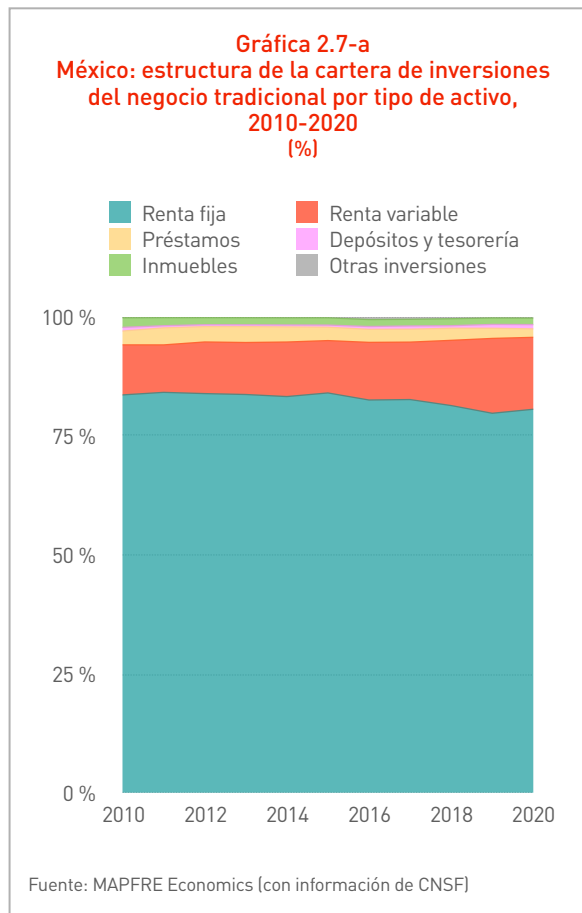
En el caso del mercado asegurador mexicano, y de acuerdo con información de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF), se observa igualmente un fuerte predominio de las inversiones en renta fija dentro de la cartera de

inversiones a lo largo del período 2010-2020 (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 se redujo de 83,8% a 80,8% (-3,0 puntos porcentuales), aumentando la relativa a las inversiones en renta variable en 4,6 puntos porcentuales, al pasar de 10,5% en

Tabla 2.7
México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020
 (%)

Tipo de activo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Renta fija	83,8 %	84,3 %	84,0 %	83,9 %	83,4 %	84,2 %	82,7 %	82,8 %	81,5 %	79,9 %	80,8 %
Renta variable	10,5 %	10,0 %	10,9 %	10,9 %	11,5 %	11,0 %	12,1 %	12,1 %	13,7 %	15,7 %	15,1 %
Préstamos	2,9 %	3,6 %	3,2 %	3,3 %	3,2 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,5 %	2,1 %	1,8 %
Depósitos y tesorería	0,8 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,7 %	0,5 %	0,8 %	0,9 %
Inmuebles	2,0 %	1,7 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,5 %	1,4 %	1,4 %
Otras inversiones	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de CNSF)



