The background is a vibrant, abstract composition. It features a central bar chart with four red bars of increasing height. Overlaid on this are several dynamic lines: a thick red line with an upward-pointing arrow, a blue line with a sharp upward turn, a yellow line, and a white line. The background is filled with various colors including green, blue, red, and yellow, with some circular patterns and a large yellow circle at the top. The overall style is modern and energetic, suggesting growth and progress.

Fundación **MAPFRE**

AHORRO E INVERSIONES
DEL SECTOR ASEGURADOR:
UNA ACTUALIZACIÓN

MAPFRE Σconomics

Ahorro e inversiones del sector asegurador: una actualización

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

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

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

© Imagen de cubierta: iStock

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

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

Noviembre, 2024.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com.mx

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Ricardo Rojas Díaz

jrroja1@mapfre.com

Isabel Díez de Rivera Vergara

Clemente Ruiz-Tagle Silva

Álvaro Arroyo Hernández

Ana Díaz Miguel

Ikram Khay Laabi

Contenido

Presentación	9
Resumen ejecutivo	11
1. Una actualización de la valoración en torno al ahorro global	17
1.1 La tendencia del ahorro global	17
1.2 La brecha del ahorro	18
1.3 La estructura del ahorro global	19
2. Estructura de las carteras de inversiones del sector asegurador en mercados seleccionados	23
2.1 Eurozona	24
2.2 Estados Unidos	27
2.3 Japón	28
2.4 Reino Unido	29
2.5 España	31
2.6 Brasil	33
2.7 México	34
3. Estructura de las carteras de inversiones a nivel de grupos aseguradores	37
4. Cargas de capital por inversiones aplicables en la Unión Europea	41
4.1 Inversión en bonos de renta fija	41
4.2 Inversiones en acciones	43
4.3 Cargas de capital por las inversiones inmobiliarias	43
4.4 Beneficios de diversificación y capacidad de absorción de pérdidas	43
4.5 Reforma de Solvencia II	43
Referencias	47
Índice de tablas y gráficas	49

Presentación

El presente informe actualiza la visión en torno al ahorro global, señalando que, en 2023, este se inscribe en un contexto de transición monetaria y fiscal, con condiciones financieras relativamente laxas a pesar de los aún altos tipos de interés. Las diferencias regionales en las tasas de ahorro son evidentes, con países de renta alta y media baja enfrentando déficits estructurales. Aunque los ajustes anticipados no se han materializado, se esperan cambios significativos para 2024, especialmente en naciones con menor renta, donde el potencial de ahorro podría aumentar en el futuro.

Por otra parte, el informe ofrece una visión general de la distribución y del perfil del riesgo según la tipología de los activos de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras, en una selección de los principales mercados de las grandes regiones a nivel global (la Eurozona, Estados Unidos, Japón, Reino Unido, España, Brasil y México). Asimismo, como en versiones anteriores, el informe incorpora un análisis de las carteras de inversión de una selección de grandes grupos aseguradores europeos.

Como se ha destacado en otros informes elaborados por MAPFRE Economics, el sector asegurador es reconocido como uno de los principales gestores de ahorro e inversores institucionales a nivel global. A diferencia de otras entidades financieras, el modelo de negocio asegurador conlleva la necesidad de implementar estrategias de inversión orientadas por el pasivo, 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. Así, 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.

MAPFRE Economics

Resumen ejecutivo

Ahorro global

El análisis de la situación del ahorro global en 2023 se sitúa en un contexto de transición en política monetaria y fiscal. A pesar de la política de altos tipos de interés y la expectativa de futuras reducciones, las condiciones financieras se han mantenido relativamente laxas. Las reformas fiscales esperadas no se han materializado, mientras que se han consolidado políticas industriales y gastos en defensa, así como el uso del ahorro público para afrontar la crisis energética. Las proyecciones de 2022 sobre un eventual fin de la transferencia del ahorro público al privado no se han cumplido, lo que implica que las dinámicas observadas en 2022 han persistido. Este año, ha funcionado como una extensión de esas tendencias, dejando los cambios más significativos para el futuro, anticipándose ajustes tanto monetarios como fiscales para 2024.

A nivel global, el ahorro total se ha mantenido estable, con un notable papel compensatorio del sector público. Esta estabilidad refleja un estado intermedio del ahorro, donde las diferencias regionales son evidentes: países de renta media alta, especialmente en Asia emergente, contrastan con regiones de renta alta y media baja que presentan menores tasas de ahorro. La comparación del ahorro bruto con el necesario, según la teoría del ciclo vital de Modigliani, revela que el déficit estructural se ha mantenido desde 2020, con implicaciones tanto para países de altos ingresos (que enfrentan grandes brechas de ahorro), como para aquellos de menores recursos. Este déficit es particularmente preocupante en contextos de actividad económica ajustada. Así, la estructura del ahorro global está dominada por países que han superado su dividendo demográfico, donde el ahorro privado es limitado y la dependencia del ahorro

público es alta. En contraste, los países en desarrollo, con poblaciones jóvenes, presentan una mayor capacidad de ahorro, la cual podría cambiar con el tiempo a medida que maduren demográficamente.

En resumen, aunque los ajustes anticipados para 2023 no se han concretado, se espera que lleguen en 2024, con un efecto más pronunciado en países con menor renta. A largo plazo, se prevé un aumento de los déficits en varias regiones, a la vez que se mantiene la esperanza de que los países con poblaciones jóvenes puedan convertirse en futuros proveedores de ahorro.

Inversiones del sector asegurador

La economía mundial, en términos generales, ha demostrado resistencia frente a la subida de los tipos de interés en muchas regiones, a pesar de la preocupación por la estanflación y una posible recesión económica mundial. El crecimiento económico se vio respaldado por una menor inflación mundial, un mayor gasto público y por un consumo de los hogares apoyado en los ahorros acumulados. Las perspectivas para los próximos dos años se basan en una hipótesis de que los bancos centrales habrán conseguido controlar la inflación sin que ocurra una recesión. Este aspecto, en el momento de la preparación de este informe, todavía no está garantizado, ante lo que parecen ser desaceleraciones significativas en el sector manufacturero (especialmente el automóvil y la construcción), y mientras que los servicios siguen fuertes.

Algunos bancos centrales ya han dado inicio a los ciclos de reducción de tipos de interés, con la consecuente implicación para la reponderación de carteras de renta fija, lo que ha hecho que las curvas de tipos de interés se

“desinvertieran”. Cabe señalar que, históricamente, el momento en el que las curvas de tipos vuelven a tener pendiente positiva (rendimientos a largo vuelven a estar más altos que a corto), es un período en el que se suele ver si realmente se producen las recesiones. A pesar de ello, en este caso, los bancos centrales de Occidente confían en que están a tiempo de evitarla. Mientras tanto, las medidas de apoyo fiscal activadas en contrapeso del endurecimiento monetario han provocado un alargamiento en el tiempo de los déficits fiscales y la acumulación de deuda.

Por lo que toca a la estructura de las carteras de inversiones, es de destacar que la reponderación de las carteras de las aseguradoras entre diferentes tipos de activos suele ser marginal por la necesidad del casamiento de plazos, tipos de interés y monedas con su pasivo, así como por los consumos de capital. En tal virtud, las variaciones entre categorías de activos suelen ser de pequeña dimensión. Sin embargo, debajo de esta estabilidad entre clases de activos, dentro de la categoría de la renta fija se producen reponderaciones, especialmente en duración (mitigación de riesgo de tipos), 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* (mitigación del riesgo de crédito del emisor).

No obstante lo anterior, en el análisis de medio plazo incluido en la actualización de 2023 que contiene este informe¹, se observa que se han producido algunas reponderaciones significativas tanto en la Eurozona como en los Estados Unidos en el período 2019-2023, con la pérdida de peso relativo de la renta fija en la Eurozona (todavía mayoritaria) de 8,2 puntos porcentuales (pp), y un aumento de la renta fija variable de 5,5 pp, en ese período. En los Estados Unidos, se produce, asimismo, una caída en el peso de la renta fija, de 4,6 pp, con un aumento de los depósitos y la tesorería de 1,6 pp (que han experimentado importantes incrementos en su rentabilidad con la agresiva subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal en 2022 y 2023) y, en menor medida, de la renta variable, que ha sido de 1,2 pp. En estos movimientos pueden haber influido las caídas en las valoraciones de las carteras de renta fija de mayores duraciones, a consecuencia del fuerte aumento de los tipos de interés en

Tabla S-1
 Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2023
 (millones de euros)

Mercado	Inversiones	PIB	% del PIB
Reino Unido	2.662.322	2.962.174	89,9 %
Japón	2.669.187	3.731.070	71,5 %
Eurozona	7.615.065	14.369.221	53,0 %
Estados Unidos	9.365.704	24.228.655	38,7 %
España	284.452	1.461.889	19,5 %
Brasil	302.345	1.925.048	15,7 %
México	97.513	1.584.284	6,2 %

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

los dos últimos años en ambos lados del Atlántico.

En este entorno, el presente informe ofrece una visión comparada de la distribución y evolución de las inversiones de las entidades aseguradoras por tipología de activos, en una selección de mercados, la cual incluye tanto desarrollados (Japón, la Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España) como emergentes (Brasil y México). Como se observa en la Tabla S-1, se trata de un conjunto de mercados que ofrecen un diferente nivel de desarrollo relativo, destacando los mercados del Reino Unido y Japón, en los que el peso de las inversiones gestionadas es mayor en relación con su PIB respectivo, junto con los mercados de la Eurozona y de Estados Unidos, que son los que presentan mayor volumen de inversiones gestionadas en valores absolutos.

Debe señalarse que 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 se le ha denominado cartera de negocio tipo “*unit-linked*” (la cual incluye tanto los productos “*unit-linked*”, en sentido estricto, como otros productos del tipo “variable annuity”, en los que también existe una asunción del riesgo de inversión por parte del tomador del seguro, son gestionados en cuentas separadas y las inversiones se materializan en unidades de fondos de inversión).

Tabla S-2
Mercados seleccionados: estructura de las
carteras de inversión por tipo de
negocio asegurador, 2023
 (%)

Tipo de negocio	Eurozona	Estados Unidos	Reino Unido	España
Cartera negocio tradicional	79,2 %	74,3 %	43,4 %	87,2 %
Cartera negocio unit-linked	20,8 %	25,7 %	56,6 %	12,8 %

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

En particular, ha sido posible presentar esta distinción en los mercados que se muestran en la Tabla S-2. Excepto en el caso del 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. Sin embargo, a lo largo de la última década han ido 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 incorporen². En el Reino Unido, por su parte, el porcentaje de productos del tipo “*unit-linked*” ha vuelto a aumentar y es el único mercado en donde estos productos son preponderantes.

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, una vez se ha determinado la cartera de inversiones tradicional, se han calculado los pesos que representa cada categoría de activos. Esta forma de presentar la información se basa en la idea de que en esa cartera tradicional (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.

En este sentido, el mayor nivel de desagregación de las carteras a efectos comparativos (con el desglose de las inversiones en renta fija corporativa) se ha podido conseguir para los mercados de Japón, la Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España (véase la Tabla S-3). En esta información, destaca el mercado asegurador de los Estados Unidos por el peso predominante que tienen las inversiones en renta fija corporativa, las cuales se sitúan muy por encima del resto de los mercados aseguradores de las economías desarrolladas, aunque, a finales de 2023 (46,5%), representaban un peso menor que al cierre del ejercicio anterior (47,5%). En este sentido, cabe señalar que 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

Tabla S-3
Mercados seleccionados: estructura desagregada de las
carteras de inversión del negocio tradicional, 2022-2023
 (%)

Tipo de activo	Eurozona		Estados Unidos		Japón		Reino Unido		España	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Renta fija corporativa	23,5 %	23,5 %	47,5 %	46,5 %	6,5 %	6,2 %	32,9 %	32,0 %	21,2 %	21,2 %
Renta fija soberana	25,6 %	25,7 %	14,8 %	14,4 %	43,7 %	41,3 %	16,6 %	20,9 %	51,2 %	51,6 %
Renta variable	18,6 %	18,6 %	13,6 %	14,3 %	5,9 %	6,9 %	5,9 %	4,5 %	7,4 %	7,2 %
Préstamos	5,1 %	5,3 %	10,5 %	10,7 %	7,4 %	6,4 %	10,0 %	10,8 %	0,7 %	1,1 %
Depósitos y tesorería	1,9 %	2,0 %	4,6 %	5,5 %	3,0 %	3,4 %	10,2 %	10,0 %	5,1 %	5,1 %
Inmuebles	1,7 %	1,5 %	0,5 %	0,5 %	1,6 %	1,5 %	2,0 %	0,3 %	4,0 %	3,6 %
Fondos de inversión	20,5 %	20,5 %	-	-	2,4 %	2,5 %	22,3 %	17,3 %	12,6 %	12,1 %
Otras inversiones	3,1 %	2,8 %	8,5 %	8,1 %	29,5 %	31,8 %	0,1 %	4,2 %	-2,2 %	-2,1 %

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

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, las cuales se incluyen en el rubro de otras inversiones y suponen el 31,8% de su cartera total. Las compañías de seguros niponas han sido tradicionalmente una fuente de inversión importante para los bonos soberanos japoneses y, en particular, para los denominados “*super-long-term government bonds*” (JGBs). No obstante, a pesar de las últimas subidas de los tipos de interés, el entorno todavía de bajos tipos 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 sido 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 (como ocurrió en el evento de volatilidad por el “*carry trade*” del pasado mes de agosto).

Entre los mercados desarrollados considerados en este análisis, el mercado español es el que presenta la mayor proporción de su cartera de inversiones en renta fija y, al mismo tiempo, una mayor concentración en la renta fija soberana. Sin embargo, si se consideran los mercados brasileño y mexicano, estos presentan porcentajes de inversiones en valores de renta fija incluso superiores a los del mercado español. En este sentido, se observa que en los mercados aseguradores con un menor nivel de desarrollo relativo (medido por el volumen de activos de sus carteras de inversión), 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, con el propósito de lograr un adecuado casamiento en plazo y tipos de interés entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan.