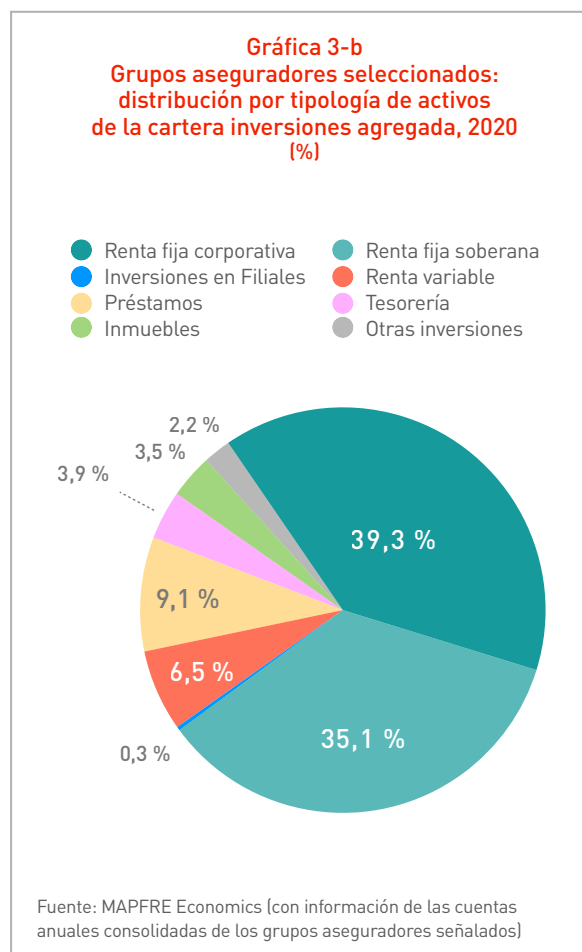
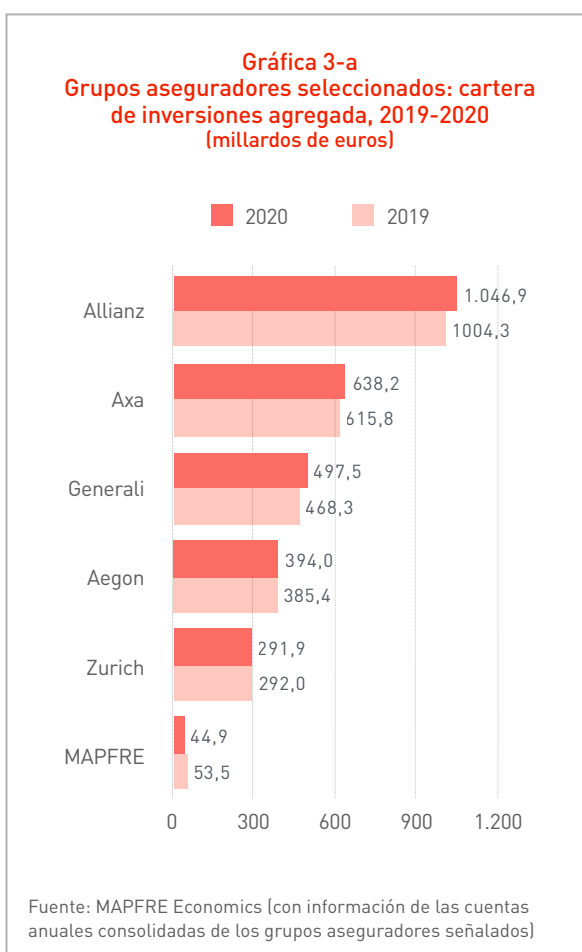
2010 a 15,1% en 2020. Asimismo, el peso de la renta variable en 2020 se redujo en 0,6 puntos porcentuales respecto al año previo, aunque en términos absolutos las inversiones en esta clase de activos se incrementaron en un 8,1%.

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

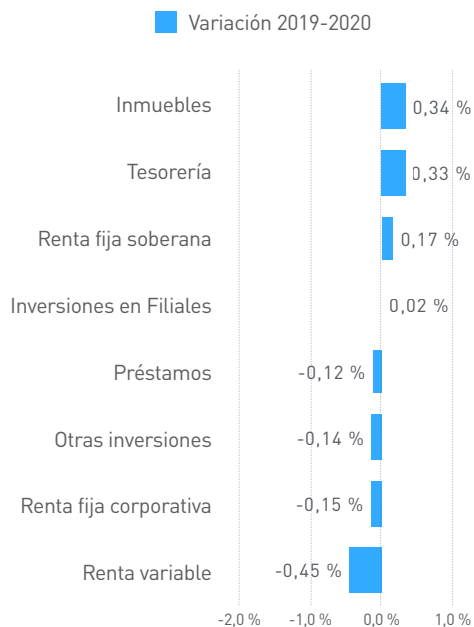
Con el fin de complementar el análisis de la distribución de las inversiones de las entidades aseguradoras, a continuación, se muestra un análisis sintético de las carteras de inversiones de algunos de los más importantes grupos aseguradores europeos (por estar localizada su matriz en este territorio), que pueden ser considerados como grupos globales, al tratarse de grupos internacionalmente activos con un volumen de negocio transfronterizo elevado. La selección de grupos realizada 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"). Así, la información analizada en la Gráfica 3-a muestra que los tres mayores

grupos europeos bajo este criterio de análisis son Allianz, Axa y Generali.

El análisis agregado de las carteras de inversiones del negocio tradicional de estos grupos aseguradores (excluido el negocio tipo "unit-linked") pone de relieve el predominio de la renta fija corporativa, la cual representa el 39,3% de las inversiones, si bien en 2020 experimentó una ligera reducción de 0,2 puntos porcentuales respecto del año anterior. Asimismo, la renta fija soberana al cierre de 2020 representaba el 35,1% de la cartera, viendo incrementado su peso en 0,17 puntos porcentuales respecto al cierre del año anterior (véanse las Gráficas 3-b y 3-c).

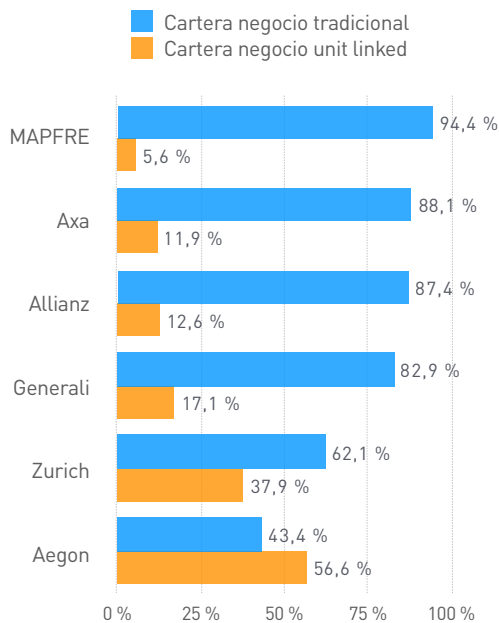


Gráfica 3-c
Grupos aseguradores seleccionados: variación en la tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2019-2020 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (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, 2020 (%)



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

Por otra parte, la Tabla 3-a y la Gráfica 3-d muestran la distribución de las carteras de inversiones entre el negocio tradicional y en el que el tomador asume el riesgo de la inversión (“unit-linked” y asimilados) para el conjunto de los grupos aseguradores comprendidos en la muestra analizada.

A este respecto, destaca el caso de Aegon, en el que la cartera del negocio “unit-linked” y asimilado presenta un porcentaje mayoritario, 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 predominan las carteras vinculadas al negocio tradicional.

Por su parte, la Tabla 3-b muestra el peso relativo al cierre de 2020 de las distintas categorías de activos para cada uno de los grupos aseguradores analizados y su comparativa respecto al año anterior. Por último, la Tabla 3-c resume el perfil de crédito de las inversiones con el mayor nivel de desagregación

Tabla 3-a
Grupos aseguradores seleccionados: peso de las inversiones por tipo de negocio, 2019-2020 (%)

Tipo de negocio	Allianz		Axa		Generali		Aegon		Zurich		MAPFRE	
	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019
Cartera negocio tradicional	87,4 %	86,8 %	88,1 %	88,2 %	82,9 %	83,2 %	43,4 %	41,3 %	62,1 %	61,5 %	94,4 %	95,3 %
Cartera negocio tipo unit-linked	12,6 %	13,2 %	11,9 %	11,8 %	17,1 %	16,8 %	56,6 %	58,7 %	37,9 %	38,5 %	5,6 %	4,7 %

Fuente: MAPFRE Economics (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 2019-2020
(%)