Tabla S-4
 Mercados seleccionados: síntesis de la estructura de la
 cartera de inversiones por tipo de activo, 2022-2023
 (%)

Tipo de activo	Eurozona		Estados Unidos		Japón		Reino Unido		España		Brasil		México	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Renta fija	49,1 %	49,2 %	62,3 %	60,9 %	50,3 %	47,4 %	49,5 %	52,9 %	72,5 %	72,8 %	9,3 %	8,9 %	78,7 %	79,6 %
Renta variable	18,6 %	18,6 %	13,6 %	14,3 %	5,9 %	6,9 %	5,9 %	4,5 %	7,4 %	7,2 %	3,6 %	3,7 %	17,2 %	17,1 %
Préstamos	5,1 %	5,3 %	10,5 %	10,7 %	7,4 %	6,4 %	10,0 %	10,8 %	0,7 %	1,1 %	-	-	1,8 %	1,4 %
Depósitos y tesorería	1,9 %	2,0 %	4,6 %	5,5 %	3,0 %	3,4 %	10,2 %	10,0 %	5,1 %	5,1 %	0,3 %	0,2 %	0,9 %	0,5 %
Inmuebles	1,7 %	1,5 %	0,5 %	0,5 %	1,6 %	1,5 %	2,0 %	0,3 %	4,0 %	3,6 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	1,3 %
Fondos de inversión	20,5 %	20,5 %	0,0 %	0,0 %	2,4 %	2,5 %	22,3 %	17,3 %	12,6 %	12,1 %	86,7 %	87,0 %	0,0 %	0,0 %
Otras inversiones	3,1 %	2,8 %	8,5 %	8,1 %	29,5 %	31,8 %	0,1 %	4,2 %	-2,2 %	-2,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %

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

Tabla S-5
Mercados seleccionados: reasignación de activos, 2019-2023
 (variación en puntos porcentuales)

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

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

Por otra parte, en un análisis de medio plazo que considera el período 2019-2023, destaca la pérdida de peso de la renta fija en la Eurozona (-8,2 pp), y un aumento de la renta variable (+5,5 pp) en ese período (véase la Tabla S-5). En particular, en el mercado de los Estados Unidos se produce una caída en el peso de la renta fija de -4,3 pp, con un aumento de los depósitos y la tesorería de 1,6 pp (que han experimentado importantes incrementos en su rentabilidad con la agresiva subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal en 2022 y 2023) y, en menor medida, de la renta variable de 1,2 pp.

Finalmente, para complementar esta información, la Tabla S-6 muestra el detalle de las

variaciones en el peso de la renta fija desglosada entre soberana y corporativa en el período 2019-2023, para aquellos mercados en los que es posible realizarlo. Adicionalmente, 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 información extraída de sus cuentas consolidadas referidas al cierre de 2023. 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.

Tabla S-6
Mercados seleccionados: reasignación de renta fija, 2019-2023
 (variación en puntos porcentuales)

Tipo de activo	Reino Unido	Japón	Eurozona	Estados Unidos	España
Renta fija corporativa	● -1,6	● -1,1	● -3,3	● -4,6	● 1,4
Renta fija soberana	● 2,7	● 0,2	● -4,9	● 1,1	● -4,0

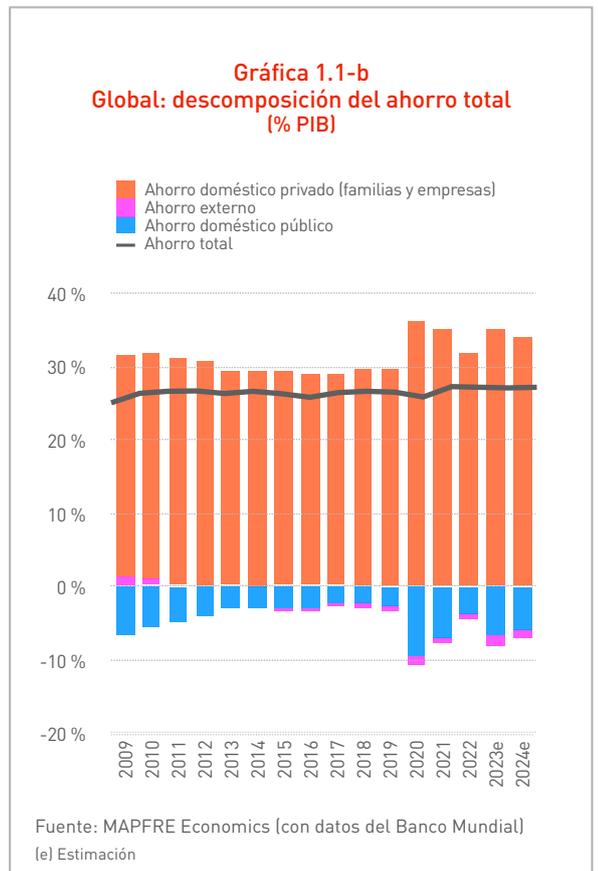
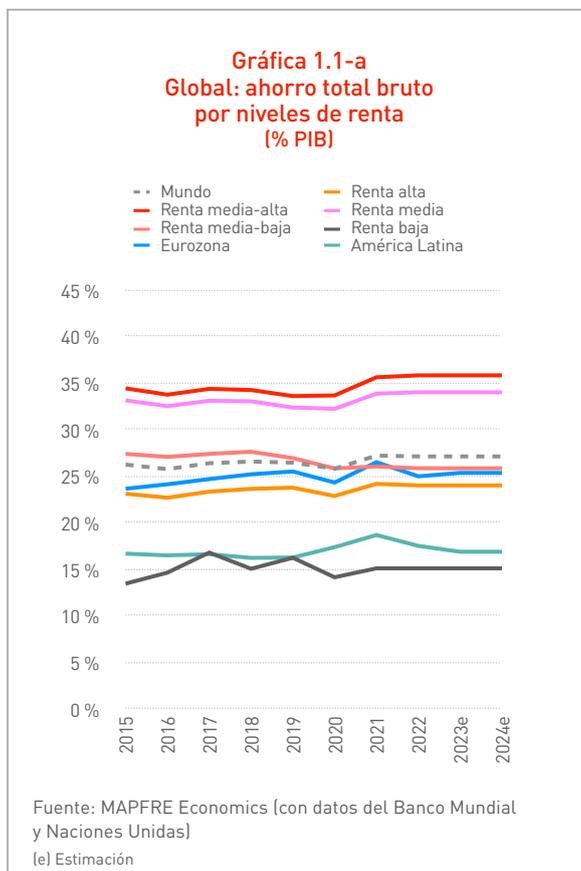
Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA, ICEA, BoE, LIAJ y NAIC)

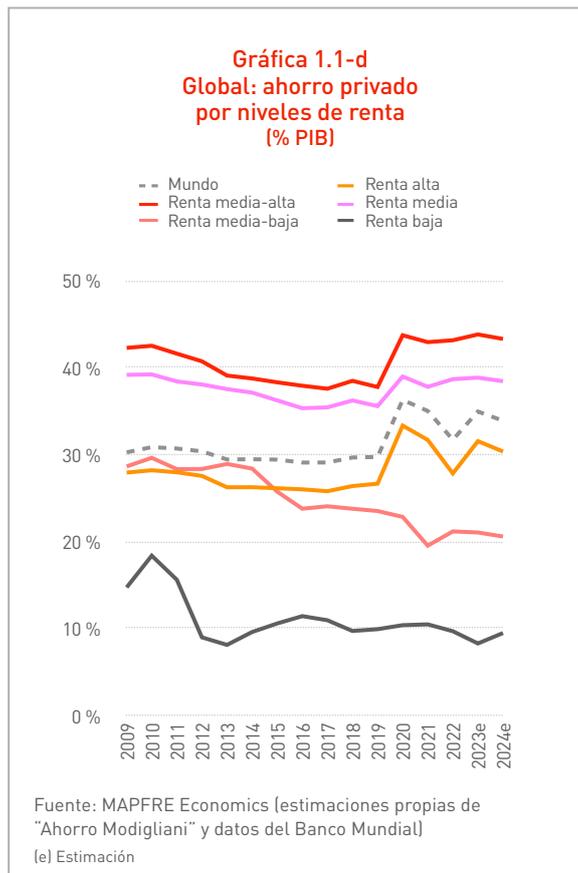
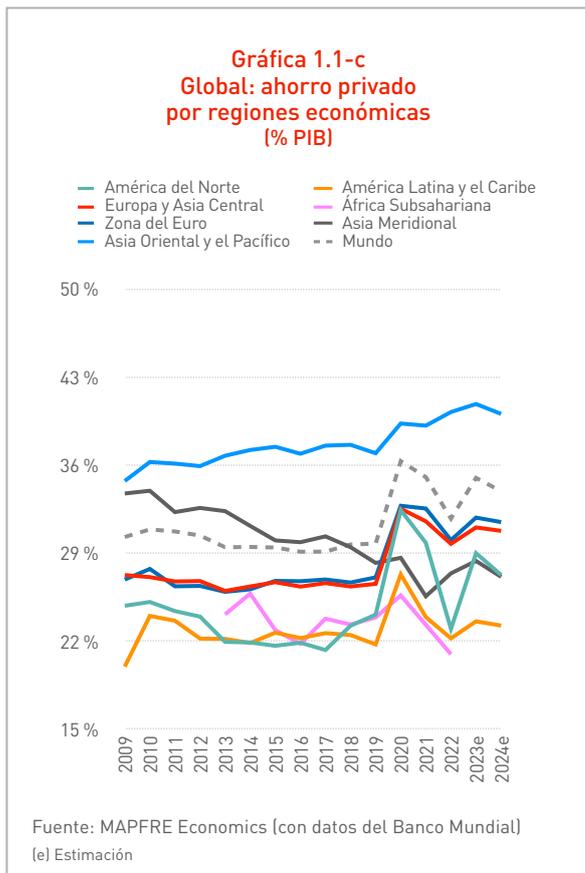
1. Una actualización de la valoración en torno al ahorro global

1.1 La tendencia del ahorro global

En este análisis, se revisa la situación global del ahorro en el año de transición de la política monetaria y fiscal. El 2023, vio cómo los tipos de interés de política monetaria se mantuvieron aún elevados, aunque con la expectativa de bajadas inminentes, con lo que el buen desempeño del resto de las variables monetarias mantenía unas condiciones financieras relativamente laxas. Por otro lado, aunque los ecos de ajuste de la política fiscal se hacían patentes, este tampoco llegó, como se esperaba desde el año anterior. Por el contrario, la nueva política industrial global, el gasto en defensa y el recurso al ahorro público para mitigar los efectos de la crisis energética (como subsidios y precios controlados) se mantuvieron todo el 2023 y parte del inicio del 2024.

Por lo anterior, la predicción que se hacía en 2022 respecto a 2023, en el sentido de vaticinar el final de la traslación de ahorro público hacia el privado, dando lugar a una corrección del ahorro total, no ha tenido lugar aún. Así, el 2023 se constituyó (en términos de ahorro global) en una extensión de las dinámicas de lo que se experimentó en 2022 (véase la Gráfica 1.1-a). Dicho lo anterior, el ajuste, tanto monetario como fiscal, habrá de llegar en 2024, con lo que es esperable que el próximo informe sobre esta materia sí recoja las dinámicas que en su día hemos anticipado. Por el momento, este reporte revisa y extiende las dinámicas comenzadas en 2022, y continuadas durante el 2023, y se reserva los cambios de esta tendencia para lo que llegue a acaecer a lo largo de 2024.





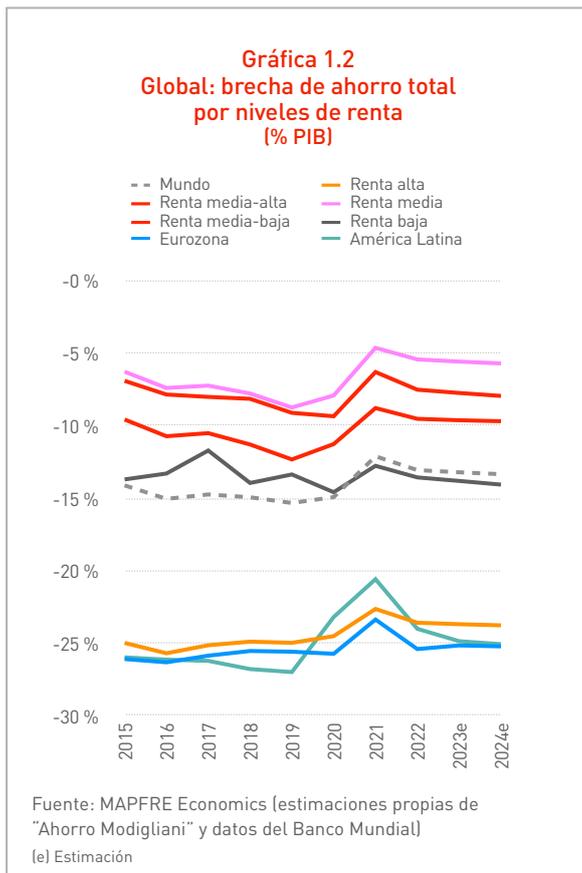
Como se ilustra en la referida Gráfica 1.1-a, el ahorro bruto total permanece, en términos globales, prácticamente inalterado, situándose también en 2023 en torno al 28% del PIB global, como resultado de un ahorro privado cercano al 35% y un desahorro público del 7%, que se convierte en transferencias para mantener la renta de los agentes. Es importante destacar que, como se muestra en la Gráfica 1.1-b, se confirma que este es el cuarto año consecutivo en que esto sucede en cuantía similar, dando cuenta del fuerte papel compensatorio a nivel agregado y global que las transferencias del sector público han tenido para mantener el colchón del ahorro.

De la información contenida en la referida Gráfica 1.1-a, se comprueba cómo nuevamente el ahorro global se encuentra en un estado intermedio, entre el fuerte ahorro total (>35% del PIB) de países de renta media y media alta (emergentes asiáticos), y regiones de rentas muy altas (como la Eurozona) o de rentas medias bajas con un peso del ahorro total sobre el PIB inferior al 30%. Cuando se analiza el papel que juega el ahorro generado por el sector privado (véase la Gráfica 1.1-c), se

comprueba que la capacidad de generarlo es creciente con el nivel de ingresos, y que este rasgo se ha acentuado también en el 2023 a nivel global, y particularmente en Estados Unidos y la Eurozona. En los extremos de esta dinámica, se observa que América Latina ha sufrido una muy leve corrección al alza de su ahorro privado doméstico, que, sin embargo, no les devuelve a los niveles de 2020, mientras que Asia emergente mantiene un crecimiento incesante de su ahorro privado, llegando, en 2023, a tocar el 40% de PIB, muy por encima de las necesidades de financiación de su *stock* de capital y, por lo tanto, abundando en su capacidad de exportar ahorro al mundo (véase la Gráfica 1.1-d).