Tipo de activo	Allianz		Axa		Generali		Aegon		Zurich		MAPFRE	
	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019
Renta fija corporativa	46,3 %	46,5 %	33,4 %	34,1 %	34,5 %	35,9 %	41,2 %	37,4 %	36,2 %	37,7 %	19,2 %	18,3 %
Renta fija soberana	28,3 %	27,3 %	41,1 %	42,6 %	47,0 %	45,2 %	16,5 %	17,2 %	36,8 %	35,6 %	55,2 %	59,0 %
Renta variable	8,6 %	9,0 %	5,4 %	5,6 %	5,9 %	7,0 %	2,5 %	2,9 %	8,8 %	9,1 %	6,4 %	5,4 %
Préstamos	12,7 %	12,9 %	3,7 %	3,7 %	3,4 %	3,3 %	26,5 %	28,5 %	6,5 %	7,1 %	0,0 %	0,0 %
Tesorería	2,3 %	2,4 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	3,6 %	7,1 %	7,7 %	5,0 %	3,9 %	5,7 %	5,0 %
Inmuebles	1,4 %	1,5 %	5,9 %	4,3 %	4,2 %	4,1 %	1,4 %	1,8 %	6,7 %	6,6 %	5,3 %	4,8 %
Otras inversiones	0,4 %	0,4 %	5,5 %	5,7 %	1,0 %	0,9 %	4,8 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	8,3 %	7,5 %

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

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.

En términos generales, se observa que más del 50% de las inversiones se encuentran dentro de los tres primeros niveles de calificación crediticia (en el rango entre 0 y 2, es decir, entre AAA y A o equivalente).

Tabla 3-c
Grupos aseguradores seleccionados: perfil de crédito de la cartera inversiones, 2020
(%)

Calificación crediticia	Allianz		Axa	Generali		Aegon		Zurich	MAPFRE
	Soberanos	Corporativos	Total	Soberanos	Corporativos	Soberanos	Corporativos	Total	Total
Grado de calidad 0 (AAA o equivalente)	19,1 %	18,7 %	20,0 %	4,9 %	7,5 %	72,9 %	11,7 %	22,5 %	15,0 %
Grado de calidad 1 (AA o equivalente)	43,1 %	13,8 %	32,0 %	31,9 %	9,3 %	18,5 %	7,6 %	26,1 %	10,8 %
Grado de calidad 2 (A o equivalente)	16,8 %	23,5 %	21,0 %	22,1 %	25,3 %	3,5 %	37,7 %	15,5 %	48,5 %
Grado de calidad 3 (BBB o equivalente)	16,3 %	35,0 %	22,0 %	39,9 %	50,3 %	3,8 %	36,9 %	31,9 %	22,3 %
Grado de calidad < 3	4,1 %	4,2 %	1,0 %	0,6 %	6,7 %	1,3 %	5,6 %	3,6 %	1,2 %
Sin calificación crediticia (<i>non-rated</i>)	0,6 %	4,8 %	4,0 %	0,6 %	0,9 %	0,0 %	0,5 %	0,4 %	2,2 %

Fuente: MAPFRE Economics (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, 2019-2020
 (%)

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

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

4. Cargas de capital por inversiones 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 tienen cierta influencia en la composición de las carteras de inversión de los grupos aseguradores en esta región del mundo. Están basadas en la normativa en vigor y algunas pueden ser objeto de revisión en la próxima reforma de la directiva de Solvencia II cuya propuesta elaborada por la Comisión Europea se encuentra en fase de negociación entre esta institución, el Consejo y el Parlamento Europeo.

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 casamiento de flujos y/o de divisas entre activos y pasivos.

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

La Tabla 4 muestra una comparativa de 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

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)

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 plazo⁹.

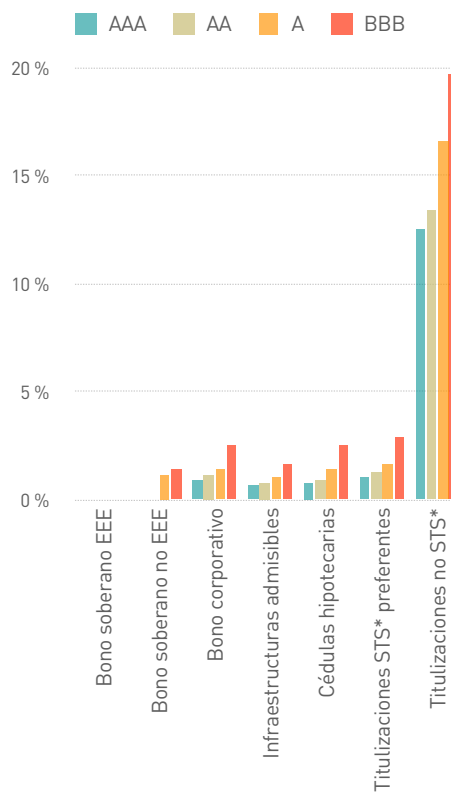
La Gráfica 4, por su parte, ilustra el comportamiento de las cargas de capital presentando una comparativa de las cargas brutas por año de duración de los bonos ubicados en el rango de grado de inversión. Se puede observar que las inversiones en bonos soberanos de países del Espacio Económico Europeo (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 *spreads* 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 equivalente¹⁰), 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%, y si el bono tuviera 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 approach*).

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

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



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

* Titulizaciones simples, transparentes y normalizadas (STS, por sus siglas en inglés)

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 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. 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 para las realizadas mediante fondos de inversión inmobiliarios, a los que se aplica el denominado enfoque de transparencia (*look through approach*). 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. Asimismo, 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/ Véase: MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

3/ Véase: Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Sistemas de salud: un análisis global*, Madrid, Fundación MAPFRE.

4/ Véase: MAPFRE Economics (2022), *Covid-19: un análisis preliminar de los impactos demográficos y sobre el sector asegurador* op.cit., pp- 75-84.

5/ Véase: MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE, pp. 26-34.

6/ Ello implica que el ahorro es una proporción del ratio entre el tiempo residual del individuo como persona activa [VRA_t] y el tiempo residual total [VRT_t], es decir:

$$S_t = \left[1 - \frac{VRA_t}{VRT_t} \right] * Y_t$$

Donde:

S_t es el ahorro,

Y_t es la renta disponible,

VRA_t es la vida activa que le queda a cada individuo en el momento t , que depende positivamente de la edad de jubilación, y

VRT_t es la vida restante total que le queda al mismo agente, la cual depende positivamente de la esperanza de vida.

7/ Véase: https://www.mof.go.jp/english/policy/jgbs/publication/debt_management_report/2021/index.html
https://www.moodys.com/research/Moodys-Japanese-life-insurers-post-profits-for-more-than-20--PR_385153

8/ Véase la Tabla 3.2.3-c del informe: MAPFRE Economics (2020), *El mercado asegurador latinoamericano en 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

10/ Véase la tabla de equivalencia de calificaciones crediticias de EIOPA, en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02016R1800-20180515>

Índice de tablas, gráficas y recuadros

Tablas

Tabla S-1	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2020	13
Tabla S-2	Mercados seleccionados: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2020	13
Tabla S-3	Mercados seleccionados: estructura desagregada de las carteras de inversión del negocio tradicional, 2019-2020	13
Tabla S-4	Mercados seleccionados: síntesis de la estructura de la cartera de inversiones por tipo de activo, 2019-2020	14
Tabla S-5	Mercados seleccionados: reasignación de activos, 2010-2020	15
Tabla S-6	Mercados seleccionados: reasignación de renta fija, 2016-2020	15
Tabla 2.1-a	Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2010-2020	29
Tabla 2.1-b	Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020	30
Tabla 2.2	Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020	32
Tabla 2.3	Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020	33
Tabla 2.4-a	Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016-2020	34
Tabla 2.4-b	Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2020	35
Tabla 2.5-a	España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2010-2020	36
Tabla 2.5-b	España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020	37
Tabla 2.6	Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020	38
Tabla 2.7	México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020	39
Tabla 3-a	Grupos aseguradores seleccionados: peso de las inversiones por tipo de negocio, 2019-2020	42
Tabla 3-b	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones 2019-2020	43
Tabla 3-c	Grupos aseguradores seleccionados: perfil de crédito de la cartera inversiones, 2020	43
Tabla 3-d	Grupos aseguradores seleccionados: cambios en el perfil de crédito de la cartera inversiones, 2019-2020	44
Tabla 4	Cargas brutas de capital aplicables a bonos por año de duración	45