1.2 La brecha del ahorro

Cuando se compara el ahorro bruto de cada región, con el que, en teoría (de acuerdo con el ciclo vital de Modigliani), necesitarían de acuerdo con la estructura de su población, también se confirma que se mantiene el continuismo que se anotaba el año pasado en este informe. Como se ilustra en la Gráfica 1.2, empleando la medida de ahorro estructural para



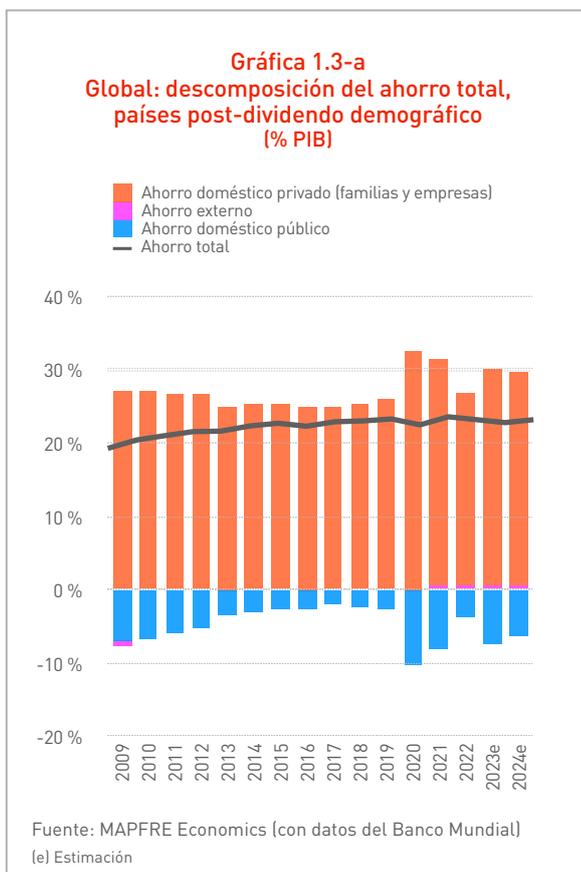
cada región económica (*Ahorro Modigliani*, en nuestros análisis), se sustrae el ahorro total para obtener la *brecha de ahorro total bruto*. De esta forma, se observa que el déficit de ahorro que estructuralmente existe se mantiene prácticamente intacto desde 2020, lo que tiene dos lecturas. La primera, que hubo una mejora de este a raíz de la pandemia del Covid-19, en la medida en que regiones con rentas más altas recibieron mayores cantidades de fondos para aumentar su ahorro, mientras que los valores para grupos de mayor edad se redujeron con la pandemia y, al mismo tiempo, que la capacidad de su sector público pudo hacer frente al *shock* y aportar ahorro público sustitutivo que, como antes se ha indicado, aún no se ha corregido. Y, la segunda, que el déficit estructural del ahorro sigue siendo globalmente superior al 10% y, dado el régimen fiscal y la corrección en la actividad global que se prevé para los próximos 2 años, lo más probable es que aumente y lo haga marginalmente en mayor medida en los países de menores ingresos. Los casos más extremos subrayan estas últimas afirmaciones: la brecha de ahorro de los países de rentas más altas es muy elevado (cercano al 25%), casi el doble de lo que actualmente tienen para

sostener su inversión y sus cuentas públicas, dada la estructura etaria de su población.

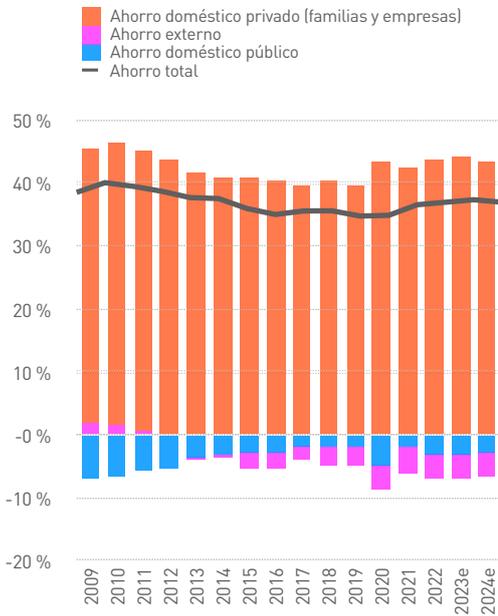
1.3 La estructura del ahorro global

Como se observa al comparar la Gráfica 1.1-b y la Gráfica 1.3-a, la estructura global del ahorro parece estar dominada por la estructura de ahorro de los países que ya han trascendido su dividendo demográfico. En dichos países, el ahorro privado es inferior al 30% del PIB, y el público lo complementa con aproximadamente el 6%. Así, en promedio, estos países son neutros en su relación financiera con el resto del mundo (ni se les financia ni financian). Además, estos países son los que presentan un déficit de ahorro estructural más abultado, como se ha señalado antes.

En otras palabras, la imagen del ahorro global es la de los países de rentas más altas, pero envejecidos y con altas tasas de dependencia madura. El aporte que hacen otras regiones en diferentes estados demográficos es menor, pero también relevante. Así, por ejemplo, en la Gráfica 1.3-b se muestra el ahorro total, privado, público y externo, de aquellos países



Gráfica 1.3-b
Global: descomposición del ahorro total, países avanzados en el dividendo demográfico (% PIB)



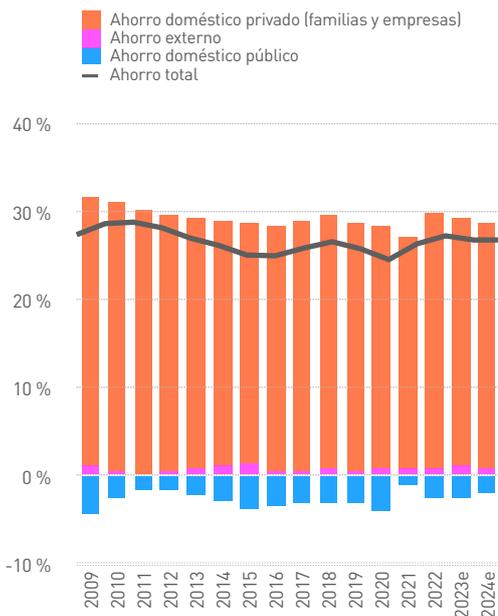
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Mundial)
(e) Estimación

que tienen un avanzado estadio en su bono demográfico. Se trata de países que crecen rápidamente porque consiguen invertir mucho, gracias a que logran altos niveles de ahorro, eminentemente los países de Asia emergente. Estos países mantienen tasas de ahorro privado superiores al 45% y exportan ahorro al mundo por valor del 3% y el 4% de su PIB. Esta imagen, sin embargo, tenderá a cambiar gradualmente con el tiempo, a medida que su población madure y su nivel de renta aumente.

Por último, se muestra la imagen de países que aún no están disfrutando de su bono demográfico en plenitud. Como se ilustra en las Gráficas 1.3-c y 1.3-d, se trata de países con poblaciones jóvenes y fértiles, con tasas de dependencia adulta bajas, pero con dependencia joven elevada; algo que tenderá a corregirse en el tiempo y, bajo condiciones de desarrollo adecuadas, convertirlos en los proveedores de ahorro en el futuro.

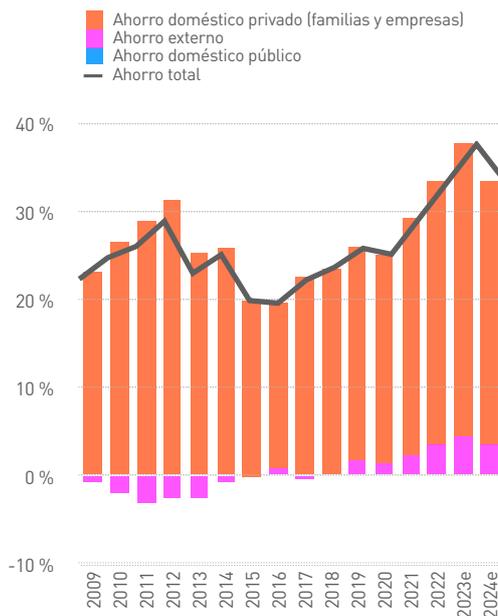
En definitiva, la corrección que se anticipaba para el 2023, y que habría implicado una reducción del ahorro global debido a los ajustes en actividad, política monetaria y fiscal, aún

Gráfica 1.3-c
Global: descomposición del ahorro total, países en fase inicial del dividendo demográfico (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Mundial)
(e) Estimación

Gráfica 1.3-d
Global: descomposición del ahorro total, países pre-dividendo demográfico (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Mundial)
(e) Estimación

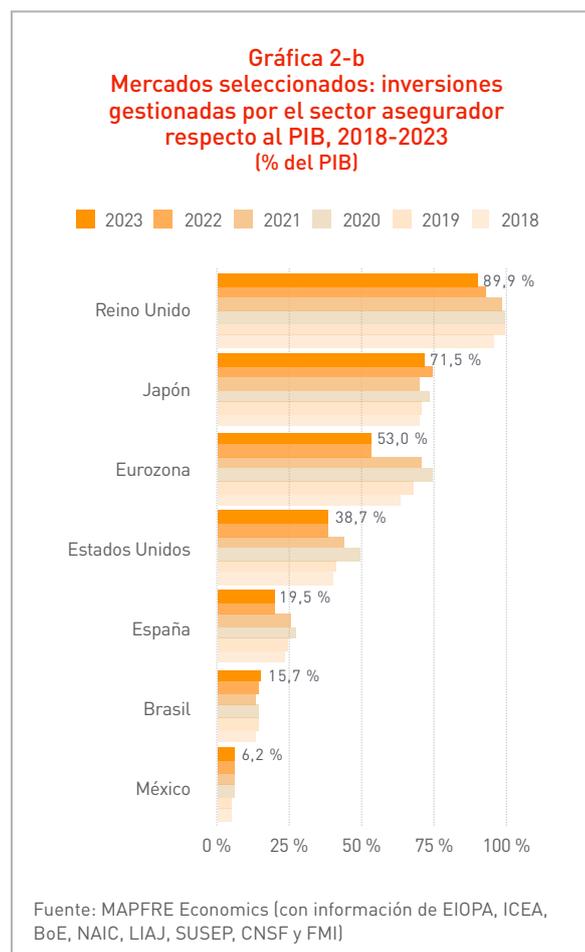
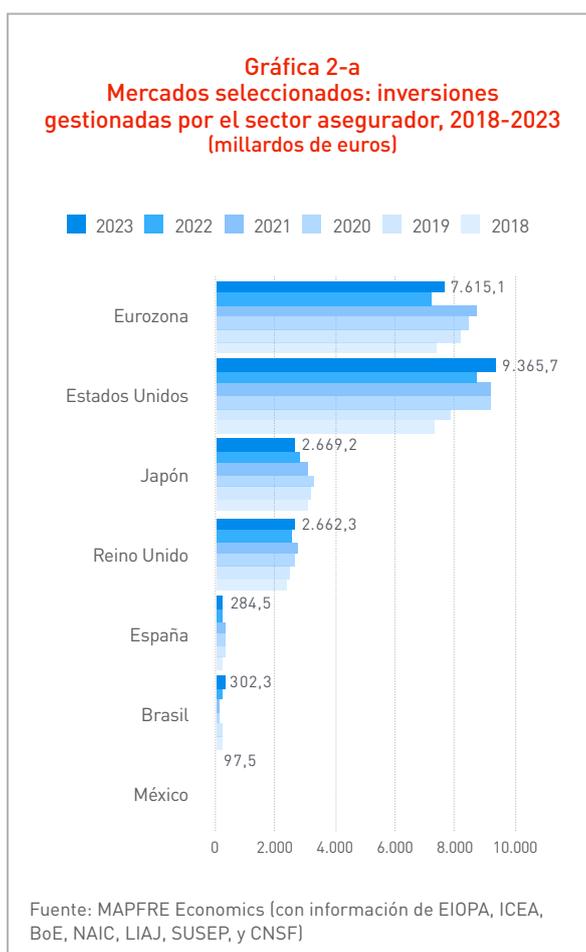
no ha llegado, pero previsiblemente se presentará en 2024. El efecto será tanto mayor cuanto menor sea la renta de los países. En la actualidad hay una brecha de ahorro importante, pero estable, desde el año 2020, momento en el que se ajustó a la baja. Es previsible que, a partir de 2024, esta brecha volverá a deteriorarse, especialmente entre los países con peor dividendo demográfico. A largo plazo, muchas regiones tenderán a ampliar sus déficits e, incluso, los actuales campeones globales del ahorro (los emergentes asiáticos) perderán vigor en la generación de este. Queda, no obstante, la esperanza de que el grupo de países aún más fértiles alcancen su bono demográfico y consigan sustituir parte del ahorro que se deshará con la evolución antes descrita.

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

Como se ilustra en la Gráfica 2-a, las inversiones de los mercados aseguradores considerados para efectos del análisis que se presenta en este informe significaron de manera agregada, en 2023, un importe total de 22.997 millardos de euros. Asimismo, cabe destacar que, en 2022 y 2023, la proporción de las inversiones respecto al PIB ya se ha estabilizado, después de la anomalía verificada en 2020 por las caídas de los PIB debido a los parones económicos producidos por la pandemia del Covid-19 (véase la Gráfica 2-b).

La información que se ha empleado como base para el análisis, proviene directamente de los organismos nacionales o regionales de supervisión. En el caso de la información para el mercado de la Eurozona, la fuente ha sido la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA); en

Reino Unido, la información proviene del 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 2010-2023. 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 Latinoamérica, para 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).

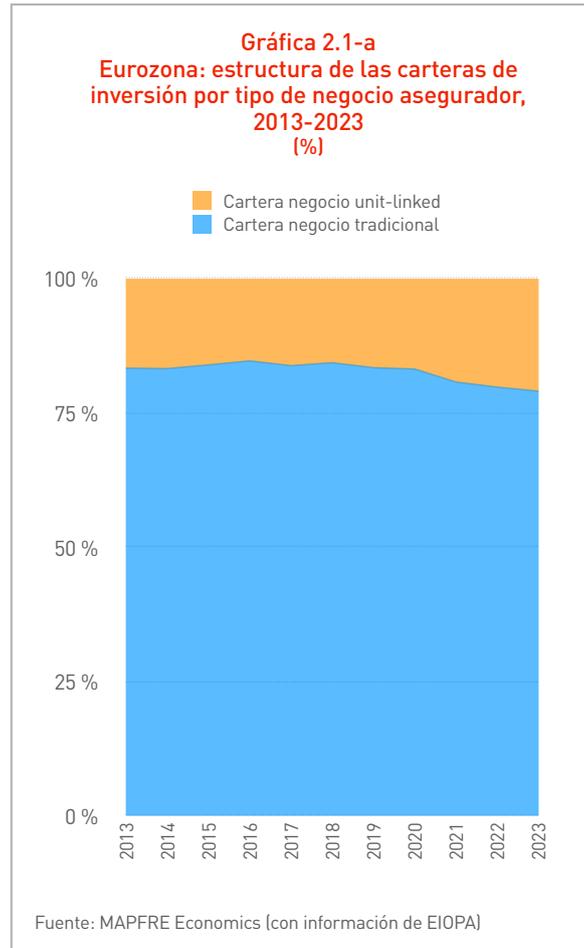


Con base en estos datos, en los siguientes apartados se presenta información descriptiva de la evolución de las carteras de inversiones en los mercados aseguradores de la Eurozona, Estados Unidos, Japón, Reino Unido, España, Brasil y México, correspondientes a los últimos 10 años. En particular, para el caso de los mercados de la Eurozona, Reino Unido y España se muestra, además, la evolución de forma desagregada de la carteras de inversiones correspondientes al negocio tradicional y al de los seguros del tipo “unit-linked” en el mismo periodo.

2.1 Eurozona

Para el conjunto de mercados aseguradores que integran la Eurozona (Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Croacia, 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 2013-2023, se muestra en la Tabla 2.1-a y en la Gráfica 2.1-a. Como se desprende de esta información, a lo largo del período 2013-2023, la cartera correspondiente a los seguros del tipo “unit-linked” ha aumentado con respecto a 2013, desde el 16,5% al 20,8%. El nuevo entorno de 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.

Por otra parte, en lo que se refiere a la evolución de la estructura de la cartera de inversiones



tradicional por tipo de activos, destaca la recuperación del peso de las inversiones en renta variable, desde el punto bajo de 12,2% de 2017, hasta 18,6% en 2023, un aumento de 6,4 puntos porcentuales (pp). En cualquier caso, 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

Tabla 2.1-a
Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2013-2023 (%)

Tipo de negocio	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cartera negocio tradicional	83,5 %	83,4 %	84,1 %	84,8 %	83,9 %	84,5 %	83,6 %	83,3 %	80,9 %	79,9 %	79,2 %
Cartera negocio unit-linked	16,5 %	16,6 %	15,9 %	15,2 %	16,1 %	15,5 %	16,4 %	16,7 %	19,1 %	20,1 %	20,8 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Tabla 2.1-b
Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023 [%]

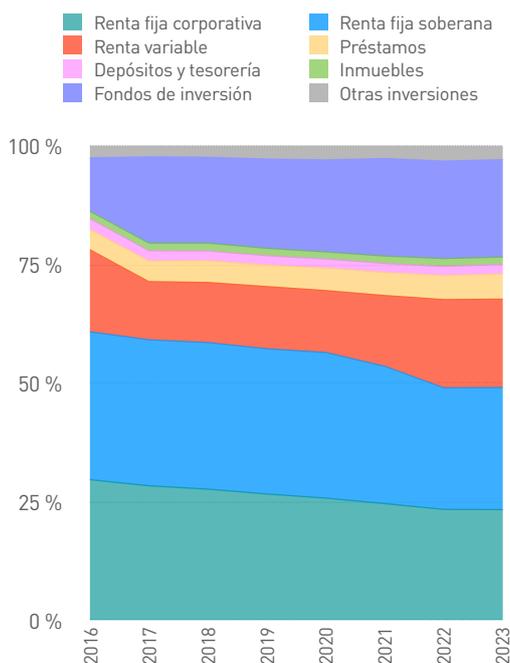
Tipo de activo	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Renta fija	60,9 %	59,2 %	58,7 %	57,4 %	56,6 %	53,6 %	49,1 %	49,2 %
<i>Renta fija corporativa</i>	29,8 %	28,5 %	27,8 %	26,7 %	25,9 %	24,7 %	23,5 %	23,5 %
<i>Renta fija soberana</i>	31,2 %	30,8 %	30,9 %	30,6 %	30,7 %	28,9 %	25,6 %	25,7 %
Renta variable	17,3 %	12,2 %	12,7 %	13,1 %	13,0 %	14,9 %	18,6 %	18,6 %
Préstamos	4,3 %	4,4 %	4,6 %	4,5 %	4,8 %	4,9 %	5,1 %	5,3 %
Depósitos y tesorería	2,3 %	2,1 %	2,1 %	2,0 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	2,0 %
Inmuebles	1,6 %	1,6 %	1,7 %	1,6 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %	1,5 %
Fondos de inversión	11,2 %	18,2 %	18,1 %	18,8 %	19,4 %	20,5 %	20,5 %	20,5 %
Otras inversiones	2,4 %	2,2 %	2,3 %	2,7 %	2,9 %	2,6 %	3,1 %	2,8 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan. La entrada en vigor del régimen regulatorio de Solvencia II (2016) y las cargas de capital asociadas a los diferentes tipos de activos bajo este régimen, vinieron a reafirmar esta idea, premiando a las entidades aseguradoras que logran un mejor casamiento con menores cargas de capital.

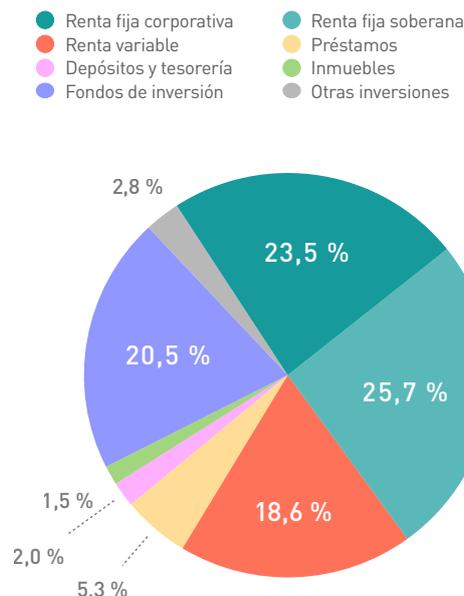
También se observa que, en el año 2017, se produjo un aumento significativo de los activos gestionados a través de fondos de inversión, que se vieron beneficiados por la aplicación del denominado “*look through approach*”, que permite su uso con las cargas de capital correspondientes a los activos gestionados a

Gráfica 2.1-b
Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023 [%]



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Gráfica 2.1-c
Eurozona: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2023 [%]



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Tabla 2.1-c
Eurozona: mapa de calor de la evolución de la calidad crediticia de la cartera de bonos

Período	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
2017-02	16,4%	25,4%	14,1%	23,3%	5,7%	2,0%	13,2%
2017-03	16,1%	26,9%	14,2%	23,9%	5,2%	1,9%	11,7%
2017-04	15,7%	25,9%	14,4%	24,0%	5,7%	1,7%	12,6%
2018-01	15,6%	26,7%	16,5%	21,5%	5,8%	1,6%	12,3%
2018-02	15,9%	26,8%	17,2%	20,7%	6,0%	1,6%	11,9%
2018-03	15,7%	27,1%	17,6%	20,5%	5,5%	1,6%	11,9%
2018-04	16,0%	27,2%	17,3%	20,9%	5,2%	1,4%	12,0%
2019-01	15,7%	27,3%	17,6%	19,9%	5,0%	1,4%	13,1%
2019-02	15,6%	27,3%	18,1%	20,7%	5,3%	1,2%	11,8%
2019-03	15,5%	27,4%	18,0%	20,9%	5,1%	1,2%	11,8%
2019-04	15,8%	27,5%	18,6%	20,8%	4,5%	1,4%	11,5%
2020-01	15,9%	28,1%	17,9%	21,0%	4,2%	1,2%	11,8%
2020-02	15,4%	28,2%	18,1%	21,2%	4,3%	1,3%	11,6%
2020-03	15,1%	27,8%	18,2%	21,4%	3,5%	1,4%	12,5%
2020-04	15,1%	27,3%	18,1%	22,3%	3,3%	1,4%	12,6%
2021-01	16,1%	26,1%	18,5%	24,0%	3,6%	1,6%	10,1%
2021-02	16,5%	26,4%	19,0%	24,6%	3,4%	1,6%	8,5%
2021-03	16,5%	26,6%	19,4%	24,6%	3,9%	1,7%	7,3%
2021-04	16,3%	26,2%	19,5%	24,4%	5,3%	1,7%	6,6%
2022-01	15,5%	27,1%	19,3%	25,0%	4,4%	1,6%	7,1%
2022-02	15,5%	26,7%	19,8%	24,7%	4,4%	1,8%	7,1%
2022-03	16,1%	25,6%	19,7%	24,8%	5,0%	1,9%	6,9%
2023-01	15,9%	24,3%	20,2%	24,7%	6,4%	1,8%	6,6%
2023-02	16,5%	24,0%	20,3%	24,2%	6,4%	1,9%	6,7%
2023-03	15,6%	24,6%	20,8%	23,7%	6,8%	1,8%	6,7%
2023-04	16,2%	25,0%	21,5%	23,3%	6,0%	1,6%	6,3%
2017 Q4 - 2023 Q4 (var p.p)	0,5	-0,9	7,1	-0,7	0,3	-0,1	-6,2

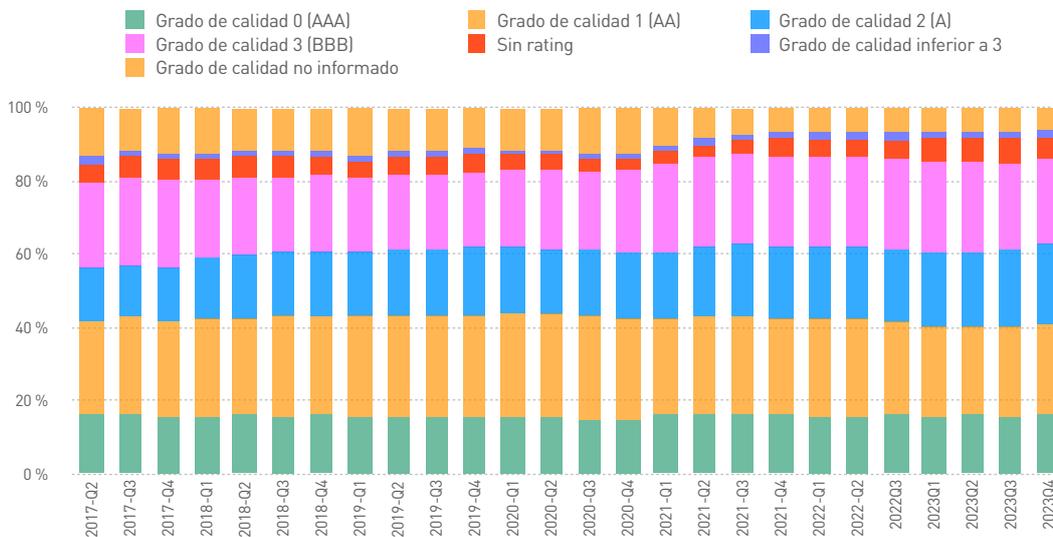
Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

través del fondo (véanse la Tabla 2.1-b y la Gráfica 2.1-b).

Por último, la Gráfica 2.1-c ilustra la estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo en la Euro-

zona. Esta información añade el detalle del desglose de las inversiones en renta fija, puntualizando que el 23,5% del total de la cartera de inversiones correspondió a inversiones en renta fija corporativa, en tanto que el 25,7% del total se localizó en inversiones en renta fija soberana.

Gráfica 2.1-d
Eurozona: calidad crediticia de la cartera de bonos

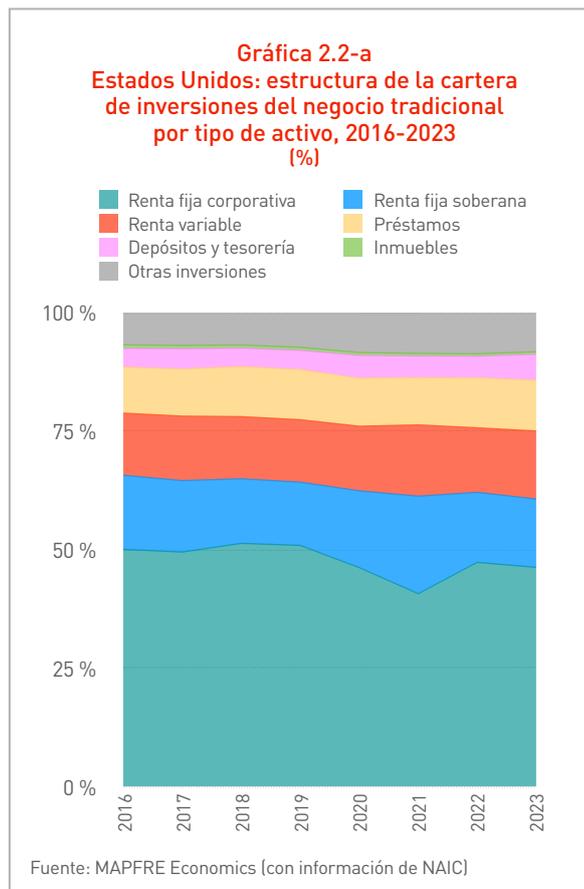


Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

En cuanto a la calidad crediticia, en un análisis de medio plazo (2017-2023) de las carteras de las entidades aseguradoras de la Unión Europea³, puede observarse que los bonos con grado de calidad crediticia 2 (equivalente a A) son los que más han aumentado su peso, con un incremento de 7,1 puntos porcentuales (pp) desde el final del primer semestre de 2017 (véanse la Tabla 2.1-c y la Gráfica 2.1-d). Destaca también la caída significativa en el peso de la cartera de renta fija sin calificación crediticia o con grado de calificación no informado, la cual se redujo en -6,2 pp.

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 2016-2023, 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 -5,0 pp a lo largo del período de análisis (2016-2023), concentrándose en mayor medida en valores de renta fija corporativa. Como se ilustra en la Gráfica 2.2-b, con datos de 2023, el 46,5% del total de la cartera de inversiones era renta fija corporativa, en tanto que las inversiones en renta fija soberana representaron 14,4% de la cartera total. La renta variable, por su parte, suponía el 14,3% de la cartera total, destacando el hecho de que su peso se incre-



mentó en 1,2 pp a lo largo del periodo 2016-2023.

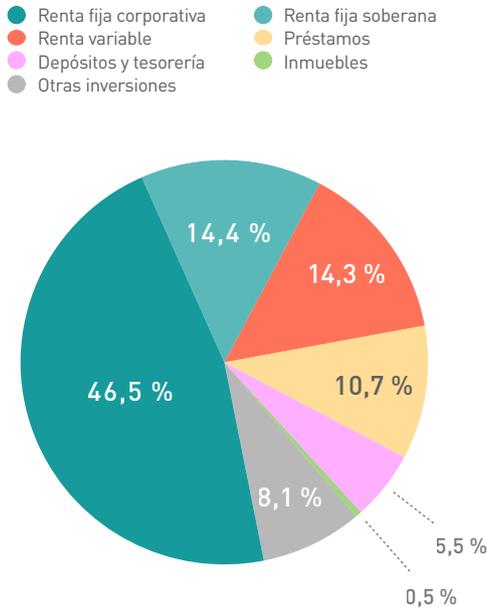
En el caso particular del mercado estadounidense de seguros, es destacar que su calificación crediticia ha sido rebajada por la agencia Fitch a AA+ en agosto de 2023⁴ (S&P lo hizo en 2011), mientras que Moody's⁵ podría hacerlo

Tabla 2.2
Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023 (%)

Tipo de activo	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Renta fija	65,9 %	64,7 %	65,1 %	64,4 %	62,6 %	61,5 %	62,3 %	60,9 %
<i>Renta fija corporativa</i>	50,3 %	49,7 %	51,5 %	51,1 %	46,4 %	40,9 %	47,5 %	46,5 %
<i>Renta fija soberana</i>	15,6 %	15,0 %	13,6 %	13,3 %	16,2 %	20,5 %	14,8 %	14,4 %
Renta variable	13,1 %	13,6 %	13,1 %	13,2 %	13,6 %	15,0 %	13,6 %	14,3 %
Préstamos	9,7 %	9,9 %	10,6 %	10,6 %	10,1 %	10,0 %	10,5 %	10,7 %
Depósitos y tesorería	4,0 %	4,3 %	3,9 %	4,1 %	4,9 %	4,6 %	4,6 %	5,5 %
Inmuebles	0,7 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Otras inversiones	6,6 %	6,8 %	6,7 %	7,2 %	8,3 %	8,4 %	8,5 %	8,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de la NAIC)

Gráfica 2.2-b
Estados Unidos: estructura desglosada de la
cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2023
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de NAIC)

al advertir en un informe de septiembre de 2024⁶ que lo haría si no se toman medidas para reducir el déficit. Cabe señalar que estas reba-

jas de calificación, o simplemente de perspectivas, pueden influir en la toma de decisiones de las aseguradoras en la reponderación de sus carteras.

2.3 Japón

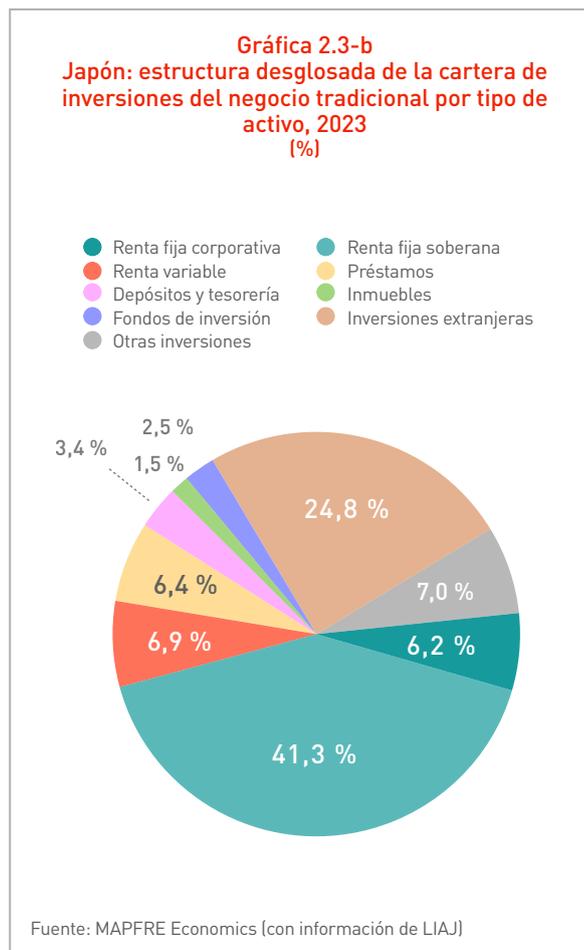
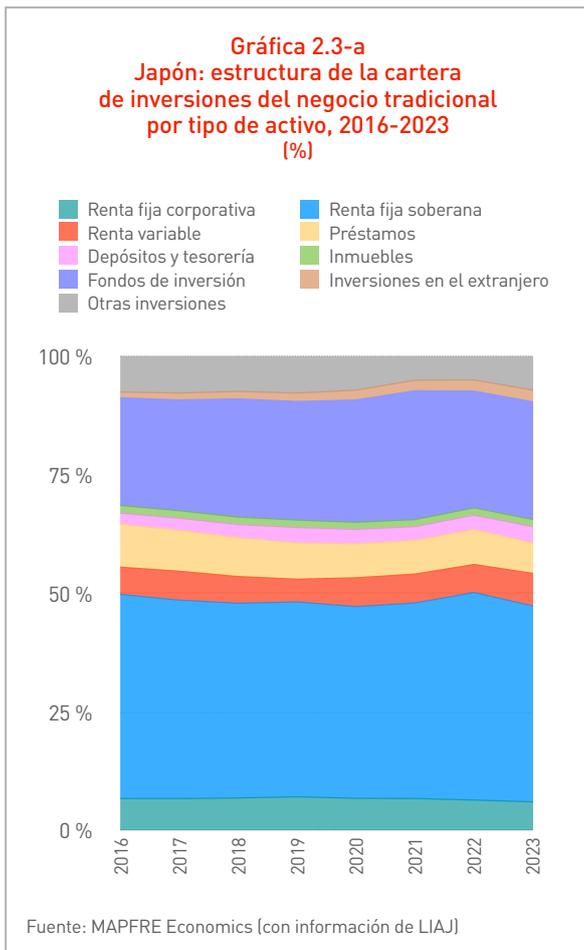
La evolución de la estructura de la cartera de inversiones en el mercado asegurador japonés a lo largo de la década 2013-2023, se ilustra en la Tabla 2.3 y en la Gráfica 2.3-a. Una característica importante de dicha cartera agregada, consiste en el elevado porcentaje de inversiones extranjeras que mantienen las entidades aseguradoras niponas (24,8% de la cartera al cierre de 2023), la cual, además, ha experimentado un aumento de 7,3 pp a lo largo de la década. Ello supuso un incremento del 68% respecto del volumen de inversiones extranjeras de 2013.

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)⁷. Sin embargo, a pesar de las últimas subidas de tipos de interés por parte del Banco de Japón, el actual entorno de todavía bajos tipos 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

Tabla 2.3
Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2012-2023
 (%)

Tipo de activo	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Renta fija	53,8 %	51,1 %	51,1 %	49,9 %	48,7 %	48,0 %	48,3 %	47,3 %	48,1 %	50,3 %	47,4 %
<i>Renta fija corporativa</i>	7,1 %	6,8 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	7,0 %	7,2 %	6,9 %	6,9 %	6,5 %	6,2 %
<i>Renta fija soberana</i>	46,7 %	44,3 %	44,1 %	43,0 %	41,8 %	41,0 %	41,1 %	40,4 %	41,2 %	43,7 %	41,3 %
Renta variable	5,1 %	6,2 %	5,4 %	5,7 %	6,1 %	5,6 %	4,8 %	6,1 %	6,1 %	5,9 %	6,9 %
Préstamos	10,9 %	10,0 %	9,5 %	9,1 %	8,6 %	8,2 %	7,7 %	7,2 %	7,1 %	7,4 %	6,4 %
Depósitos y tesorería	2,0 %	2,5 %	2,4 %	2,3 %	2,5 %	2,7 %	3,2 %	3,0 %	2,9 %	3,0 %	3,4 %
Inmuebles	1,8 %	1,7 %	1,7 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %	1,6 %	1,5 %
Inversiones en el extranjero	17,5 %	20,0 %	21,4 %	22,7 %	23,3 %	24,9 %	25,0 %	25,8 %	27,1 %	24,6 %	24,8 %
Fondos de inversión	0,7 %	0,9 %	1,0 %	1,2 %	1,5 %	1,6 %	1,8 %	2,1 %	2,2 %	2,4 %	2,5 %
Otras inversiones	8,1 %	7,6 %	7,5 %	7,4 %	7,7 %	7,3 %	7,7 %	7,0 %	4,9 %	4,9 %	7,0 %

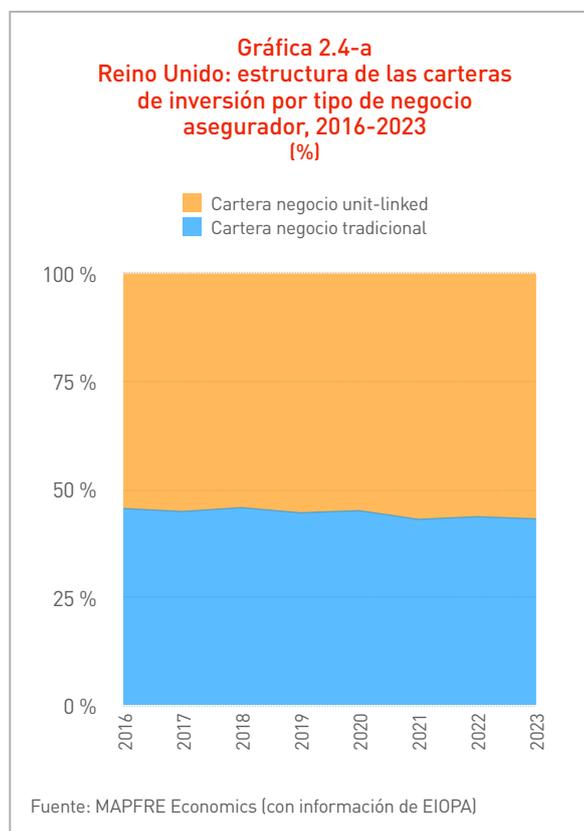
Fuente: MAPFRE Economics (con información de LIAJ)



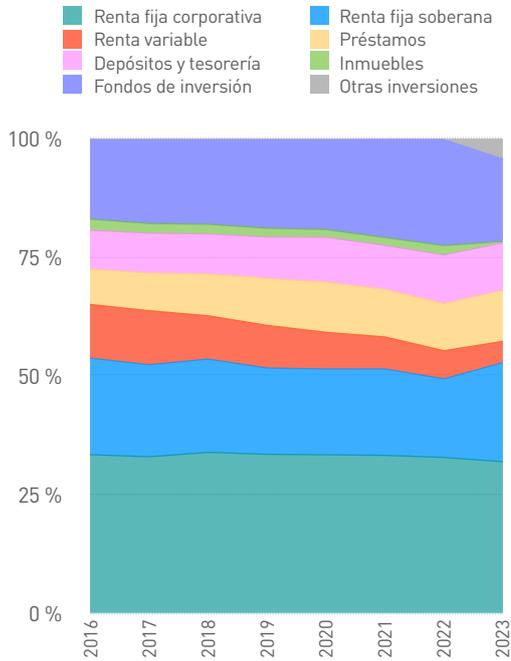
carteras antiguas con altos tipos de interés garantizados. La reacción de las entidades aseguradoras a este entorno ha sido la de incrementar sus inversiones en el extranjero, principalmente en bonos de Estados Unidos, pero también del Reino Unido y Asia emergente, en busca de mayores rendimientos para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

2.4 Reino Unido

En la Tabla 2.4-a y en la Gráfica 2.4-a se presenta la evolución de la cartera de inversión por tipo de negocio asegurador (distinguiendo el negocio tradicional y el “unit-linked”), a lo largo del periodo 2016-2023, para el caso del mercado asegurador de Reino Unido. En este caso, debido a la salida del Reino Unido de la Unión Europea, las entidades que operan en dicho mercado dejaron de reportar a EIOPA, por lo que los datos que ahora se disponen son del Banco de Inglaterra.

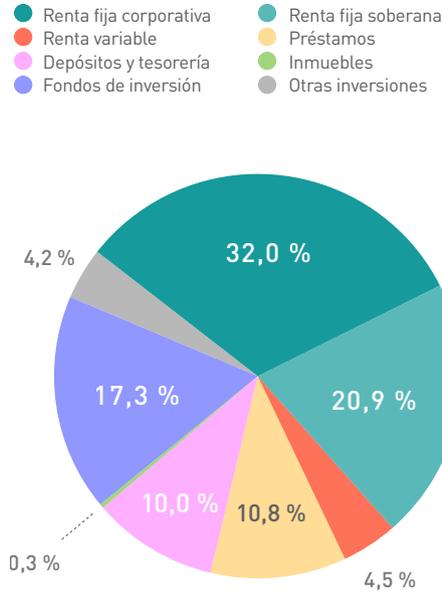


Gráfica 2.4-b
Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información del BoE)

Gráfica 2.4-c
Reino Unido: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2023 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información del 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 asociadas a productos de seguros del tipo *“unit-linked”* respecto de la cartera del negocio tradicional, elemento idiosincrásico de este mercado. No obstante, en años más recientes, su peso en la cartera total parece haberse estabilizado en torno al 56%, registrando, en cualquier caso, la participación relativa más alta de entre los mercados analizados en este informe.

Por 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 2016-2023 (véanse la Tabla 2.4-b y la Gráfica 2.4-b), 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 es relativamente estable, situándose en el 52,9% al final del período, si bien en 2023 el peso de la renta fija soberana ha aumentado hasta el 20,9% (16,6% en 2022), en lo que puede haber influido el nuevo entorno de tipos de interés por la política monetaria restrictiva aplicada por el Banco de Inglaterra en su lucha contra el repunte de la inflación en 2022-2023. Es de destacar que, al igual que ocurre con la Eurozona, la entrada en vigor de Solvencia II supuso, en su momento, una cierta relocalización de inversiones, reduciéndose el porcentaje de renta variable.

Tabla 2.4-a
Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016-2023 (%)

Tipo de negocio	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cartera negocio tradicional	45,8 %	45,1 %	46,0 %	44,8 %	45,3 %	43,3 %	43,9 %	43,4 %
Cartera negocio unit-linked	54,2 %	54,9 %	54,0 %	55,2 %	54,7 %	56,7 %	56,1 %	56,6 %

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, 2016-2023
 [%]

Tipo de activo	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Renta fija	53,9 %	52,5 %	53,7 %	51,8 %	51,6 %	51,6 %	49,5 %	52,9 %
<i>Renta fija corporativa</i>	33,5 %	33,1 %	34,0 %	33,6 %	33,5 %	33,4 %	32,9 %	32,0 %
<i>Renta fija soberana</i>	20,3 %	19,4 %	19,7 %	18,2 %	18,1 %	18,2 %	16,6 %	20,9 %
Renta variable	11,3 %	11,4 %	9,1 %	9,0 %	7,7 %	6,7 %	5,9 %	4,5 %
Préstamos	7,5 %	8,0 %	8,8 %	9,9 %	10,6 %	10,0 %	10,0 %	10,8 %
Depósitos y tesorería	8,2 %	8,4 %	8,4 %	8,7 %	9,4 %	9,3 %	10,2 %	10,0 %
Inmuebles	2,3 %	2,0 %	2,0 %	1,9 %	1,6 %	1,7 %	2,0 %	0,3 %
Fondos de inversión	16,7 %	17,6 %	17,8 %	18,6 %	18,9 %	20,6 %	22,3 %	17,3 %
Otras inversiones	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	4,2 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información del BoE)

La estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo para el mercado de Reino Unido en 2023, se ilustra en la Gráfica 2.4-c. Esta información permite identificar la composición relativa de las inversiones en renta fija, indicando que el 32,0% de la cartera total de inversiones correspondió a la renta fija corporativa, mientras que el 20,9% de la cartera total lo hizo a la renta fija soberana. Debe destacarse que esta estructura contrasta con la que predomina en la Eurozona, y se acerca más a la que presenta el mercado asegurador estadounidense.

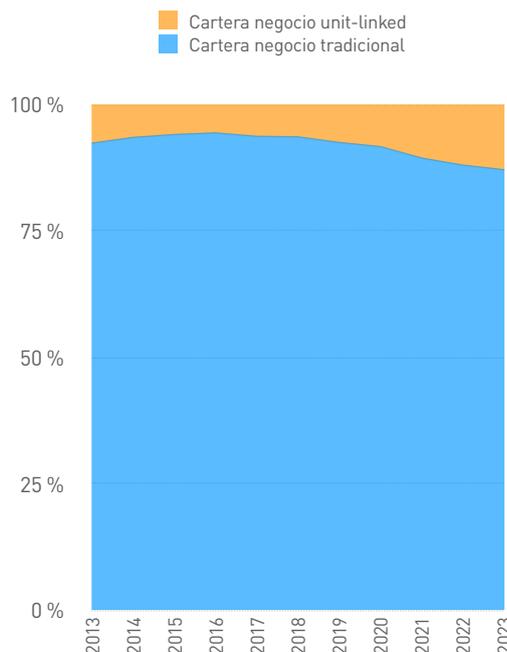
2.5 España

El mercado asegurador español continúa siendo uno de los que presentan una menor participación de la cartera de inversiones asociada a productos del tipo “unit-linked” en la Eurozona (el menor de la muestra analizada), con el 12,8%. Sin embargo, es de destacar que, desde el año 2016 (con un peso mínimo del 5,5%) y hasta 2023, experimentaron un crecimiento significativo de 7,3 pp. A pesar de ello, el porcentaje de este tipo de inversiones continúa significativamente por debajo de la media de la Eurozona, en la que, en 2023, representaban el 20,8% 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 2016-2023 (que se presenta en la

Tabla 2.5-b y la Gráfica 2.5-b), se observa que, mientras que en 2016 las inversiones en renta fija representaron el 75,7% del total, para 2023 ese porcentaje se había reducido al 72,8% (-2,9 pp), al tiempo que se redujo la partida de depósitos y tesorería (-3,5 pp). En este

Gráfica 2.5-a
España: estructura de las carteras de inversión
por tipo de negocio asegurador, 2013-2023
 [%]



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Tabla 2.5-a
España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2013-2023
 (%)

Tipo de negocio	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cartera negocio tradicional	92,5 %	93,6 %	94,2 %	94,5 %	93,8 %	93,7 %	92,6 %	91,8 %	89,5 %	88,1 %	87,2 %
Cartera negocio unit-linked	7,5 %	6,4 %	5,8 %	5,5 %	6,2 %	6,3 %	7,4 %	8,2 %	10,5 %	11,9 %	12,8 %

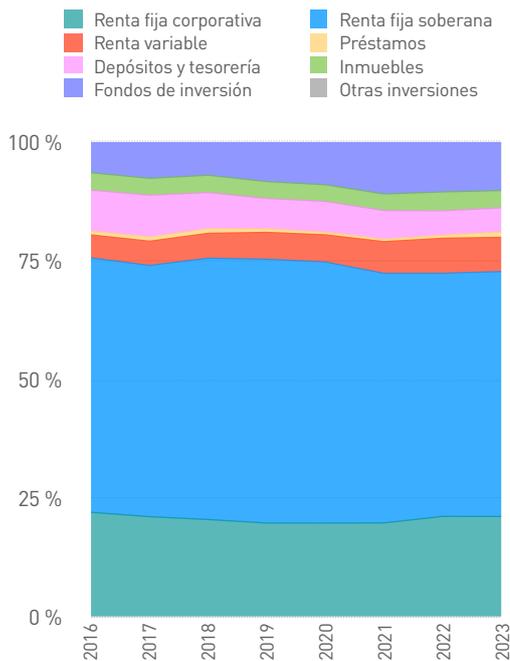
Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Tabla 2.5-b
España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023
 (%)

Tipo de activo	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Renta fija	75,7 %	74,1 %	75,7 %	75,5 %	74,9 %	72,5 %	72,5 %	72,8 %
Renta fija corporativa	22,1 %	21,2 %	20,6 %	19,8 %	19,8 %	19,9 %	21,2 %	21,2 %
Renta fija soberana	53,6 %	53,0 %	55,1 %	55,6 %	55,0 %	52,6 %	51,2 %	51,6 %
Renta variable	4,8 %	5,1 %	5,2 %	5,6 %	5,7 %	6,7 %	7,4 %	7,2 %
Prestamos	0,8 %	0,9 %	1,0 %	0,8 %	0,6 %	0,5 %	0,7 %	1,1 %
Depósitos y tesorería	8,6 %	8,8 %	7,6 %	6,4 %	6,5 %	6,0 %	5,1 %	5,1 %
Inmuebles	3,7 %	3,6 %	3,6 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	4,0 %	3,6 %
Fondos de inversión	6,5 %	7,8 %	7,8 %	9,1 %	10,0 %	12,7 %	12,6 %	12,1 %
Otras inversiones	-0,1 %	-0,3 %	-0,9 %	-0,9 %	-1,1 %	-1,9 %	-2,2 %	-2,1 %

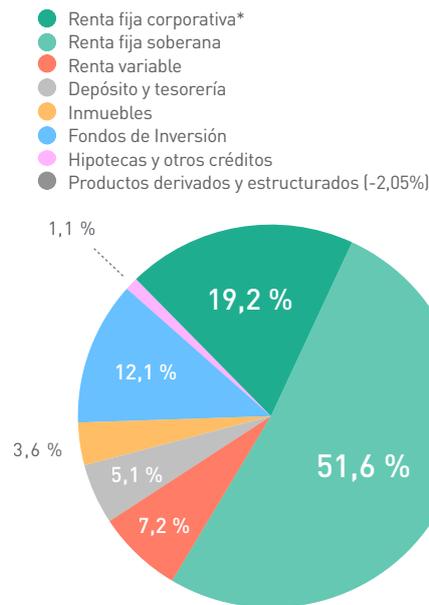
Fuente: MAPFRE Economics (con información de ICEA)

Gráfica 2.5-b
España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de ICEA)

Gráfica 2.5-c
España: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2023
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ICEA)

* Valor neto después de la deducción del efecto de la valuación de productos derivados y estructurados (-2,05%).

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 (BCE), que redujo en ese año 2016 la facilidad de depósito a -40 puntos básicos y, más tarde, a -50 pb (lo que contrasta con los niveles alcanzados con las subidas de tipos del BCE desde el mes de julio de 2022 hasta alcanzar el 4% entre el mes de septiembre de 2023 y junio de 2024), penalizando de forma acusada la tenencia de tesorería por parte de los agentes económicos en aquellos momentos, sin que todavía se haya visto reflejada en la partida de depósitos y tesorería de la cartera agregada de los mayores niveles de los tipos de interés a corto plazo.

Por último, el desglose de las inversiones para 2023 que se ilustra en la Gráfica 2.5-c, muestra el predominio de la renta fija soberana la cual representó el 51,6% del total de la cartera de inversiones, en tanto que la renta fija corporativa significó el 19,2% del total de las inversiones. Así, es de destacar en el mercado de seguros de España 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.

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 2023, las inversiones en fondos de inversión representaban el 87,0% de la cartera total de inversiones del sector, con un aumento de 3,7 pp a lo largo del período 2013-2023.

Cabe señalar que, para el caso del mercado asegurador de Brasil, no se dispone de un desglose actualizado de las distintas categorías de activos gestionados a través de los fondos de inversión. El último desglose en este sentido, que suministró la Superintendencia de Seguros Privados (SUSEP), corresponde al año 2020 (con una serie larga desde el año 2010). En dicha información, se confirmaba que la mayor parte de los activos invertidos a través de fondos de inversión correspondía a valores de renta fija⁸. Con datos a 2023, las inversiones en fondos de

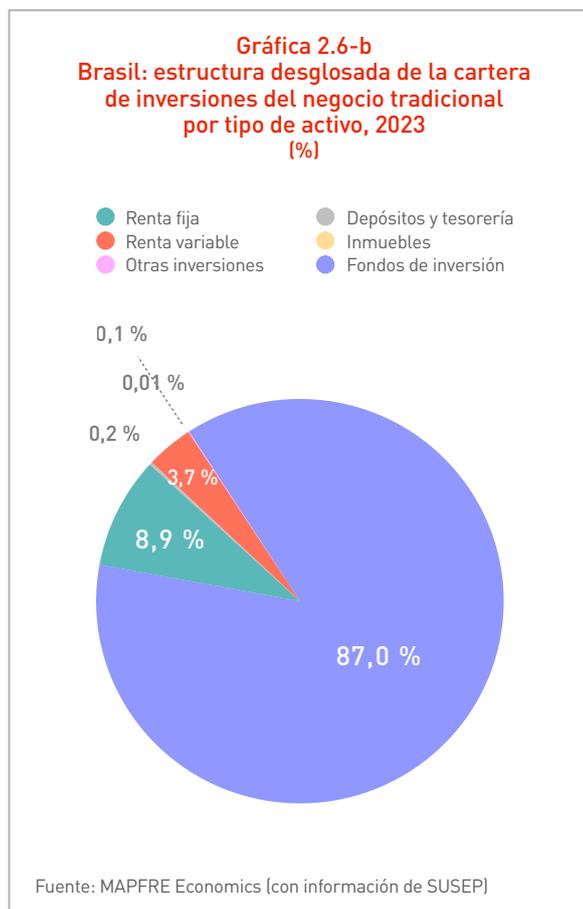
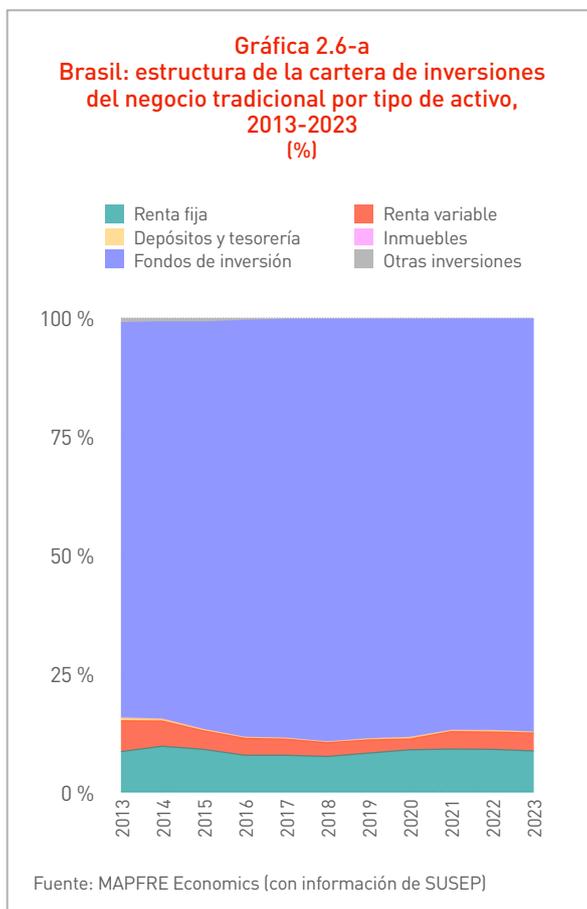


Tabla 2.6
Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2013-2023
 (%)

Tipo de activo	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Renta fija	8,8 %	9,9 %	9,3 %	8,0 %	8,0 %	7,8 %	8,5 %	9,2 %	9,3 %	9,3 %	8,9 %
Renta variable	6,5 %	5,3 %	3,9 %	3,5 %	3,4 %	2,9 %	2,7 %	2,2 %	3,7 %	3,6 %	3,7 %
Depósitos y tesorería	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %
Inmuebles	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Fondos de inversión	83,3 %	83,7 %	85,9 %	87,8 %	88,3 %	89,1 %	88,4 %	88,1 %	86,7 %	86,7 %	87,0 %
Otras inversiones	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,4 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de SUSEP)

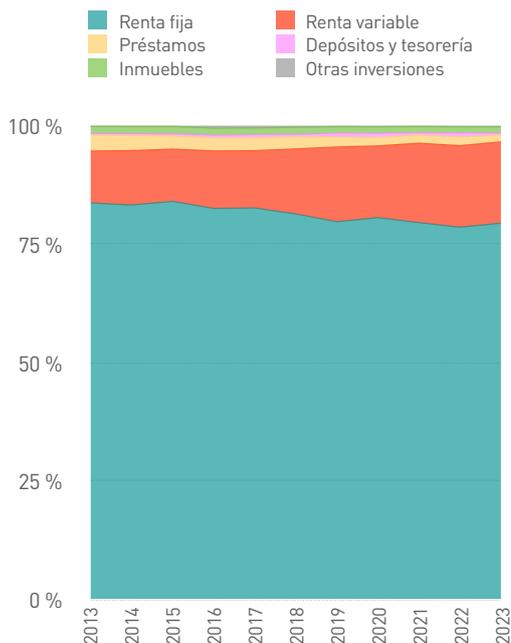
inversión del mercado asegurador brasileño representaron el 87,0% del total de la cartera de inversiones, mientras que la renta variable pura representaba el 3,7%, como se muestra en la Gráfica 2.6-b.

2.7 México

En el caso del mercado asegurador mexicano, se observa igualmente un fuerte predominio

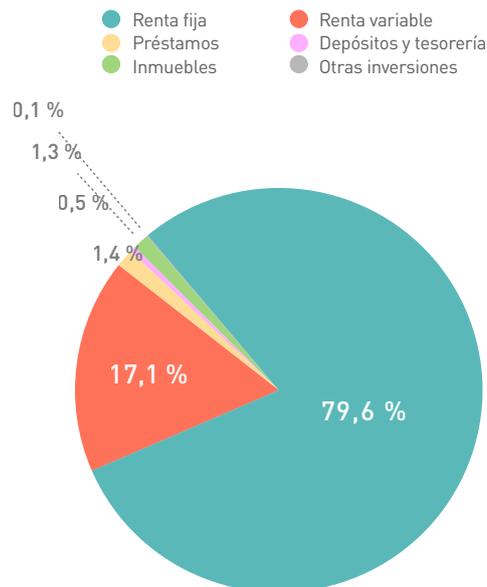
de las inversiones en renta fija dentro de la cartera agregada de inversiones a lo largo del período 2013-2023, como se confirma en la información que se presenta en la Tabla 2.7 y en las Gráficas 2.7-a y 2.7-b. En ese lapso, sin embargo, cabe destacar que la participación de las inversiones en renta fija se redujo de 83,9% a 79,6% (-4,3 pp), aumentado la participación de las inversiones en renta variable en 6,2 pp, al pasar de 10,9% en 2013 a

Gráfica 2.7-a
México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2013-2023
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de CNSF)

Gráfica 2.7-b
México: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2023
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de CNSF)

Tabla 2.7
México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2013-2023
 (%)

Tipo de activo	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Renta fija	83,9 %	83,4 %	84,2 %	82,7 %	82,8 %	81,5 %	79,9 %	80,8 %	79,7 %	78,7 %	79,6 %
Renta variable	10,9 %	11,5 %	11,0 %	12,1 %	12,1 %	13,7 %	15,7 %	15,1 %	16,7 %	17,2 %	17,1 %
Préstamos	3,3 %	3,2 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,5 %	2,1 %	1,8 %	1,7 %	1,8 %	1,4 %
Depósitos y tesorería	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,7 %	0,5 %	0,8 %	0,9 %	0,5 %	0,9 %	0,5 %
Inmuebles	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,5 %	1,4 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
Otras inversiones	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de CNSF)

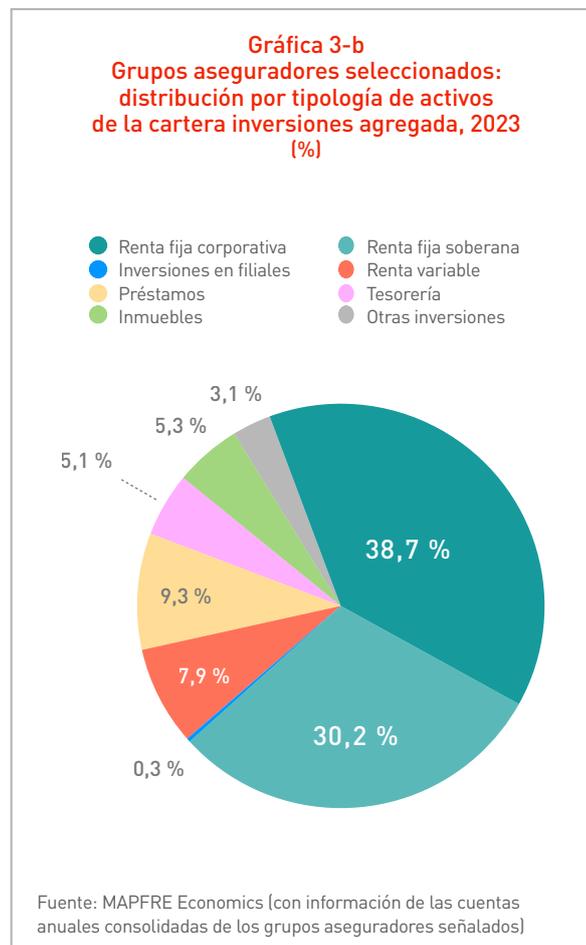
17,1% en 2023. El resto de las categorías de activos no muestran cambios relevantes, con excepción de las inversiones en préstamos,

las cuales reducen su participación en -1,9 pp, pasando de 3,3% en 2013 a 1,4% en 2023.

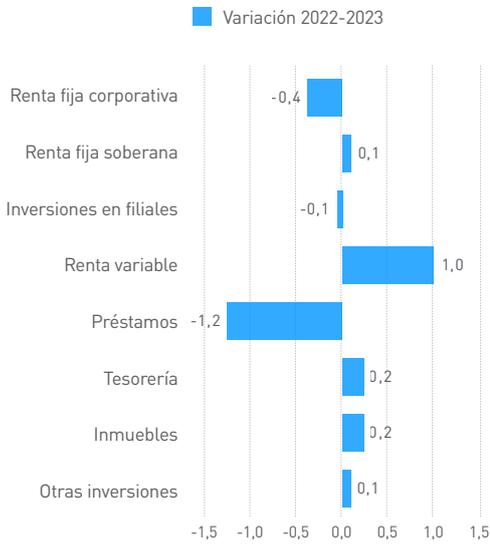
3. Estructura de las carteras de inversiones a nivel de grupos aseguradores

Con el fin de completar el análisis de la distribución de las inversiones de las entidades aseguradoras, a continuación se presenta un análisis de las carteras de inversiones de los 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”.

Conforme a lo anterior, la información que se presenta 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 (excluido el negocio tipo “unit-linked”), pone de relieve el predominio de la renta fija corporativa, que representa el 38,7% de las inversiones (véase la Gráfica 3-b), si bien en 2023 experimentó una ligera reducción de 0,4 puntos porcentuales (pp) respecto del año anterior (véase la Gráfica 3-c). La renta fija soberana, por su parte, representaba el 30,2% de la cartera al cierre de 2023, viendo incrementado su peso en 0,1 pp respecto al cierre del año anterior.

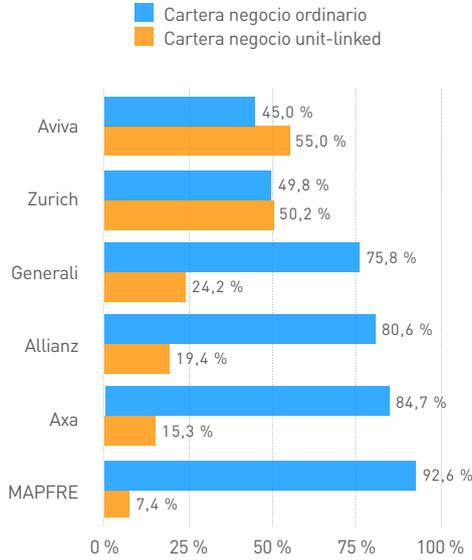


Gráfica 3-c
Grupos aseguradores seleccionados: variación en la tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2022-2023 (puntos porcentuales)



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, 2023 (%)



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

Tabla 3-a
Grupos aseguradores seleccionados: peso de las inversiones por tipo de negocio, 2022-2023 (%)

Tipo de negocio	Allianz		Axa		Generali		Aviva		Zurich		MAPFRE	
	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022
Cartera negocio tradicional	80,6 %	85,2 %	84,7 %	85,6 %	75,8 %	76,9 %	45,0 %	48,6 %	49,8 %	54,9 %	92,6 %	92,7 %
Cartera negocio tipo unit-linked	19,4 %	14,8 %	15,3 %	14,4 %	24,2 %	23,1 %	55,0 %	51,4 %	50,2 %	45,1 %	7,4 %	7,3 %

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 2022-2023 (%)

Tipo de activo	Allianz		Axa		Generali		Aviva		Zurich		MAPFRE	
	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022
Renta fija corporativa	44,7 %	46,8 %	32,2 %	30,3 %	40,8 %	40,0 %	30,1 %	28,5 %	34,1 %	37,2 %	20,1 %	19,3 %
Renta fija soberana	22,7 %	22,5 %	34,5 %	34,8 %	41,4 %	43,9 %	21,7 %	19,8 %	35,7 %	32,8 %	55,6 %	51,6 %
Renta variable	12,4 %	9,9 %	6,4 %	6,7 %	0,8 %	0,7 %	6,7 %	7,4 %	9,6 %	8,9 %	7,0 %	6,5 %
Préstamos	13,5 %	15,5 %	4,3 %	4,8 %	3,2 %	4,8 %	21,2 %	21,0 %	5,7 %	6,0 %	0,0 %	0,0 %
Tesorería	3,5 %	2,8 %	5,5 %	5,7 %	5,1 %	3,4 %	12,8 %	16,3 %	5,2 %	5,1 %	5,1 %	6,7 %
Inmuebles	2,9 %	2,2 %	8,4 %	8,9 %	7,0 %	6,4 %	1,5 %	1,5 %	9,8 %	10,0 %	4,5 %	5,4 %
Otras inversiones	0,3 %	0,4 %	8,7 %	8,8 %	1,6 %	0,7 %	6,1 %	5,5 %	0,0 %	0,1 %	7,7 %	10,5 %

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

Tabla 3-c
Grupos aseguradores seleccionados: perfil de crédito de la cartera inversiones, 2023
 (%)

Calificación crediticia	Allianz		Axa	Generali		Aviva		Zurich	MAPFRE
	Soberanos	Corporativos	Total	Soberanos	Corporativos	Soberanos	Corporativos	Total	Total
Grado de calidad 0 (AAA o equivalente)	16,1 %	15,8 %	20,0 %	6,4 %	5,6 %	12,8 %	12,5 %	22,0 %	5,6 %
Grado de calidad 1 (AA o equivalente)	41,8 %	14,2 %	31,0 %	28,5 %	9,4 %	68,5 %	19,2 %	28,1 %	13,1 %
Grado de calidad 2 (A o equivalente)	16,8 %	30,4 %	26,0 %	23,4 %	28,9 %	9,5 %	39,7 %	18,4 %	39,9 %
Grado de calidad 3 (BBB o equivalente)	20,0 %	32,6 %	18,0 %	36,9 %	47,5 %	5,5 %	20,4 %	26,2 %	23,9 %
Grado de calidad < 3	5,0 %	4,3 %	4,0 %	1,4 %	5,9 %	3,1 %	6,0 %	5,3 %	15,4 %
Sin calificación crediticia (<i>non-rated</i>)	0,2 %	2,7 %	1,0 %	3,4 %	2,7 %	0,5 %	2,3 %	0,0 %	2,1 %

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 aquel en el que el tomador asume el riesgo de la inversión (“*unit-linked*” y asimilados). A este respecto, destacan el caso de Aviva, grupo asegurador en el que la cartera del negocio del tipo “*unit-linked*” y asimilado representa un porcentaje mayoritario, así como el caso de

Zurich, donde ambos negocios (tradicional y “*unit-linked*”) están igualados. En los demás grupos aseguradores, predominan las carteras vinculadas al negocio tradicional. La Tabla 3-b, por su parte, muestra el peso relativo, al cierre de 2023, de las distintas categorías de activos para cada uno de los grupos aseguradores analizados, así como su comparativa con respecto al año anterior.

Tabla 3-d
Grupos aseguradores seleccionados: cambios en el perfil de crédito de la cartera inversiones, 2022-2023
 (puntos porcentuales)

Calificación crediticia	Allianz		Axa	Generali		Aviva		Zurich	MAPFRE
	Soberanos	Corporativos	Total	Soberanos	Corporativos	Soberanos	Corporativos	Total	Total
Grado de calidad 0 (AAA o equivalente)	-5,1	-0,2	1,0	0,6	-0,9	-13,4	0,5	1,0	-10,7
Grado de calidad 1 (AA o equivalente)	3,8	2,0	-2,0	-0,6	0,5	12,3	-4,9	0,9	-0,1
Grado de calidad 2 (A o equivalente)	1,3	4,0	1,0	2,5	1,9	1,7	7,5	-2,4	-1,2
Grado de calidad 3 (BBB o equivalente)	0,6	-0,8	-2,0	-4,1	-1,2	1,6	0,8	-6,2	2,2
Grado de calidad < 3	-0,2	-1,9	2,0	0,4	-1,3	0,5	1,2	0,7	10,9
Sin calificación crediticia (<i>non-rated</i>)	-0,4	-3,2	0,0	1,2	1,1	-2,7	-5,1	6,0	-1,1

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

Por último, la Tabla 3-c resume el perfil de crédito de las inversiones con el mayor nivel de desagregación que se presenta en los estados financieros consolidados de los grupos aseguradores objeto de análisis, en tanto que la Tabla 3-d presenta los cambios en el perfil de crédito de las inversiones de las carteras. En términos generales, se observa que más del 50% de las inversiones se encuentran dentro de los tres primeros niveles de calificación crediticia, es decir, en el rango entre 0 y 2, es decir, entre AAA y A o equivalente.

4. Cargas de capital por inversiones aplicables en la Unión Europea

En esta sección, 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 que aplican la fórmula estándar bajo el régimen regulatorio de Solvencia II, las cuales tienen cierta influencia en la composición de las carteras de inversión de los grupos aseguradores en esta región del mundo.

4.1 Inversión en bonos de renta fija

Las inversiones en bonos de renta fija tienen unas cargas de capital específicas derivadas del riesgo de diferencial (“*spread*”) y del riesgo de concentración. Las cargas por riesgo de diferencial y por riesgo de concentración dependen a su vez de: (i) la clase de activo; (ii) de su *rating* (calificación de riesgo crediticio); (iii) de la duración residual del bono ponderada

por la cuantía de los flujos futuros (duración modificada), y (iv) de la concentración con una misma contraparte. Además, pueden determinarse cargas adicionales de capital en el caso de una deficiente gestión del riesgo de descasamiento de flujos y/o de divisas entre activos y pasivos.

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

La Tabla 4 muestra 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 dicha tabla. 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.

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

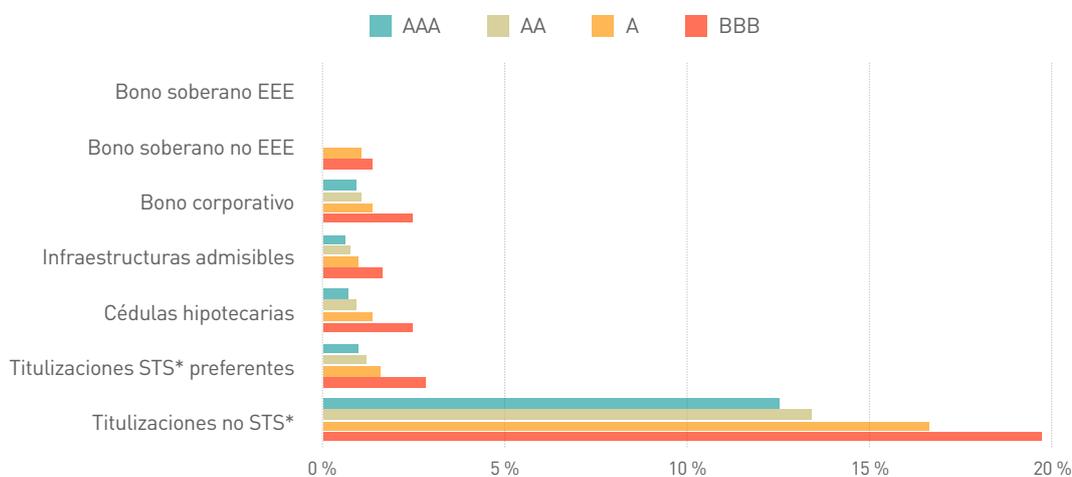
Calificación crediticia**	Bono soberano EEE*	Bono soberano no EEE	Bono corporativo	Infraestructuras admisibles	Cédulas hipotecarias	Titulizaciones STS preferentes	Titulizaciones no STS
Grado de calidad 0 (AAA o equivalente)	0,0 %	0,0 %	0,9 %	0,6 %	0,7 %	1,0 %	12,5 %
Grado de calidad 1 (AA o equivalente)	0,0 %	0,0 %	1,1 %	0,8 %	0,9 %	1,2 %	13,4 %
Grado de calidad 2 (A o equivalente)	0,0 %	1,1 %	1,4 %	1,0 %	1,4 %	1,6 %	16,6 %
Grado de calidad 3 (BBB o equivalente)	0,0 %	1,4 %	2,5 %	1,7 %	2,5 %	2,8 %	19,7 %
Grado de calidad 4 (BB o equivalente)	0,0 %	2,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	5,6 %	82,0 %
Grado de calidad 5 (B o equivalente)	0,0 %	4,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	9,4 %	100,0 %
Grado de calidad 6 (inferior a B o equivalente)	0,0 %	4,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	9,4 %	100,0 %

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

* Espacio Económico Europeo (EEE)

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

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



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

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

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 de la Unión Europea 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%. Si el bono tuviese una calificación BBB, las cargas serían del 7,0% y del 10,5%, respectivamente. Los bonos que carecen de *rating* tienen cargas de capital específicas que se mueven en un rango entre las cargas aplicables a los bonos corporativos ordinarios BBB y BB. Es importante destacar que estos porcentajes se aplican tanto a las inversiones directas como a las realizadas mediante fondos de inversión, a los que se aplica el denominado enfoque de transparencia (“*look through*”).

Cargas de capital por riesgo de concentración

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, los cuales normalmente vienen a estar por encima de los fijados en sus políticas de gestión de riesgos dentro de lo que es el control de límites. No obstante, las cargas de capital derivadas de su incumplimiento penalizan fuertemente la concentración. Como ejemplo de lo anterior, una inversión en un bono AA de una contraparte cuya exposición supere el 3% del total de activos de la

entidad, recibiría una carga adicional del 12% sobre el exceso de exposición. Si es un bono BBB, la sobrecarga de capital sería del 27% sobre el exceso de exposición que supere el 1,5% del total de activos de la entidad. Sin embargo, debe señalarse que 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%. 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*"). 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 capi-

tal sería de un 12% sobre el exceso. De igual forma, los inmuebles situados en un mismo edificio se consideran un único inmueble.

4.4 Beneficios de diversificación y capacidad de absorción de pérdidas

Finalmente, debe señalarse 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. 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. De la misma forma, 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.

4.5 Reforma de Solvencia II

Durante 2023 y hasta la fecha de preparación de este informe, se han producido importantes avances en los trabajos para la reforma del marco normativo de Solvencia II, los cuales culminaron con el acuerdo alcanzado por los legisladores europeos para la modificación de la Directiva, cuyo texto transaccional definitivo se publicó el 24 de enero de 2024¹¹, todavía pendiente de publicación en forma de Directiva en el Diario Oficial de la Unión Europea (UE).

La medida más relevante que afectará a las cargas brutas de capital arriba descritas, una vez entre en vigor la reforma, es la relativa al tratamiento de las acciones a largo plazo, las cuales podrán beneficiarse de un *shock* reducido del 22%, siempre que se cumplan una serie de requisitos para poder ser consideradas como tales. Este tratamiento más favorable se aplicará siempre y cuando las aseguradoras y reaseguradoras cumplan con los criterios es-

tipulados en la nueva normativa, como son el compromiso de la administración de mantener las inversiones durante un período mínimo a través de sus políticas escritas y los criterios diseñados en la misma para evitar la venta forzada de acciones durante períodos de estrés del mercado.

Por lo demás, las principales novedades incluidas en el texto definitivo de la Directiva que, una vez entre en vigor, conllevarán un impacto cuantitativo significativo, afectan en mayor medida al cálculo de los fondos propios admisibles a la hora de determinar el ratio de solvencia y son las siguientes:

Margen de riesgo

La tasa de coste de capital para la valoración de las provisiones técnicas pasa del 6% al 4,75%. Este parámetro es de gran relevancia por la alta sensibilidad de la valoración de las obligaciones de las entidades aseguradoras ante cambios en el mismo y supondrá, cuando la reforma entre en vigor, una reducción significativa de las provisiones técnicas, liberando recursos que potenciarán el papel del sector asegurador de la UE como inversores institucionales a medio y largo plazo.

Extrapolación de la curva de descuento

Se modifica el método de extrapolación de los tipos de interés sin riesgo para la valoración de las obligaciones asumidas en los contratos de seguros. Lo anterior, con el fin de reflejar en mayor medida los tipos de interés observados en el mercado en los tramos más largos de la curva.

Ajuste por volatilidad

Se incrementa el porcentaje del ajuste por volatilidad, aumentando el ratio de su aplicación del 65% al 85%, y potenciando el componente específico nacional del ajuste.

Ajuste por casamiento

Se eliminan las restricciones a los beneficios de diversificación que se establecían para las entidades aseguradoras que aplicaban el ajuste por casamiento entre activos y pasivos.

Acciones en cartera a largo plazo

Se flexibilizan las disposiciones relativas a las acciones en cartera a largo plazo, con el propósito de poder beneficiarse de un *shock* reducido del 22% (frente al 49%, al que podría llegar en otros casos).

La fecha de aplicación de la reforma tendrá lugar a los 24 meses desde la publicación de la revisión de la Directiva en el Diario Oficial de la UE, cuando esta se produzca. En ese plazo, los Estados miembros deberán trasponer esta Directiva a su ordenamiento jurídico interno, adoptando y publicando las leyes, reglamentos y disposiciones administrativas necesarias para cumplir con esta dentro de ese período¹². Un aspecto relevante de la reforma a la Directiva de Solvencia II es que introduce la categoría de entidades “pequeñas y no complejas” para aplicar de forma efectiva el llamado “principio de proporcionalidad”. Queda todavía pendiente, sin embargo, la modificación del Reglamento Delegado de Solvencia II para terminar de perfilar el universo de entidades aseguradoras que se beneficiarán de este marco simplificado.

Por otra parte, las entidades aseguradoras y reaseguradoras deberán desarrollar escenarios de cambio climático en la evaluación propia de los riesgos y solvencia (ORSA) y elaborar planes de transición para monitorizar los riesgos de sostenibilidad, entre otros aspectos. Es de destacar que varios elementos de la reforma a la Directiva requieren de un desarrollo normativo posterior, tanto por parte de la Comisión Europea como por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), a través de las correspondientes Normas Técnicas de Regulación (RTS) y Normas Técnicas de Ejecución (ITS). Estos elementos son cruciales para la implementación efectiva y detallada de la nueva normativa en los Estados miembros, asegurando una implementación coherente y armonizada en toda la UE.

En este sentido, EIOPA debe suministrar los consejos técnicos que se le requieran y desarrollar normas técnicas que especifiquen, entre otros aspectos, los criterios a ser considerados por las autoridades supervisoras al identificar las empresas a las que se aplicarán medidas macroprudenciales en la gestión del riesgo sistémico, y deberá definir

los requisitos específicos para el análisis de escenarios climáticos en las evaluaciones internas de riesgo y solvencia (ORSA) de las aseguradoras, especialmente en relación con la exposición a riesgos climáticos. Por su parte, la Comisión Europea deberá adoptar actos delegados que especifiquen el método para la extrapolación de la estructura temporal de los tipos de interés libre de riesgo, así como proponer actos delegados adicionales que regulen la aplicación de medidas de proporcionalidad, especialmente en cuanto a los requisitos de reporte y gobernanza para aseguradoras “pequeñas y no complejas”.

Referencias

- 1/ Véase: MAPFRE Economics (2023), *Ahorro global e inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 2/ Véase: MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 3/ Información obtenida de los informes de estabilidad financiera publicados por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) desde el año 2017.
- 4/ Véase: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023>
- 5/ Véase: <https://ratings.moodys.com/ratings-news/411110>
- 6/ Véase: <https://www.bnnbloomberg.ca/investing/2024/09/24/us-debt-dynamics-inconsistent-with-a-aaa-rating-moodys-says/>
- 7/ Véase: https://www.mof.go.jp/english/policy/jgbs/publication/debt_management_report/2021/index.html y https://www.moodys.com/research/Moodys-Japanese-life-insurers-post-profits-for-more-than-20--PR_385153
- 8/ Véase: MAPFRE Economics (2024), *El mercado asegurador latinoamericano en 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE. (Tabla 3.2.3-c, p. 214).
- 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>
- 11/ Véase el texto transaccional definitivo Solvencia II, en: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-5481-2024-INIT/en/pdf>
- 12/ En el caso de España, los cambios deberán ser transpuestos al ordenamiento jurídico español a través de la Ley de Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras (LOSSEAR) y el Real Decreto de Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras (RDSSEAR).

Índice de tablas y gráficas

Tablas

Tabla S-1	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2023	12
Tabla S-2	Mercados seleccionados: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2023	13
Tabla S-3	Mercados seleccionados: estructura desagregada de las carteras de inversión del negocio tradicional, 2022-2023	13
Tabla S-4	Mercados seleccionados: síntesis de la estructura de la cartera de inversiones por tipo de activo, 2022-2023	14
Tabla S-5	Mercados seleccionados: reasignación de activos, 2019-2023	15
Tabla S-6	Mercados seleccionados: reasignación de renta fija, 2019-2023	15
Tabla 2.1-a	Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2013-2023	24
Tabla 2.1-b	Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023	25
Tabla 2.1-c	Eurozona: mapa de calor de la evolución de la calidad crediticia de la cartera de bonos	26
Tabla 2.2	Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023	27
Tabla 2.3	Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2013-2023	28
Tabla 2.4-a	Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016-2023	30
Tabla 2.4-b	Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023	31
Tabla 2.5-a	España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2013-2023	32
Tabla 2.5-b	España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023	32
Tabla 2.6	Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2013-2023	34
Tabla 2.7	México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2013-2023	35
Tabla 3-a	Grupos aseguradores seleccionados: peso de las inversiones por tipo de negocio, 2022-2023	38
Tabla 3-b	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones 2022-2023	38
Tabla 3-c	Grupos aseguradores seleccionados: perfil de crédito de la cartera inversiones, 2023	39
Tabla 3-d	Grupos aseguradores seleccionados: cambios en el perfil de crédito de la cartera inversiones, 2022-2023	39
Tabla 4	Cargas brutas de capital aplicables a bonos por año de duración	41

Gráficas

Gráfica 1.1-a	Global: ahorro total bruto por niveles de renta	17
Gráfica 1.1-b	Global: descomposición del ahorro total	17
Gráfica 1.1-c	Global: ahorro privado por regiones económicas	18
Gráfica 1.1-d	Global: ahorro privado por niveles de renta	18
Gráfica 1.2	Global: brecha de ahorro total por niveles de renta	19
Gráfica 1.3-a	Global: descomposición del ahorro total, países post-dividendo demográfico	19
Gráfica 1.3-b	Global: descomposición del ahorro total, países avanzados en el dividendo demográfico	20
Gráfica 1.3-c	Global: descomposición del ahorro total, países en fase inicial del dividendo demográfico	20
Gráfica 1.3-d	Global: descomposición del ahorro total, países pre-dividendo demográfico	20
Gráfica 2-a	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2018-2023	23
Gráfica 2-b	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador respecto al PIB, 2018-2023	23
Gráfica 2.1-a	Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2013-2023	24
Gráfica 2.1-b	Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023	25
Gráfica 2.1-c	Eurozona: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2023	25
Gráfica 2.1-d	Eurozona: calidad crediticia de la cartera de bonos	26
Gráfica 2.2-a	Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023	27
Gráfica 2.2-b	Estados Unidos: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2023	28
Gráfica 2.3-a	Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2013-2023	29
Gráfica 2.3-b	Japón: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2023	29
Gráfica 2.4-a	Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016-2023	29
Gráfica 2.4-b	Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2023	30
Gráfica 2.4-c	Reino Unido: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2023	30
Gráfica 2.5-a	España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2013-2023	31
Gráfica 2.5-b	España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2013-2023	32
Gráfica 2.5-c	España: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2023	32
Gráfica 2.6-a	Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2013-2023	33
Gráfica 2.6-b	Brasil: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2023	33
Gráfica 2.7-a	México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2013-2023	34

Gráfica 2.7-b	México: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2023	34
Gráfica 3-a	Grupos aseguradores seleccionados: cartera de inversiones agregada, 2022-2023 . . .	37
Gráfica 3-b	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2023	37
Gráfica 3-c	Grupos aseguradores seleccionados: variación en la tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2022-2023	38
Gráfica 3-d	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones, 2023	38
Gráfica 4	Cargas de capital por año de duración: bonos grado de inversión	42

Otros informes de MAPFRE Economics

- MAPFRE Economics (2024), *El mercado asegurador latinoamericano en 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *Panorama económico y sectorial 2024: actualización de previsiones hacia el cuarto trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *El mercado español de seguros en 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *Demografía: un análisis de su impacto en la actividad aseguradora*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *Ranking de ingresos de los mayores grupos aseguradores europeos 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *Entorno de riesgos 2024-2026: tipología y análisis*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *Perspectivas de los regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2023), *GIP-MAPFRE 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2023), *Mercados inmobiliarios y sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *Covid-19: un análisis preliminar de los impactos demográficos y sobre el sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *Sistemas de pensiones en perspectiva global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Envejecimiento poblacional*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Índice Global de Potencial Asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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