Gráficas

Gráfica 1.1-a	Brasil: rescates negocio Vida Brasil VGBL	17
Gráfica 1.1-b	Evolución del EMBI durante la crisis del Covid-19	18
Gráfica 1.1-c	Flujos de inversión de cartera en crisis y tensiones en la aversión al riesgo	18
Gráfica 1.1-d	Global: esperanza de vida al nacer por regiones económicas	19
Gráfica 1.1-e	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	19
Gráfica 1.1-f	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	19
Gráfica 1.1-g	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	20
Gráfica 1.1-h	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo	20
Gráfica 1.2-a	Estados Unidos: ahorro e inversión	21
Gráfica 1.2-b	América Latina: ahorro e inversión	21
Gráfica 1.2-c	España: ahorro e inversión	21
Gráfica 1.2-d	México: ahorro e inversión	21
Gráfica 1.2-e	Países seleccionados: exceso de ahorro de las familias	22
Gráfica 1.2-f	Global: ahorro bruto privado vs ahorro Modigliani	22
Gráfica 1.2-g	Global: ahorro bruto privado por regiones económicas	23
Gráfica 1.2-h	Economías seleccionadas: cobertura del ahorro privado	23
Gráfica 1.2-i	Países seleccionados: composición del sistema financiero privado no bancario	24
Gráfica 1.2-j	Países seleccionados: ahorro privado intermediado por el sector asegurador	25
Gráfica 2-a	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2016-2020	27
Gráfica 2-b	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador respecto al PIB, 2016-2020	27
Gráfica 2.1-a	Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2010-2020	28
Gráfica 2.1-b	Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020	28
Gráfica 2.1-c	Eurozona: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2020	29
Gráfica 2.2-a	Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020	30
Gráfica 2.2-b	Estados Unidos: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2020	30
Gráfica 2.3-a	Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020	33
Gráfica 2.3-b	Japón: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2020	33
Gráfica 2.4-a	Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016-2020	34
Gráfica 2.4-b	Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2020	34
Gráfica 2.4-c	Reino Unido: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2020	35
Gráfica 2.5-a	España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2010-2020	36
Gráfica 2.5-b	España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020	36
Gráfica 2.5-c	España: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2020	37
Gráfica 2.6-a	Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020	38

Gráfica 2.6-b	Brasil: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2020	38
Gráfica 2.7-a	México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2010-2020	39
Gráfica 2.7-b	México: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2020	39
Gráfica 3-a	Grupos aseguradores seleccionados: cartera de inversiones agregada, 2019-2020 . . .	41
Gráfica 3-b	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2020	41
Gráfica 3-c	Grupos aseguradores seleccionados: variación en la tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2019-2020	42
Gráfica 3-d	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones, 2020	42
Gráfica 4	Cargas de capital por año de duración: bonos grado de inversión	46

Recuadros

Recuadro 2.1	Calidad crediticia de las carteras de inversión de las aseguradoras de la Unión Europea	31
--------------	---	----

Otros informes de MAPFRE Economics

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

MAPFRE Economics (2022), *Panorama económico y sectorial 2022: perspectivas hacia el segundo trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *GIP-MAPFRE 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *El mercado asegurador latinoamericano en 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *El mercado español de seguros en 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

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

MAPFRE Economics (2020), *Inclusión financiera en seguros*, Madrid, MAPFRE Economics.

MAPFRE Economics (2020), *El mercado asegurador latinoamericano en 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2020), *El mercado español de seguros en 2019*, 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), *Regímenes de regulación de solvencia en seguros*, 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 MAPFRE Economics con propósitos exclusivamente informativos y no refleja posturas o posiciones de MAPFRE o de Fundación MAPFRE. El documento presenta y recopila datos, opiniones y estimaciones relativas al momento en que fue elaborado, los cuales fueron preparados directamente por MAPFRE Economics, o bien obtenidos o elaborados a partir de fuentes que se consideraron confiables, pero que no han sido verificadas de manera independiente por MAPFRE Economics. Por lo tanto, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan expresamente cualquier responsabilidad con respecto a su precisión, integridad o corrección.

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

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

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

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid