

Fundación **MAPFRE**

AHORRO GLOBAL  
E INVERSIONES DEL  
SECTOR ASEGURADOR

**MAPFRE** Σeconomics





# **Ahorro global e inversiones del sector asegurador**

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

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

Citar como:  
MAPFRE Economics (2023), *Ahorro global e inversiones del sector  
asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta: iStock

© De los textos:  
MAPFRE Economics - [mapfre.economics@mapfre.com](mailto: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:  
2023, Fundación MAPFRE  
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid  
[www.fundacionmapfre.org](http://www.fundacionmapfre.org)

Junio, 2023.

# MAPFRE Economics

**Manuel Aguilera Verduzco**

Director General

[avmanue@mapfre.com](mailto:avmanue@mapfre.com)

**Ricardo González García**

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

[ggricar@mapfre.com](mailto:ggricar@mapfre.com)

**Gonzalo de Cadenas Santiago**

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

[gcaden1@mapfre.com](mailto:gcaden1@mapfre.com)

**José Brito Correia**

[jbrito@mapfre.com](mailto:jbrito@mapfre.com)

**Begoña González García**

[bgonza2@mapfre.com](mailto:bgonza2@mapfre.com)

**Isabel Carrasco Carrascal**

[icarra@mapfre.com.mx](mailto:icarra@mapfre.com.mx)

**Fernando Mateo Calle**

[macafee@mapfre.com](mailto:macafee@mapfre.com)

**Rafael Izquierdo Carrasco**

[rafaizq@mapfre.com](mailto:rafaizq@mapfre.com)

**Eduardo García Castro**

[gcedua1@mapfre.com](mailto:gcedua1@mapfre.com)

**Johannes Ricardo Rojas Díaz**

[jrroja1@mapfre.com](mailto:jrroja1@mapfre.com)

**Mariano Borda Reyna**

**Sofía Gil Sánchez**

**Fernando Rodríguez Sanz**

**Pablo Carmona Priego**

**Rodrigo Clemente Ribeiro Da Silva**

**Elena de Andrés Morala**



# Contenido

<b>Presentación</b> .....	9
<b>Resumen ejecutivo</b> .....	11
<b>1. Una valoración sobre el ahorro global</b> .....	17
1.1 El ahorro global .....	17
1.2 La brecha del ahorro .....	17
1.3 Estructura del ahorro global .....	18
1.4 El ahorro por regiones económicas .....	18
1.5 Una conclusión preliminar .....	19
<b>2. Estructura de las carteras de inversiones del sector asegurador en mercados seleccionados</b> .....	21
2.1 Eurozona .....	22
2.2 Estados Unidos .....	24
2.3 Japón .....	27
2.4 Reino Unido .....	28
2.5 España .....	31
2.6 Brasil .....	33
2.7 México .....	34
<b>3. Estructura de las carteras de inversiones a nivel de grupos aseguradores</b> .....	37
<b>4. Cargas de capital por inversiones aplicables en la Unión Europea</b> .....	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
<b>Referencias</b> .....	45
<b>Índice de tablas, gráficas y recuadros</b> .....	47





# Presentación

El presente informe, presenta una valoración del ahorro global, en el que, luego de tres años de la pandemia del Covid-19, se aprecia que, pese a que el ahorro global y la brecha estructural de ahorro se mantienen intactas de manera agregada, se presentaron cambios entre regiones en el mundo. El sector asegurador es reconocido como uno de los principales 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 (*liability-driven investment strategies*), con el objetivo de lograr un adecuado casamiento en plazos, divisas y tipos de interés entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan. Con ello, las entidades aseguradoras apoyan el proceso de inversión en la economía, por medio de un flujo estable de recursos que provee financiación de largo plazo a proyectos que impulsan la actividad económica, y contribuyen igualmente a la estabilidad del sistema financiero, operando como un mecanismo que reduce la prociclicidad en situaciones de estrés o crisis en la economía.

A partir de ese marco general, el informe ofrece una visión de la distribución y perfil del riesgo, según la tipología de los activos, de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras, en una selección de mercados en las grandes regiones a nivel global. Este análisis amplía y actualiza la información contenida en informes previos, e incluye los mercados de la Eurozona, Estados Unidos, Japón, Reino Unido, España, Brasil y México. Asimismo, como en otras ediciones de este informe, se ha incorporado un análisis de las carteras de inversión para una selección de grupos aseguradores internacionales, la cual incluye información sobre la calificación crediticia de las carteras en las que invierten.

**MAPFRE Economics**



# Resumen ejecutivo

## Ahorro global

Tres años después de la pandemia del Covid-19 se aprecia que, pese a que el ahorro global y la brecha estructural de ahorro se mantienen intactas de manera agregada, se presentaron cambios entre regiones. Por una parte, los países de rentas medias y altas redujeron o mantuvieron su brecha de ahorro, en tanto que los de rentas bajas la ampliaron. Los que mantuvieron o redujeron su brecha estructural de ahorro, inicialmente lo hicieron gracias a un incremento del ahorro privado y público (en 2020). No obstante, en 2022, este incremento se debió fundamentalmente a las transferencias del sector público hacia el privado, mientras que este último (el ahorro privado) continúa reduciéndose de manera incesante. Este efecto de compensación, sin embargo, parece estar agotándose, como corresponde con el incipiente cambio en la política fiscal global, dado que los ahorros públicos y privados continúan corrigiendo a la baja en 2022, esperándose que la tendencia se consolide y regrese, a medida que nos adentremos en el año 2024, a la estructura que tenía el ahorro global antes de la pandemia.

Un período 2023-2024 con una estructura del ahorro global como la que existía en 2019, sin margen para la transferencia de ahorro desde el sector público (debido a la racionalización fiscal) y en un entorno de tipos de interés mucho más elevados que antes, tendrá un efecto relevante en la actividad económica y en los costes de financiación, los cuales debieran empezar a resentirse en 2023. De esta forma, es previsible que el impacto de la política monetaria (actualmente ya en terreno restrictivo a nivel global), sin espacio fiscal y sin un margen en el ahorro, produzcan un ajuste mayor al que se ha visto en el pasado.

## Inversiones del sector asegurador

En 2022, se produjeron grandes correcciones en la valoración de las principales categorías de activos en los que invierten las entidades aseguradoras. Las subidas aceleradas de tipos de interés por parte de los principales bancos centrales y el comienzo de los programas de reducción cuantitativa de sus balances en alguno de ellos (principalmente la Reserva Federal de los Estados Unidos) para luchar contra el fuerte repunte de la inflación, provocada por los amplios paquetes de ayudas previas monetarias y fiscales implementados a consecuencia de la pandemia y alimentada posteriormente por los cuellos de botella en la oferta por el proceso de reapertura económica y por el estallido de la guerra en Ucrania, provocaron un ajuste en los mercados financieros que afectó de forma negativa tanto a la valoración de los bonos soberanos y corporativos, como a la renta variable y otras inversiones alternativas con una profundidad y con una sintonía sin precedentes cercanos. Este efecto se vio amplificado por el repunte en las primas de riesgo derivadas de la incertidumbre geopolítica por la invasión.

A efectos de solvencia, es de destacar que el deterioro en las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras sufrido en 2022, fue compensado parcialmente por el efecto positivo que el cambio de orientación hacia un endurecimiento de la política monetaria tuvo sobre la valoración de las provisiones técnicas, las cuales cayeron sustancialmente al descontar los flujos de los pasivos proyectados con tipos de descuento más altos. Aunque el efecto neto de ambos factores sobre los fondos propios a nivel sectorial, en general, redujo los ratios de solvencia respecto del año previo, el sector asegurador ha seguido manteniendo una sólida posición de solvencia.

Como en anteriores versiones, 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 mercados desarrollados (Japón, la Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España) como mercados emergentes (Brasil y México). Como se observa en la Tabla S-1, se trata de un conjunto de mercados que ofrecen un diferente nivel de desarrollo relativo, destacando los mercados del Reino Unido y Japón, en los que el peso de las inversiones gestionadas por el sector asegurador es mayor en relación con su PIB, junto con los mercados de la Eurozona y de Estados Unidos que son los que presentan mayor volumen de inversiones gestionadas en valores absolutos. Cabe señalar que, en el caso del mercado de Japón, se han considerado solo las inversiones de las entidades aseguradoras de Vida, que representan en torno al 92% de las inversiones totales del sector.

La información relativa a las inversiones en estos mercados aseguradores se presenta, cuando es posible, distinguiendo la cartera *tradicional* de inversiones (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 las que se denomina cartera de negocio tipo *unit-linked* (que incluye tanto los productos “unit linked” en sentido estricto, como otros productos del tipo “variable annuity”, en los que también existe una asunción del riesgo de inversión por parte del

**Tabla S-1**  
**Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2022**  
 (millones de euros)

Mercado	Inversiones	PIB	% del PIB
Reino Unido	2.562.660	2.719.387	94,2 %
Japón	2.639.335	3.749.309	70,4 %
Eurozona	7.211.718	13.378.753	53,9 %
Estados Unidos	7.722.584	22.551.865	34,2 %
España	263.165	1.328.922	19,8 %
Brasil	242.186	1.704.053	14,2 %
México	72.865	1.252.357	5,8 %

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

**Tabla S-2**  
**Mercados seleccionados: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2022**  
 (%)

Tipo de negocio	Eurozona	Estados Unidos	Reino Unido	España
Cartera negocio tradicional	79,9 %	74,5 %	43,9 %	88,1 %
Cartera negocio unit-linked	20,1 %	25,5 %	56,1 %	11,9 %

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

tomador del seguro, son gestionados en cuentas separadas y las inversiones se materializan en unidades de fondos de inversión).

En particular, ha sido posible presentar tal distinción en los mercados aseguradores que se incluyen en la Tabla S-2. Excepto en el Reino Unido, las inversiones que respaldan seguros de Vida inversión en los que los tomadores asumen el riesgo financiero de las carteras asignadas a sus pólizas representan un porcentaje sustancialmente inferior al negocio tradicional, pero en 2022 han seguido ganando peso tanto en el conjunto de la Eurozona y, particularmente, en España. En los Estados Unidos, por su parte, aunque su peso relativo ha sufrido una reducción en 2022, mantienen una importancia significativa (25,5% de la cartera total), al ser habituales los productos denominados “variable annuities”, en los que, en mayor o menor medida, el tomador asume riesgos financieros en la fase de acumulación dependiendo de las garantías que incorporen<sup>1</sup>. Por lo que toca a Reino Unido, el porcentaje en 2022 se ha reducido ligeramente respecto del año previo, pero continúa siendo el mercado con un mayor peso de productos del tipo “unit-linked”, quedando por encima del 56,1% en los dos últimos años.

En las carteras de seguros de Vida inversión del tipo “unit-linked” o asimiladas (incluidos los productos denominados “variable annuities” que, en los Estados Unidos, se gestionan en cuentas separadas de la cartera de inversiones del balance y del resto de los activos), el riesgo y las decisiones de inversión no recaen en la entidad aseguradora, sino que se ven influidas por las decisiones que adoptan los tomadores del seguro. Por este motivo, una vez se ha determinado la cartera de inversiones

**Tabla S-3**  
**Mercados seleccionados: estructura desagregada de las**  
**carteras de inversión del negocio tradicional, 2021-2022**  
 (%)

Tipo de activo	Eurozona		Estados Unidos		Japón		Reino Unido		España	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Renta fija corporativa	24,7 %	23,5 %	40,9 %	47,5 %	6,9 %	6,5 %	33,4 %	32,9 %	19,9 %	21,2 %
Renta fija soberana	28,9 %	25,6 %	20,5 %	14,8 %	41,2 %	43,7 %	18,2 %	16,6 %	52,6 %	51,2 %
Renta variable	14,9 %	18,6 %	15,0 %	13,6 %	6,1 %	5,9 %	6,7 %	5,9 %	6,7 %	7,4 %
Préstamos	4,9 %	5,1 %	10,0 %	10,5 %	7,1 %	7,4 %	10,0 %	10,0 %	0,5 %	0,7 %
Depósitos y tesorería	1,9 %	1,9 %	4,6 %	4,6 %	2,9 %	3,0 %	9,3 %	10,2 %	6,0 %	5,1 %
Inmuebles	1,6 %	1,7 %	0,5 %	0,5 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %	2,0 %	3,5 %	4,0 %
Fondos de inversión	20,5 %	20,5 %			2,2 %	2,4 %	20,6 %	22,3 %	12,7 %	12,6 %
Otras inversiones	2,6 %	3,1 %	8,4 %	8,5 %	32,1 %	29,5 %	0,1 %	0,1 %	-1,9 %	-2,2 %

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

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 aseguradores de Japón, la Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España (véase la Tabla S-3).

Conforme a esta información, vuelve a destacar el mercado asegurador de los Estados Unidos, por el peso predominante que tienen las inversiones en renta fija corporativa en este mercado, muy por encima del resto de los mercados aseguradores de las economías desarrolladas y que, en 2022, se incrementó de forma significativa hasta alcanzar el 47,5% de sus inversiones, frente al 40,9% del año anterior. La profundidad y amplitud del mercado de capitales de este país ofrece más posibilidades a la hora de acceder y facilitar la liquidez de las emisiones de este tipo de activos financieros, con una amplia variedad en cuanto a duraciones y niveles de calidad crediticia.

El mercado asegurador japonés, por su parte, sigue presentando un elevado porcentaje de inversiones en moneda extranjera, incluidas en

el rubro de *Otras inversiones*, las cuales suponen el 29,5% de su cartera total, habiendo experimentado una reducción de 2,6 puntos porcentuales (pp) respecto al año previo. 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). Sin embargo, el prolongado entorno de bajos tipos de interés ha hecho muy difícil mantener el retorno de las inversiones y alinear, al mismo tiempo, la duración de activos y pasivos, teniendo en cuenta que todavía subsisten carteras antiguas con altos tipos de interés garantizados. La reacción de las entidades aseguradoras en este entorno ha ido en la dirección de incrementar sus inversiones en el extranjero, principalmente en bonos de Estados Unidos, en busca de mayores rendimientos, buscando con ello cumplir con sus obligaciones de intereses garantizados. Esto ha provocado que las aseguradoras que operan en Japón se encuentren más expuestas a los mercados internacionales y al riesgo de las oscilaciones de los tipos de cambio. No obstante, en 2022, el mantenimiento de una política monetaria laxa en ese país, en un contexto de fuerte endurecimiento monetario por parte de los Estados Unidos, ha provocado grandes depreciaciones en el yen japonés frente al dólar, jugando a favor de las entidades aseguradoras de Vida niponas que han encontrado una oportunidad para realizar una rotación de sus carteras hacia bonos japoneses

**Tabla S-4**  
**Mercados seleccionados: síntesis de la estructura de la**  
**cartera de inversiones por tipo de activo, 2021-2022**  
 (%)

Tipo de activo	Eurozona		Estados Unidos		Japón		Reino Unido		España		Brasil		México	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Renta fija	53,6 %	49,1 %	61,5 %	62,3 %	48,1 %	50,3 %	51,6 %	49,5 %	72,5 %	72,5 %	9,3 %	9,3 %	79,7 %	79,4 %
Renta variable	14,9 %	18,6 %	15,0 %	13,6 %	6,1 %	5,9 %	6,7 %	5,9 %	6,7 %	7,4 %	3,7 %	3,6 %	16,7 %	16,5 %
Préstamos	4,9 %	5,1 %	10,0 %	10,5 %	7,1 %	7,4 %	10,0 %	10,0 %	0,5 %	0,7 %	-	-	1,7 %	1,8 %
Depósitos y tesorería	1,9 %	1,9 %	4,6 %	4,6 %	2,9 %	3,0 %	9,3 %	10,2 %	6,0 %	5,1 %	0,3 %	0,3 %	0,5 %	0,9 %
Inmuebles	1,6 %	1,7 %	0,5 %	0,5 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %	2,0 %	3,5 %	4,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	1,3 %
Fondos de inversión	20,5 %	20,5 %	0,0 %	0,0 %	2,2 %	2,4 %	20,6 %	22,3 %	12,7 %	12,6 %	86,7 %	86,7 %	0,0 %	0,0 %
Otras inversiones	2,6 %	3,1 %	8,4 %	8,5 %	32,1 %	29,5 %	0,1 %	0,1 %	-1,9 %	-2,2 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %

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

emitidos en yenes, realizando las plusvalías generadas en los bonos emitidos en dólares sin cobertura de tipos de cambio. Por último, debe señalarse que entre los mercados desarrollados considerados en el análisis, el mercado español continúa presentando la mayor proporción de su cartera de inversiones en renta fija, con una mayor concentración de renta fija soberana.

Por otra parte, la Tabla S-4 presenta, para el conjunto de los mercados analizados en este informe, el resumen de la estructura de la cartera de inversiones por tipo de activo. Como es habitual, destaca el alto nivel de concentración de las inversiones en renta fija

(corporativa y soberana) a lo largo de la muestra. Como antes se apuntó, esta posición preeminente de la renta fija 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 las características del pasivo, con el propósito de lograr un adecuado casamiento en plazo y tipo de interés entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan. En este sentido, la reponderación de las carteras de las aseguradoras entre diferentes tipos de activos suele ser marginal por la necesidad de casamiento de plazos, tipos y monedas con su pasivo, y por los consumos de capital

**Tabla S-5**  
**Mercados seleccionados: reasignación de activos, 2018-2022**  
 (variación en puntos porcentuales)

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

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

**Tabla S-6**  
**Mercados seleccionados: reasignación de renta fija, 2018-2022**  
 (variación en puntos porcentuales)

Tipo de activo	Reino Unido	Japón	Eurozona	Estados Unidos	España
Renta fija corporativa	● -1,1	● -0,4	● -4,3	● -4,0	● 0,7
Renta fija soberana	● -3,1	● 2,7	● -5,3	● 1,1	● -3,8

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

(mitigación de riesgo de tipos). Por ello, las variaciones entre categorías de activos suelen ser de pequeña dimensión. Sin embargo, debajo de esta estabilidad entre clases de activos no es extraño que se produzcan rotaciones, especialmente en duración, en aquellas carteras en las que esto es factible, en anticipación a los movimientos de tipos de interés de mercado y de los bancos centrales (por motivos de control inflacionario), y también, en alguna medida, reponderaciones por *rating* (mitigación del riesgo de crédito del emisor).

En un análisis de medio plazo, a lo largo del período 2018-2022 (véase la Tabla S-5) se puede observar que los movimientos entre clases de activos es algo mayor que en el período 2021-2022, destacando el incremento en el peso de la renta variable en la Eurozona (de 5,9 pp), coincidiendo con el entorno prolongado de bajos tipos de interés, el cual comenzó a cambiar en julio de 2022 y cuyos efectos posiblemente se vean en los próximos años por la probable rotación de regreso hacia los bonos soberanos y corporativos por el aumento de su rentabilidad. En cualquier caso, los movimientos siguen siendo limitados, una vez superado el momento de entrada en vigor de Solvencia II, en el que hubo variaciones más significativas en la Eurozona, al confluir factores clasificatorios junto con una reasignación de activos para adaptarse al nuevo entorno de capital basado en riesgos y en valoraciones consistentes con el mercado.

En este análisis de medio plazo se observan, igualmente, algunos movimientos significativos en los pesos de la renta fija soberana y corporativa en la Eurozona (véase la Tabla S-6), los cuales presentan una caída, al tiempo que aumenta el peso de la renta variable y los activos gestionados a través de fondos de inversión.

Por último, como complemento de lo anterior y dando seguimiento al análisis realizado en versiones previas de este informe<sup>2</sup>, 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 2022. Este análisis muestra, además, información comparada del *rating* de los activos de renta fija y su variación respecto del año anterior, con el fin de ofrecer una visión más profunda en la comparativa sobre su perfil de riesgo.





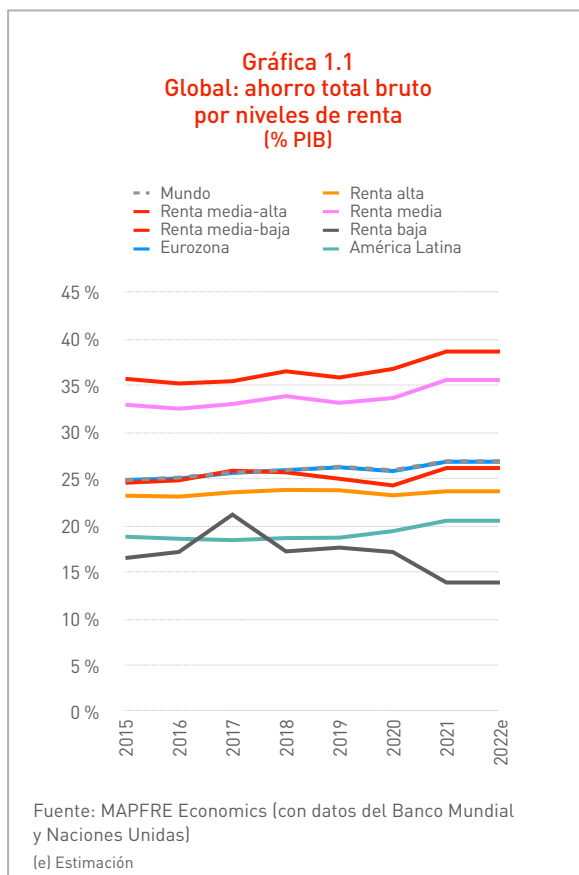
# 1. Una valoración sobre el ahorro global

## 1.1 El ahorro global

Tras haber superado la emergencia sanitaria que implicó la pandemia del Covid-19, la situación global del ahorro se inserta en un contexto en el que la economía global se adentra en un período de elevada inflación, el cual ha producido el endurecimiento de la política monetaria a nivel global, en un contexto de vulnerabilidad debida, en buena medida, a la ausencia de márgenes en los niveles de ahorro. De esta forma, el ahorro bruto total permanece, en términos globales, prácticamente inalterado en el entorno del 28% del PIB. No obstante, esta aparente estabilidad esconde dinámicas diferenciadas cuando se examina lo que ha ocurrido por regiones económicas en el mundo.

Como se presenta en la Gráfica 1.1, el ahorro total bruto se incrementa, en términos de PIB,

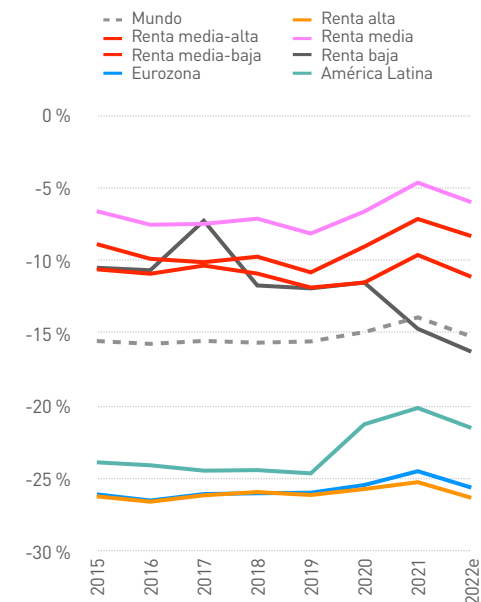
entre 200 y 300 puntos básicos (pbs) en los países de renta media (baja y alta). Entre estos países se encuentran fundamentalmente los mercados emergentes asiáticos (33% -35%), los emergentes de Europa de Este y los de América Latina, que ven crecer su ahorro en 200 pbs, hasta el 21%, lo que sigue siendo diferencialmente modesto comparado con los países de renta per cápita equivalente. En el otro lado de la balanza, se observa cómo los países de rentas bajas (en general, los del continente africano y algunos países de Asia central) ven reducirse su ahorro total en más de 300 pbs del PIB. Ello los ubica en un exiguo 15% del PIB, la mitad del necesario para converger al resto del mundo en inversión y crecimiento. Finalmente, en el centro de la balanza se sitúan los países de rentas altas, los cuales, en general, mantienen invariante su proporción de ahorro total sobre el PIB a lo largo del tiempo.



## 1.2 La brecha del ahorro

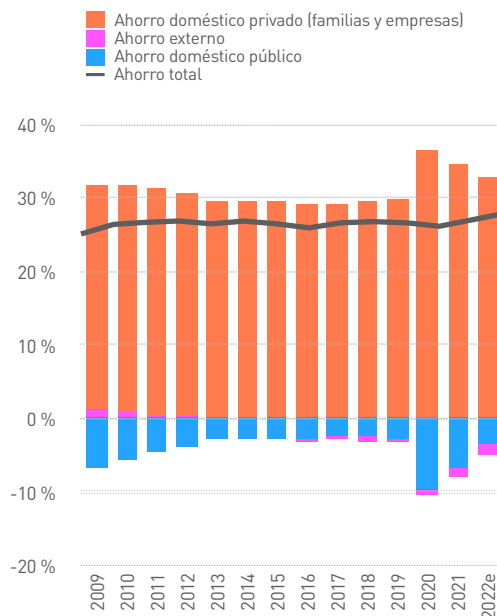
La evolución del ahorro adquiere matices diferentes cuando se le compara contra el ahorro necesario para atravesar el ciclo vital, lo que hemos denominado el "Ahorro Modigliani"<sup>3</sup>. En este sentido, como se aprecia en la Gráfica 1.2, las regiones que incrementaban su ahorro (los países de rentas medianas) también reducían su brecha de ahorro estructural; esto es, la diferencia entre el ahorro efectivo y el necesario según la teoría del ciclo vital de Modigliani. Estos países reducen su brecha de ahorro en una proporción similar a la que aumentaba el ahorro privado (cerca de 200 a 300 pbs), salvo en aquellos países en los que el efecto del Covid-19 sobre la población redujo las necesidades vitales de ahorro, como es el caso de América Latina. En esta región en particular, el efecto conjunto del ligero aumento del ahorro y el decremento del Ahorro Modigliani, redujo su brecha de ahorro en 500 pbs, hasta el 20%. Los países más ricos, entre ellos la Eurozona, han visto su brecha de ahorro estable en el entorno al 25% durante todo el periodo. Por su parte, los países más

**Gráfica 1.2**  
Global: brecha de ahorro total por niveles de renta (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (estimaciones propias de "Ahorro Modigliani" y datos del Banco Mundial)  
(e) Estimación

**Gráfica 1.3**  
Global: descomposición del ahorro global (% PIB)



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

pobres han visto ampliarse la diferencia entre el ahorro necesario y el efectivo, pasando desde el 11% hasta el 16% del PIB.

Estos ajustes fueron especialmente evidentes durante los años 2020 y 2021, como consecuencia de los efectos del Covid-19, dada la alteración de la esperanza de vida<sup>4</sup>, la transferencia masiva de ahorro desde el sector público al privado y la caída del consumo debido a las restricciones a la movilidad impuestas para controlar los efectos sanitarios de la pandemia. Asimismo, dichos ajustes no consideran totalmente lo acaecido en el año 2022, aunque sí comienza a verse un nuevo cambio de tendencia que parece anticipar una corrección de las dinámicas arriba descritas. En este sentido, será necesario esperar a los datos del 2023 para confirmar la permanencia de dicha tendencia.

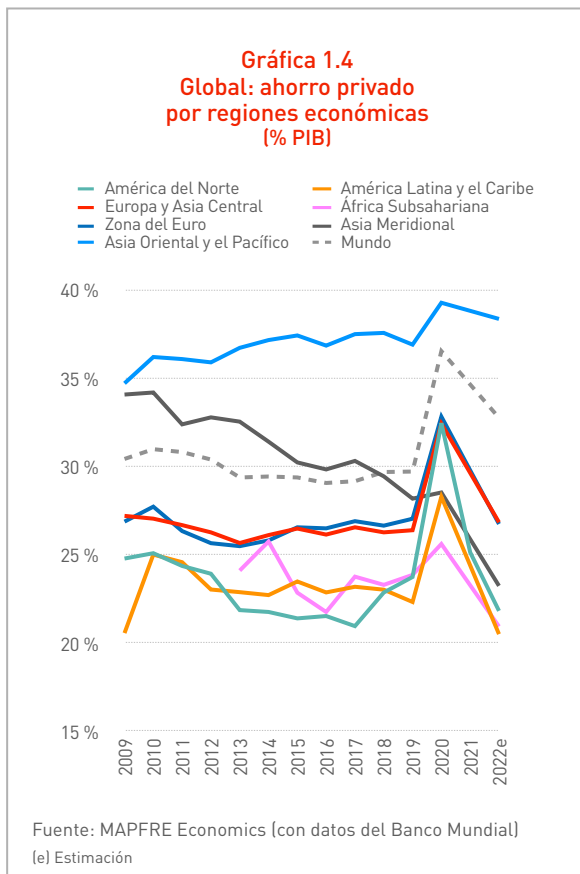
### 1.3 Estructura del ahorro global

La Gráfica 1.3 ilustra la descomposición del ahorro global entre ahorro privado y el (des)ahorro público. Conforme a esta información, se comprueba que el ahorro

global bruto privado se ha reducido en torno a 400 pbs con respecto a los máximos alcanzados durante la pandemia del Covid-19. No obstante, en 2022, este aún era del 33%, es decir, 300 pbs por encima de su media histórica. El sector público complementaba la insuficiencia del ahorro privado aportando transferencias e infraestructura pública; por lo tanto, desahorraba un 10% del PIB global en 2020. En este momento, ese desahorro se sitúa en torno al 4% del PIB global, por lo que, aunque aporta, lo hace en 600 pbs menos de lo que lo hacía tres años antes. Lo anterior, aunque constituye un ajuste fiscal relevante, sigue complementando el ahorro global en 100 pbs más de lo que históricamente lo había venido haciendo.

### 1.4 El ahorro por regiones económicas

Ahora bien, examinando la dinámica del ahorro privado por grandes regiones económicas (véase la Gráfica 1.4), se observa que, desde el año 2020 cuando se alcanzaron los máximos globales debido a la ausencia de movilidad y consumo por la pandemia del Covid-19, y hasta



el año 2022, se produjo en términos globales un ajuste agregado de cerca de 400 pbs, hasta ubicarlo en 33% del PIB, siendo los protagonistas de este ajuste Norteamérica, Europa en general y América Latina, en ese orden. La región de los emergentes asiáticos, por su parte, mantuvo la proporción de ahorro privado sobre PIB diferencialmente elevada. Aun así, no fue suficiente para evitar una contracción del ahorro global agregado, como antes se señaló. Dado que los países ricos y América Latina contrajeron su ahorro privado, pero mantuvieron o incluso redujeron su brecha estructural de ahorro, es evidente que esto último se hizo a costa de extensivos impulsos fiscales que compensaron el ahorro privado (en declive con uno público en auge), tal y como lo revela el fuerte incremento de déficit público y la deuda en estas regiones.

### 1.5 Una conclusión preliminar

En conclusión, tres años después de la pandemia del Covid-19 se aprecia que, pese a que el ahorro global y la brecha estructural de ahorro se mantienen intactas de manera agregada, se presentaron cambios entre

regiones. Por una parte, los países de rentas medias y altas redujeron o mantuvieron su brecha de ahorro, en tanto que los de rentas bajas la ampliaron. Los que mantuvieron o redujeron su brecha estructural de ahorro, inicialmente lo hicieron gracias a un incremento del ahorro privado y público (en 2020). No obstante, en 2022, este decremento se debió fundamentalmente a las transferencias del sector público hacia el privado, mientras que este último (el ahorro privado) continúa reduciéndose de manera incesante. Este efecto de compensación, sin embargo, parece estar agotándose, como corresponde con el incipiente cambio en la política fiscal global, dado que los ahorros públicos y privados continúan corrigiendo a la baja en 2022, esperándose que la tendencia se consolide y regrese, a medida que nos adentremos en el año 2024, a la estructura que tenía el ahorro global antes de la pandemia.

Un período 2023-2024 con una estructura del ahorro global como la que existía en 2019, sin margen para la transferencia de ahorro desde el sector público (debido a la racionalización fiscal) y en un entorno de tipos de interés mucho más elevados que antes, tendrá un efecto relevante en la actividad económica y en los costes de financiación, los cuales debieran empezar a resentirse en 2023. De esta forma, es previsible que el impacto de la política monetaria (actualmente ya en terreno restrictivo a nivel global), sin espacio fiscal y sin un margen en el ahorro, produzcan un ajuste mayor al que se ha visto en el pasado.

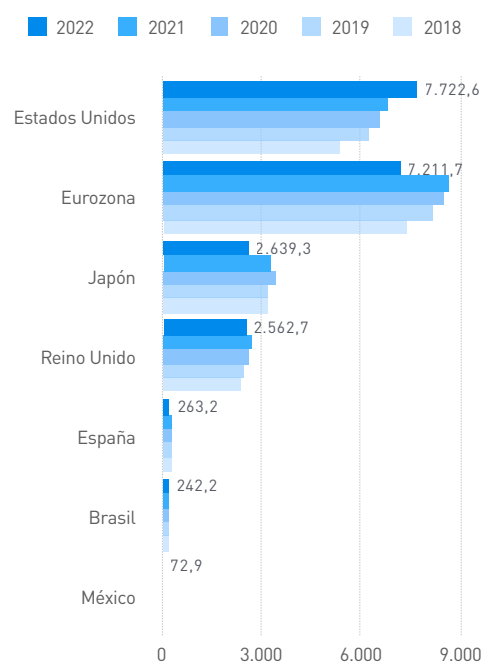


## 2. Estructura de las carteras de inversiones del sector asegurador en mercados seleccionados

Los mercados aseguradores considerados para efectos de este análisis representaron, de manera agregada en 2022, inversiones por un importe de 20.715 millardos de euros, frente a 21.965 millardos al cierre de 2021, lo que supone una caída del -5,7% (véase la Gráfica 2-a). En esta disminución han influido las significativas correcciones en la valoración de las principales categorías de activos vividas en 2022, a consecuencia de las subidas aceleradas de tipos de interés por parte de los principales bancos centrales y el comienzo de los programas de reducción cuantitativa de sus balances para luchar contra el fuerte repunte de la inflación. Esta situación provocó un ajuste en los mercados financieros, afectando de forma negativa tanto a la valoración de los bonos soberanos y corporativos, como a la renta variable y otras inversiones alternativas con una profundidad y con una sintonía sin precedentes cercanos. Cabe señalar que este efecto se vio amplificado por el repunte en las primas de riesgo derivadas de la incertidumbre geopolítica por la invasión de Ucrania por parte de Rusia, así como por los programas de contracción cuantitativa de los bancos centrales.

Este entorno tuvo un fuerte impacto en la valoración de las principales categorías de activos en las que invierten las entidades aseguradoras, como son los bonos soberanos y corporativos de alta calidad crediticia, pero también de otros activos financieros como la renta variable cotizada. Una corrección tan fuerte de estas categorías de activos en un mismo año es algo inédito. Sin embargo, el volumen total de inversiones de algunos mercados aseguradores, como el de Estados Unidos, Brasil y México, no llegaron a retroceder. Destaca el caso de Estados Unidos, en el que la apreciación del dólar frente al euro actuó de forma positiva, incrementando el valor de las inversiones al transformar las cifras en euros. Los mercados de seguros de Brasil y México también se vieron favorecidos por la apreciación de sus monedas frente al euro, aunque en menor medida.

Gráfica 2-a  
Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2018-2022 (millardos de euros)

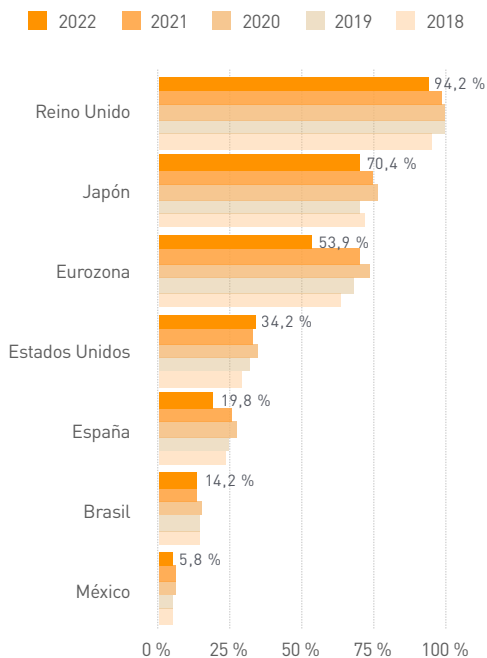


Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA, ICEA, BoE, NAIC, LIAJ, SUSEP, y CNSF)

Este mismo comportamiento puede apreciarse cuando se hace la comparativa teniendo en cuenta el peso que representa el volumen de las inversiones gestionadas por el sector asegurador en proporción al PIB, en la que sigue destacando el mercado del Reino Unido, a pesar del retroceso sufrido en los dos últimos años (véase la Gráfica 2-b). Es de destacar, no obstante, que 2020 fue un año peculiar por el abrupto retroceso del PIB a consecuencia de los confinamientos por la pandemia, lo que distorsiona en cierta medida la comparativa en ese año.

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

**Gráfica 2-b**  
**Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador respecto al PIB, 2018-2022**  
 (% del PIB)



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

el mercado de la Eurozona, la fuente ha sido la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA); para el Reino Unido, el Banco de Inglaterra (BoE), para 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 2012-2022. Para el caso del mercado asegurador de los Estados Unidos, la información ha sido tomada de la que publica la Asociación Nacional de Comisionados de Seguros (NAIC); en el caso de Brasil, la fuente de los datos ha sido la Superintendencia de Seguros Privados (SUSEP), y para el mercado mexicano de seguros, el organismo de supervisión, la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF).

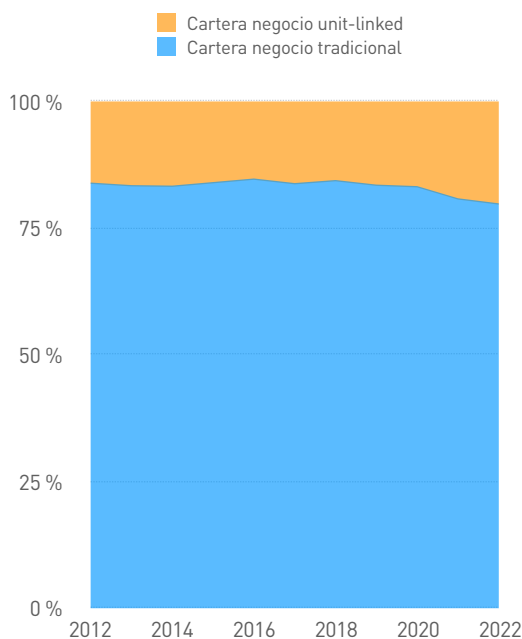
Por último, en el caso de Japón, a diferencia de anteriores reportes, se ha utilizado únicamente la información de la asociación de aseguradoras de Vida (*The Life Insurance Association of Japan*, LIAJ), por lo que la información mostrada corresponde a la cartera de inversiones de las entidades aseguradoras de ese segmento del mercado, las cuales suponen un porcentaje

ligeramente superior al 92% de las inversiones de todo el sector asegurador nipón entre los años 2011 a 2021. La demora en disponer de la información y el peso poco relevante de las carteras de inversiones de las aseguradoras de No Vida japonesas es el motivo por el que en el presente informe se ha decidido presentar la información de las carteras de Vida, corrigiendo correlativamente las series históricas de Japón presentadas en anteriores informes.

## 2.1 Eurozona

En los mercados aseguradores que integraban la Eurozona al cierre de 2022 (Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal), la evolución de la cartera de inversión por tipo de negocio asegurador (distinguiendo el negocio tradicional y el “unit-linked”), a lo largo del periodo 2012-2022, se muestra en la Tabla 2.1-a y en la Gráfica 2.1-a. De acuerdo con esta información, a lo largo del período 2012-2022 la cartera del negocio “unit-linked”, en el que el tomador asume el riesgo de

**Gráfica 2.1-a**  
**Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2012-2022**  
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

**Tabla 2.1-a**  
**Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2012-2022**  
(%)

Tipo de negocio	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Cartera negocio tradicional</b>	84,0 %	83,5 %	83,4 %	84,1 %	84,8 %	83,9 %	84,5 %	83,6 %	83,3 %	80,9 %	79,9 %
<b>Cartera negocio unit-linked</b>	16,0 %	16,5 %	16,6 %	15,9 %	15,2 %	16,1 %	15,5 %	16,4 %	16,7 %	19,1 %	20,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

la inversión, ha experimentado un aumento significativo en el peso de la cartera de inversiones total, en lo que ha influido el prolongado entorno de bajos tipos de interés que ha vivido la Eurozona durante la última década. Cabe señalar que este incremento ha sido especialmente relevante en los dos últimos años.

En lo relativo a la evolución de la estructura de la cartera de inversiones tradicional por tipo de activos a lo largo del período 2016-2022, destaca el aumento de 9,3 puntos porcentuales (pp) en las inversiones gestionadas a través de fondos de inversión, que fue acompañada por un retroceso de las inversiones en renta fija corporativa de -6,3 pp, y en renta fija soberana de -5,5 pp. El porcentaje de las inversiones en renta variable en ese período se incrementó en 1,3 pp. Debe puntualizarse que, en la Eurozona (y en general en todos los mercados aseguradores), las inversiones en renta fija (ya sea directa o través de fondos de inversión) siguen manteniendo una posición preeminente dentro de la estructura de las inversiones de la industria aseguradora, 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 plazos, divisas y tipo de interés entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan.

En el presente reporte se ha acortado el período de análisis respecto al presentado en el año anterior. Lo anterior, con el propósito de hacerlo coincidir con el momento de entrada en vigor de Solvencia II en 2016, dada la ruptura de la serie que representó ese momento, por la forma de presentar la información y por las nuevas cargas de capital asociadas a los diferentes tipos de activos, lo que habría producido una cierta reasignación de inversiones para adaptarse al nuevo régimen (véanse la Tabla 2.1-b y la Gráfica 2.1-b).

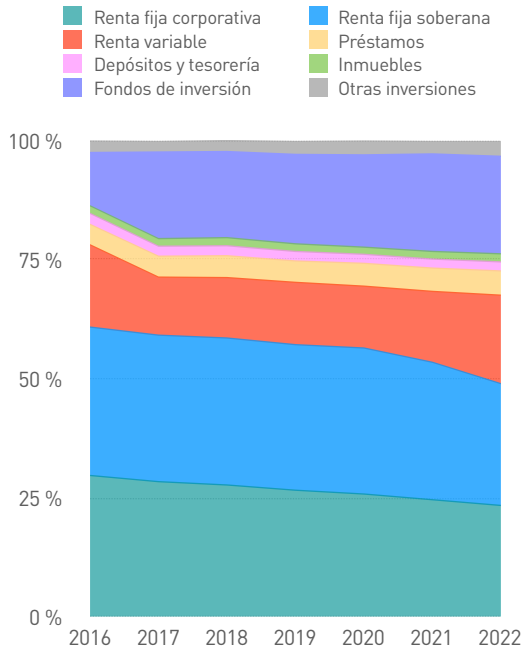
Por último, la Gráfica 2.1-c ilustra la estructura desglosada de la cartera de inversiones asociada al negocio asegurador tradicional por tipo de activo en la Eurozona. A diferencia de

**Tabla 2.1-b**  
**Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2012-2022**  
(%)

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

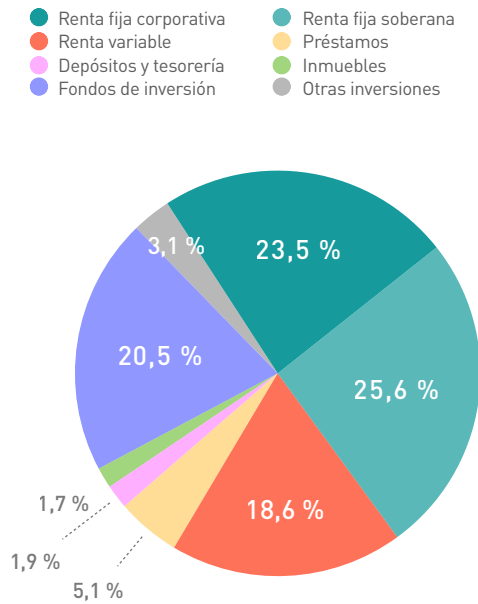
Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

**Gráfica 2.1-b**  
Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2022 (%)



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, 2022 (%)



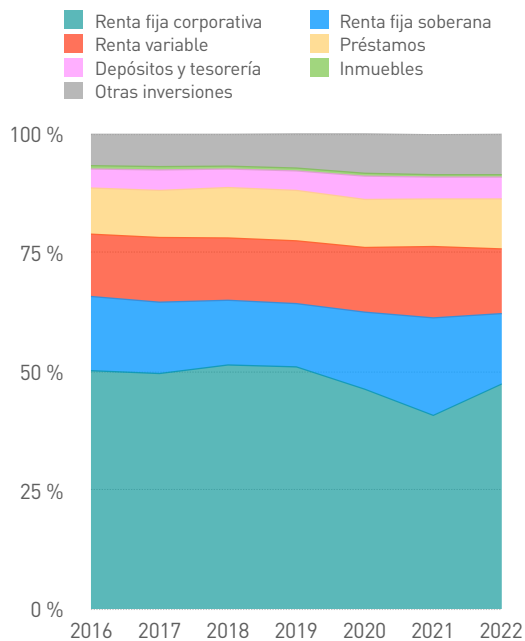
Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

anteriores versiones de este informe, en la distribución de las distintas categorías de activos aparece la partida de las inversiones gestionadas a través de *Fondos de inversión*, al no haber podido disponerse en este ejercicio de información suficiente para distribuir estas inversiones entre las demás categorías de activos (“look through approach”). Con este nuevo desglose, las inversiones directas en renta fija soberana representaban el 25,6% de la cartera, en tanto que el 23,5% del total se localizó en inversiones en renta fija corporativa, mientras que la partida correspondiente a las participaciones en los fondos de inversión representó el 20,5% de la cartera total (véase el Recuadro 2.1, el cual analiza la calidad crediticia de la cartera de bonos de las aseguradoras de la Unión Europea).

## 2.2 Estados Unidos

Respecto al 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 2016-2022, se presenta en la Tabla 2.2 y en la

**Gráfica 2.2-a**  
Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2022 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de NAIC)



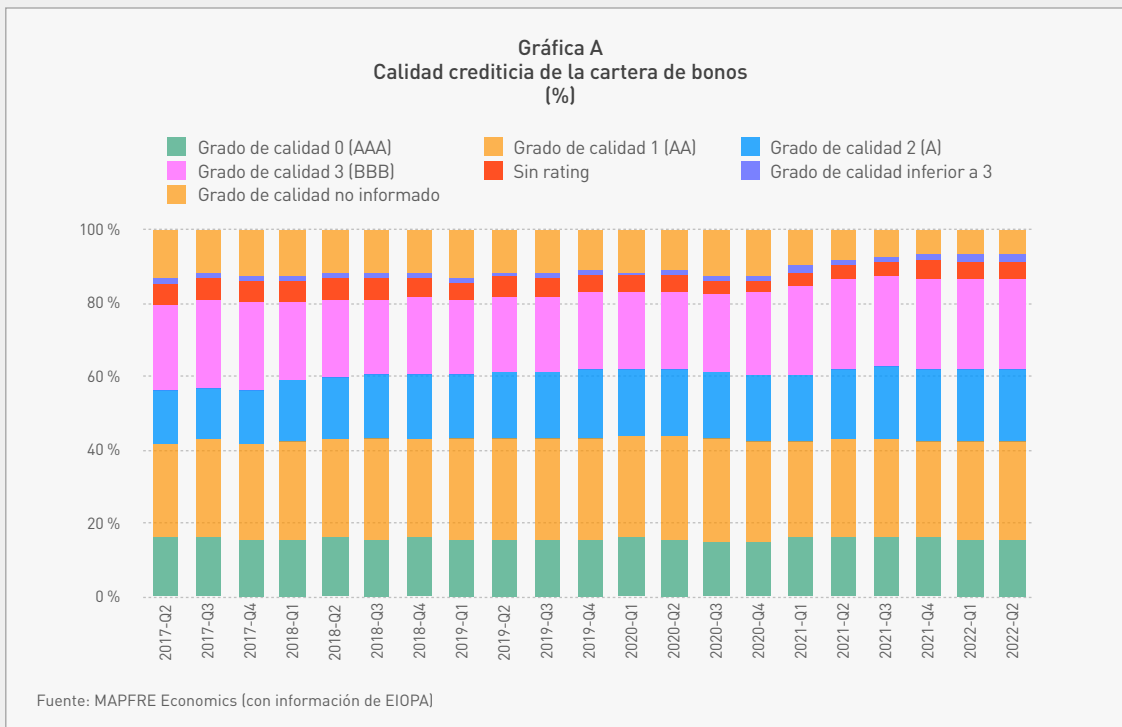
**Recuadro 2.1**  
**Calidad crediticia de las carteras de inversión**  
**de las aseguradoras de la Unión Europea**

La cartera de bonos de renta fija que poseían las aseguradoras del Espacio Económico Europeo<sup>1</sup> al final del primer semestre de 2022, representaba en torno al 60,0% del total de la cartera de inversiones (desde los 62,1% registrados en el primer semestre de 2021). Esta disminución se explica, de una parte, por la caída de las valoraciones (inversamente relacionado con la subida de tipos) y, de otra, por el mayor interés de las aseguradoras en diversificar en activos alternativos como las acciones no cotizadas (*Private Equity*) (+1,8 puntos porcentuales) e inversiones inmobiliarias (+0,4 puntos porcentuales).

De los bonos de la cartera de renta fija, el 86,7% tenían grado de inversión equivalente a una calificación de BBB o superior (86,5% al final del primer semestre de 2021). La mayor parte de ellos están calificados con un grado de calidad crediticia 1, equivalente a AA, en una escala entre 0 y 6, en la que es 0 la máxima calidad equivalente a AAA (véase la Gráfica A).

Los bonos con un grado de calidad crediticia 1 (equivalente a AA), por su parte, suponían aproximadamente el 26,7% del valor total del mercado de bonos al final del primer semestre de 2022 (26,4% al final del primer semestre de 2021). Asimismo, los bonos con un grado de calidad crediticia 3 (equivalente a BBB) suponían aproximadamente el 24,7% del valor total del mercado de bonos a esa misma fecha (24,6% al final del primer semestre de 2021).

Por otra parte, si se analiza la tendencia en los últimos años, se confirma que los bonos con grado de calidad crediticia 2 (equivalente a A) son los que más han aumentado su peso (+5,7 puntos porcentuales) desde el final del primer semestre de 2017, seguidos por los bonos con un grado de calidad crediticia 3 (equivalente a BBB), los cuales incrementaron su peso en +1,4 puntos porcentuales<sup>2</sup> (Véase la Tabla A).



1/ Compuesto por los Estados de la Unión Europea junto con Noruega, Liechtenstein e Islandia.  
 2/ EIOPA, *Financial Stability Report 2022* (incluye cartera tradicional y riesgo tomador).

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

**Tabla A**  
**Mapa de calor de la evolución de la calidad crediticia de la cartera de bonos**  
 (%)

Periodo	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-Q2	16,4%	25,4%	14,1%	23,3%	5,7%	2,0%	13,2%
2017-Q3	16,1%	26,9%	14,2%	23,9%	5,2%	1,9%	11,7%
2017-Q4	15,7%	25,9%	14,4%	24,0%	5,7%	1,7%	12,6%
2018-Q1	15,6%	26,7%	16,5%	21,5%	5,8%	1,6%	12,3%
2018-Q2	15,9%	26,8%	17,2%	20,7%	6,0%	1,6%	11,9%
2018-Q3	15,7%	27,1%	17,6%	20,5%	5,5%	1,6%	11,9%
2018-Q4	16,0%	27,2%	17,3%	20,9%	5,2%	1,4%	12,0%
2019-Q1	15,7%	27,3%	17,6%	19,9%	5,0%	1,4%	13,1%
2019-Q2	15,6%	27,3%	18,1%	20,7%	5,3%	1,2%	11,8%
2019-Q3	15,5%	27,4%	18,0%	20,9%	5,1%	1,2%	11,8%
2019-Q4	15,8%	27,5%	18,6%	20,8%	4,5%	1,4%	11,5%
2020-Q1	15,9%	28,1%	17,9%	21,0%	4,2%	1,2%	11,8%
2020-Q2	15,4%	28,2%	18,1%	21,2%	4,3%	1,3%	11,6%
2020-Q3	15,1%	27,8%	18,2%	21,4%	3,5%	1,4%	12,5%
2020-Q4	15,1%	27,3%	18,1%	22,3%	3,3%	1,4%	12,6%
2021-Q1	16,1%	26,1%	18,5%	24,0%	3,6%	1,6%	10,1%
2021-Q2	16,5%	26,4%	19,0%	24,6%	3,4%	1,6%	8,5%
2021-Q3	16,5%	26,6%	19,4%	24,6%	3,9%	1,7%	7,3%
2021-Q4	16,3%	26,2%	19,5%	24,4%	5,3%	1,7%	6,6%
2022-Q1	15,5%	27,1%	19,3%	25,0%	4,4%	1,6%	7,1%
2022-Q2	15,5%	26,7%	19,8%	24,7%	4,4%	1,8%	7,1%

2017 Q2 - 2022 Q2 (variación en pp)	● -0,9	● 1,3	● 5,7	● 1,4	● -1,3	● -0,2	● -6,1
-------------------------------------	--------	-------	-------	-------	--------	--------	--------

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

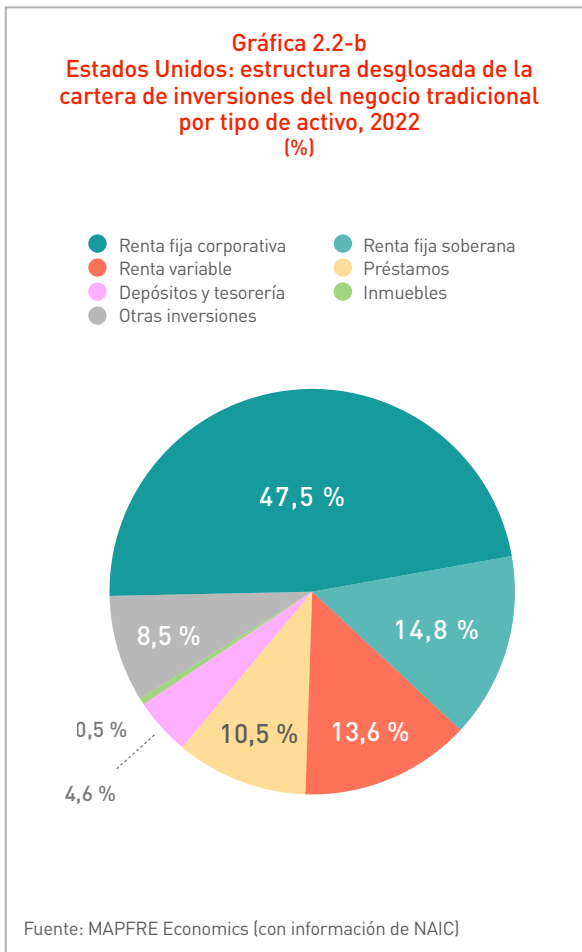
Gráfica 2.2-a. En este caso, las inversiones en renta fija se redujeron en -3,6 pp a lo largo del período de análisis (2016-2022), concentrándose esencialmente en valores de renta fija corporativa que, a pesar de reducir su peso en -2,7 pp, continúa siendo la inversión mayoritaria.

Por otra parte, como se ilustra en la Gráfica 2.2-b, con datos de 2022, el 47,5% del total de la cartera de inversiones del sector asegurador estadounidense se concentraba en renta fija corporativa, en tanto que las inversiones en renta fija soberana representaron 14,8% de la cartera total. La renta variable, por su parte,

**Tabla 2.2**  
**Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional**  
**por tipo de activo, 2016-2022**  
 (%)

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

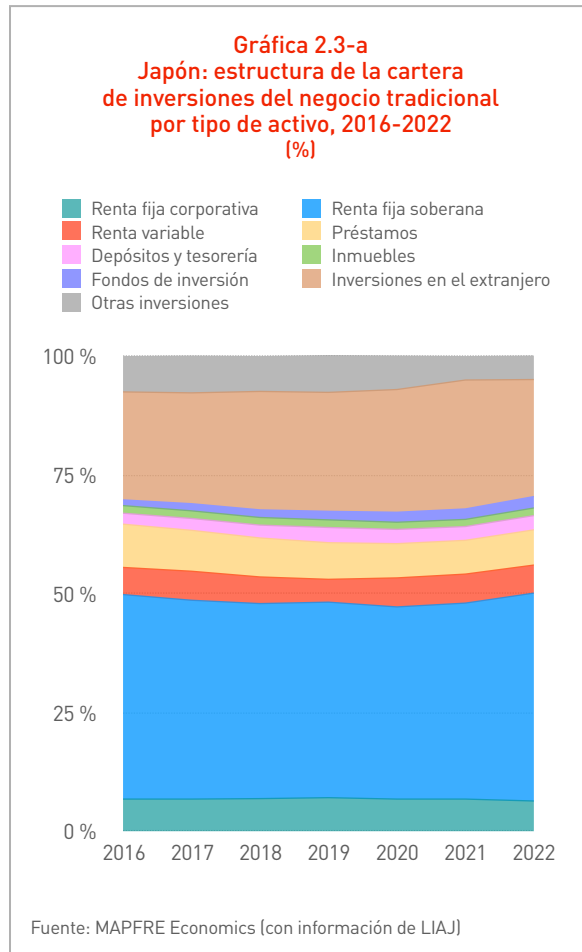
Fuente: MAPFRE Economics (con información de la NAIC)



suponía ese año el 13,6% de la cartera total, habiendo incrementado su peso en 0,5 pp a lo largo del periodo.

### 2.3 Japón

En la Tabla 2.3 y en la Gráfica 2.3-a, se ilustra la evolución de la estructura de la cartera de inversiones del sector asegurador Vida en Japón a lo largo de la década 2012-2022; segmento que viene a representar en torno al 92% de la cartera total de inversiones del sector. Una característica importante de la estructura de las inversiones en el mercado japonés, consiste en el elevado porcentaje de inversiones extranjeras que mantienen las entidades aseguradoras niponas en la cartera agregada (24,6% de la cartera al cierre de 2022); proporción que ha experimentado un aumento de 8,1 pp en el período 2012-2022, lo que supone un incremento del 172% respecto del volumen de inversiones extranjeras de 2012.



Por otra parte, la Gráfica 2.3-b presenta la estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo al cierre de 2022 de las entidades aseguradoras de Vida niponas, en la que los bonos soberanos japoneses tienen un peso significativo (particularmente los denominados “super-long-term government bonds”, JGBs)<sup>5</sup>. El prolongado entorno de bajos tipos de interés en ese país, llevó a las entidades aseguradoras de Vida niponas a incrementar sus inversiones en el extranjero, principalmente 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 en las pólizas antiguas emitidas con garantías superiores a los tipos de interés actuales. Esto ha provocado que las aseguradoras que operan en ese país se encuentren más expuestas a los mercados internacionales y al riesgo de las oscilaciones de los tipos de cambio, dependiendo de su nivel de cobertura.

**Tabla 2.3**  
**Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional**  
**por tipo de activo, 2012-2022**  
 (%)

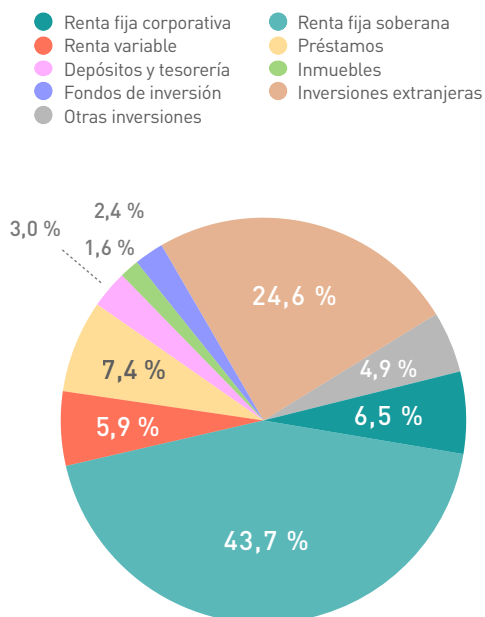
Tipo de activo	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Renta fija</b>	55,4 %	53,8 %	51,1 %	51,1 %	49,9 %	48,7 %	48,0 %	48,3 %	47,3 %	48,1 %	50,3 %
<i>Renta fija corporativa</i>	7,4 %	7,1 %	6,8 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	7,0 %	7,2 %	6,9 %	6,9 %	6,5 %
<i>Renta fija soberana</i>	48,0 %	46,7 %	44,3 %	44,1 %	43,0 %	41,8 %	41,0 %	41,1 %	40,4 %	41,2 %	43,7 %
<b>Renta variable</b>	4,9 %	5,1 %	6,2 %	5,4 %	5,7 %	6,1 %	5,6 %	4,8 %	6,1 %	6,1 %	5,9 %
<b>Préstamos</b>	11,9 %	10,9 %	10,0 %	9,5 %	9,1 %	8,6 %	8,2 %	7,7 %	7,2 %	7,1 %	7,4 %
<b>Depósitos y tesorería</b>	1,9 %	2,0 %	2,5 %	2,4 %	2,3 %	2,5 %	2,7 %	3,2 %	3,0 %	2,9 %	3,0 %
<b>Inmuebles</b>	0,2 %	1,8 %	1,7 %	1,7 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %	1,6 %
<b>Inversiones en el extranjero</b>	16,5 %	17,5 %	20,0 %	21,4 %	22,7 %	23,3 %	24,9 %	25,0 %	25,8 %	27,1 %	24,6 %
<b>Fondos de inversión</b>	0,6 %	0,7 %	0,9 %	1,0 %	1,2 %	1,5 %	1,6 %	1,8 %	2,1 %	2,2 %	2,4 %
<b>Otras inversiones</b>	8,6 %	8,1 %	7,6 %	7,5 %	7,4 %	7,7 %	7,3 %	7,7 %	7,0 %	4,9 %	4,9 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de LIAJ)

No obstante, desde mediados de 2022, se ha producido un cambio de tendencia en las adquisiciones netas de bonos extranjeros por parte de las entidades aseguradoras de Vida

japonesas, particularmente de bonos soberanos de los Estados Unidos. Ello se produce en un momento en el que se ha producido una importante divergencia entre la laxitud de la política monetaria mantenida por el Banco de Japón (a pesar del repunte de la inflación) y los bancos centrales de las principales economías mundiales, los cuales cambiaban la orientación de su política monetaria con un rápido endurecimiento de las condiciones financieras, elevando de forma sucesiva los tipos de interés y entrando en un proceso de reversión de los programas de expansión cuantitativa con la reducción de forma progresiva del tamaño de sus balances. Esta situación motivó una fuerte depreciación del yen japonés frente al dólar, con el efecto positivo que conlleva en las carteras de bonos soberanos y corporativos denominados en dólares mantenidas por las entidades aseguradoras de Vida japonesas<sup>6</sup>, generando con ello un incentivo a la rotación de carteras hacia bonos soberanos japoneses emitidos en yenes con importantes plusvalías por el movimiento de los tipos de cambio (véase la Gráfica 2.3-c).

**Gráfica 2.3-b**  
**Japón: estructura desglosada de la cartera de**  
**inversiones del negocio tradicional por tipo de**  
**activo, 2022**  
 (%)

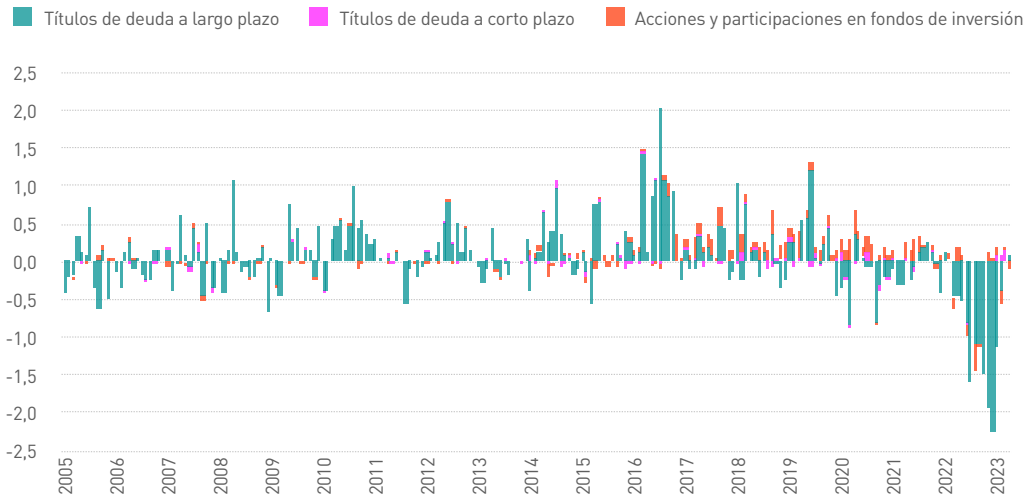


Fuente: MAPFRE Economics (con información de LIAJ)

## 2.4 Reino Unido

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 2016-2022, para el caso del

**Gráfica 2.3-c**  
**Japón: transacciones de valores extranjeros por las entidades aseguradoras de Vida residentes en Japón, 2005-2023**  
 (billones de yenes)

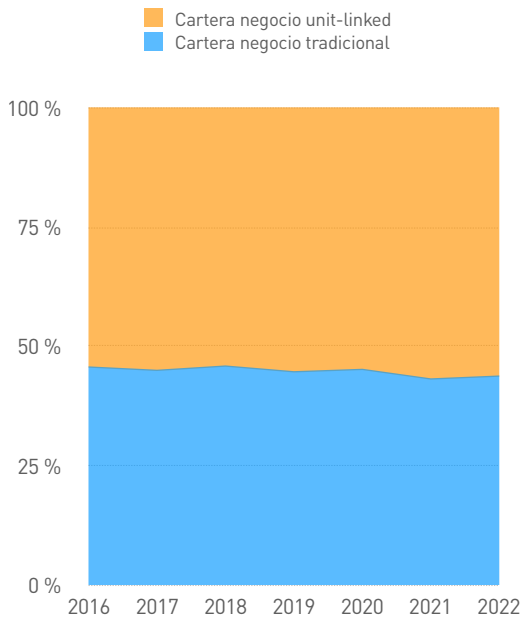


Fuente: MAPFRE Economics (con información del Ministerio de Finanzas de Japón)

mercado asegurador de Reino Unido, se presenta en la Tabla 2.4-a y en la Gráfica 2.4-a. Como se desprende de esta información, en el

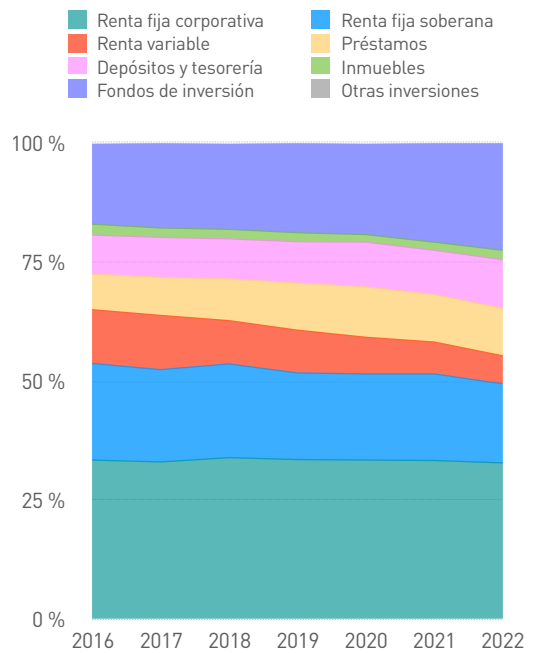
caso del Reino Unido destaca la cartera de inversiones “unit-linked” respecto de la cartera del negocio tradicional, con la participación

**Gráfica 2.4-a**  
**Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016-2022**  
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

**Gráfica 2.4-b**  
**Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2022**  
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información del BoE)

**Tabla 2.4-a**  
**Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016-2022**  
 (%)

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

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

relativa más alta de entre los mercados analizados en este informe, representando, al cierre de 2022, el 56,1% de la cartera total de inversiones.

Por lo que se refiere a la evolución de la estructura de la cartera de inversiones tradicional en Reino Unido a lo largo del período 2016-2022 (que se presenta en la Tabla 2.4-b y la Gráfica 2.4-b), se observa que el peso de las inversiones directas en bonos de renta fija corporativa (que constituye la inversión mayoritaria) se ha mantenido relativamente estable, con una ligera caída de 0,6 pp en el período, situándose en el 32,9% al cierre de 2022, en tanto que el peso de las inversiones directas en renta fija soberana se ha visto reducido en 3,8 pp en ese lapso, hasta situarse en el 16,6%. Es de destacar también que el porcentaje de inversiones directas en renta variable se ha visto reducido a lo largo del período en 5,4 pp. Por su parte, el peso de las inversiones gestionadas a través de fondos de

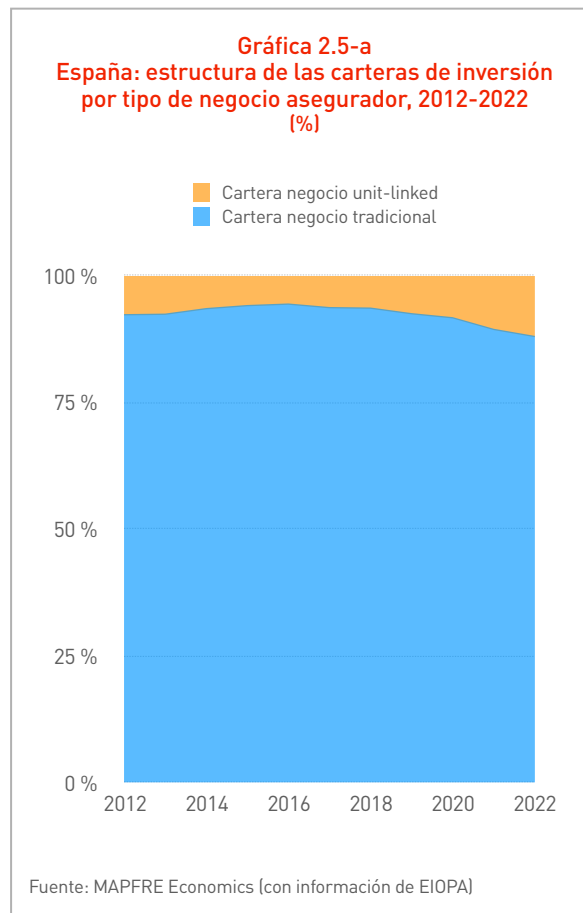
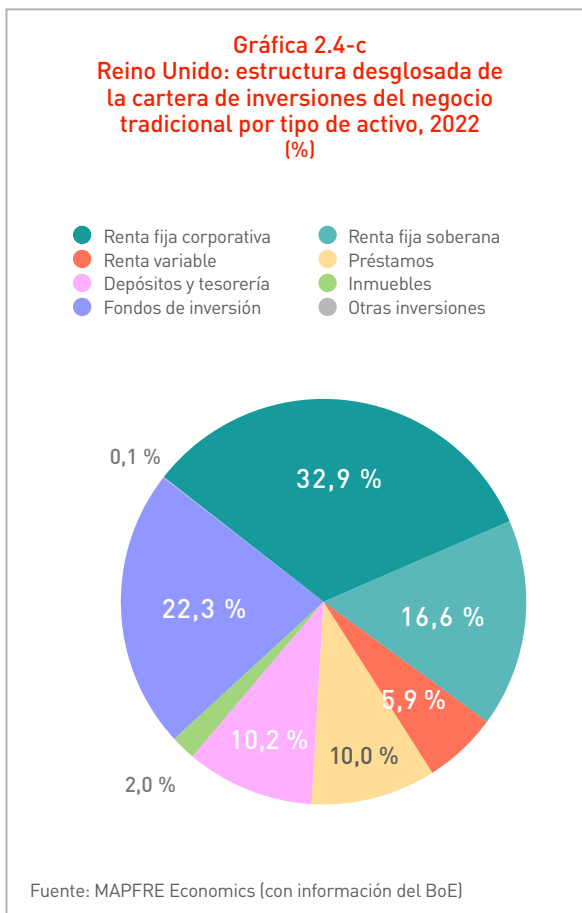
inversión aumentó en 5,6 pp, representando el 22,3% del total de las inversiones, sin que se haya podido disponer del detalle de la composición dentro de los fondos de inversión ("look-through"). Por otro lado, destaca el incremento del peso de la partida de préstamos en 2,5 pp en ese período, representando el 10% de la cartera de inversiones tradicional.

Por último, la estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo para el mercado asegurador de Reino Unido en 2022 se ilustra en la Gráfica 2.4-c. Esta información permite identificar la composición relativa de las inversiones en renta fija, indicando que el 32,9% de la cartera total de inversiones correspondió a la renta fija corporativa, mientras que el 16,6% de la cartera total lo hizo a la renta fija soberana; estructura que contrasta con la que predomina en la Eurozona y se acerca a la que presenta el mercado asegurador de Estados Unidos.

**Tabla 2.4-b**  
**Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional**  
**por tipo de activo, 2016-2022**  
 (%)

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

Fuente: MAPFRE Economics (con información del BoE)



## 2.5 España

En línea con lo que se ha señalado en versiones anteriores de este informe, el mercado asegurador español continúa destacando por la baja participación de la cartera de inversiones “unit-linked”, a pesar de que se incrementó en 4,2 pp en el período 2012-2022 (especialmente desde el año 2019). Su importancia sigue siendo menor, en comparación con el peso que representan en otros mercados desarrollados, suponiendo en España el 11,9% del total de la cartera de inversiones del sector asegurador, por debajo de la media de la Eurozona, en la que, en 2022, representaba el 20,1% de las

inversiones totales (véanse la Tabla 2.5-a y la Gráfica 2.5-a).

En cuanto 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 2016-2022 (que se presentan en la Tabla 2.5-b y en la Gráfica 2.5-b), se observa que prevalecen las inversiones directas en valores de renta fija soberana, si bien han experimentado una caída de 2,4 pp en el período, situándose en el 51,2% al cierre de 2022. Entretanto, el peso de las inversiones directas en renta fija corporativa se ha visto reducido ligeramente en -0,9 pp en ese lapso, hasta situarse en el 21,2%. Es de destacar

**Tabla 2.5-a**  
**España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2012-2022 (%)**

Tipo de negocio	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cartera negocio tradicional	92,4 %	92,5 %	93,6 %	94,2 %	94,5 %	93,8 %	93,7 %	92,6 %	91,8 %	89,5 %	88,1 %
Cartera negocio unit-linked	7,6 %	7,5 %	6,4 %	5,8 %	5,5 %	6,2 %	6,3 %	7,4 %	8,2 %	10,5 %	11,9 %

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, 2016-2022**  
 (%)

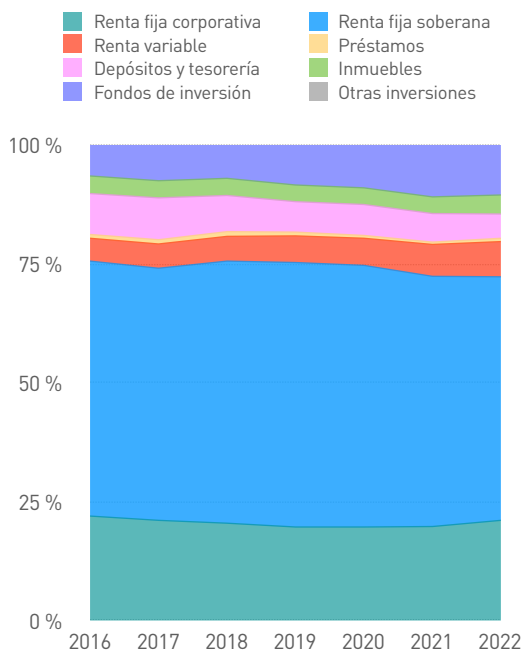
Tipo de activo	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Renta fija</b>	75,7 %	74,1 %	75,7 %	75,5 %	74,9 %	72,5 %	72,5 %
<i>Renta fija corporativa</i>	22,1 %	21,2 %	20,6 %	19,8 %	19,8 %	19,9 %	21,2 %
<i>Renta fija soberana</i>	53,6 %	53,0 %	55,1 %	55,6 %	55,0 %	52,6 %	51,2 %
<b>Renta variable</b>	4,8 %	5,1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

Fuente: MAPFRE Economics (con información de ICEA)

igualmente que el porcentaje de inversiones directas en renta variable se ha incrementado a lo largo del período en 2,5 pp, y la de depósitos y tesorería se redujo en -3,5 pp. Por su parte, el peso de las inversiones gestionadas a través de fondos de inversión aumentó sustancialmente, en 6,1 pp, aunque

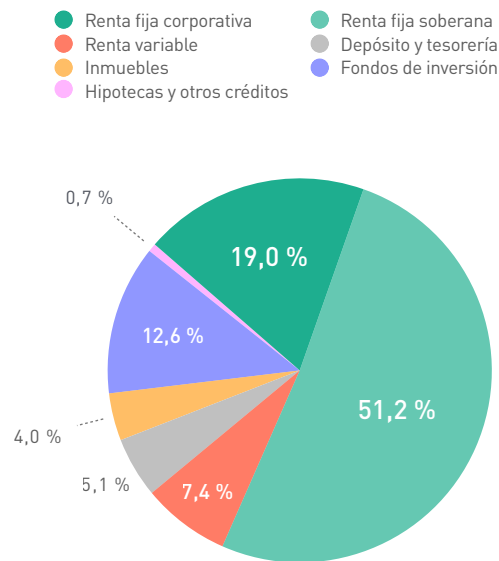
con un peso menor que en el conjunto de la Eurozona, representando el 12,6% de la cartera de inversiones, frente al 20,5% de la Eurozona (véase la Gráfica 2.5-c).

**Gráfica 2.5-b**  
**España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional**  
**por tipo de activo, 2016-2022**  
 (%)



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, 2022**  
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ICEA)

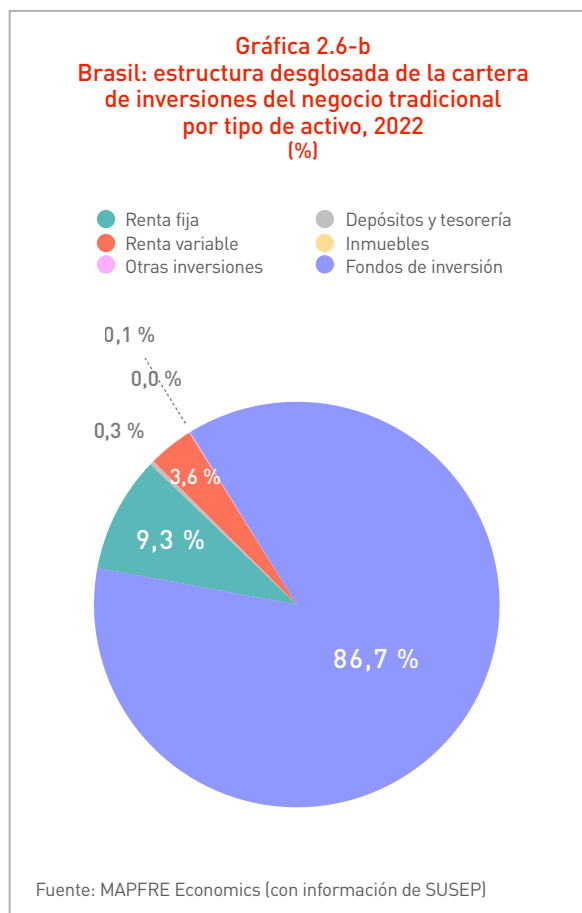
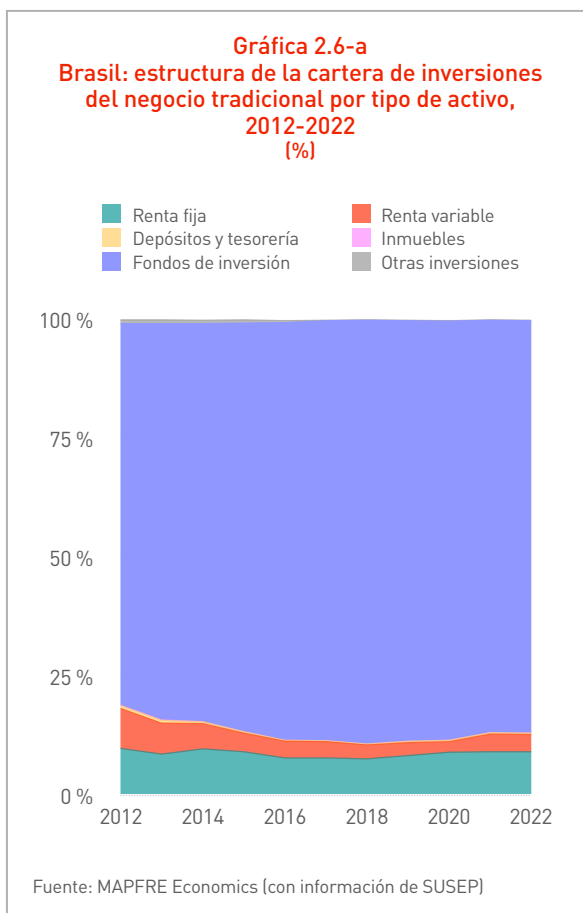


## 2.6 Brasil

Como se desprende de la información que se presenta en la Tabla 2.6 y en la Gráfica 2.6-a, el mercado asegurador brasileño se caracteriza por el alto porcentaje de inversiones gestionadas a través de fondos de inversión, los cuales, al cierre de 2022, representaban el 86,7% de la cartera,

con un aumento de 6,5 pp a lo largo del período 2012-2022.

Tradicionalmente, la mayor parte de las inversiones gestionadas por el sector asegurador brasileño que son realizadas a través de los fondos de inversión lo han sido en valores de renta fija<sup>7</sup>, aunque desde el año 2020 no se ha podido disponer de información sobre el perfil



**Tabla 2.6**  
Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2012-2022 (%)

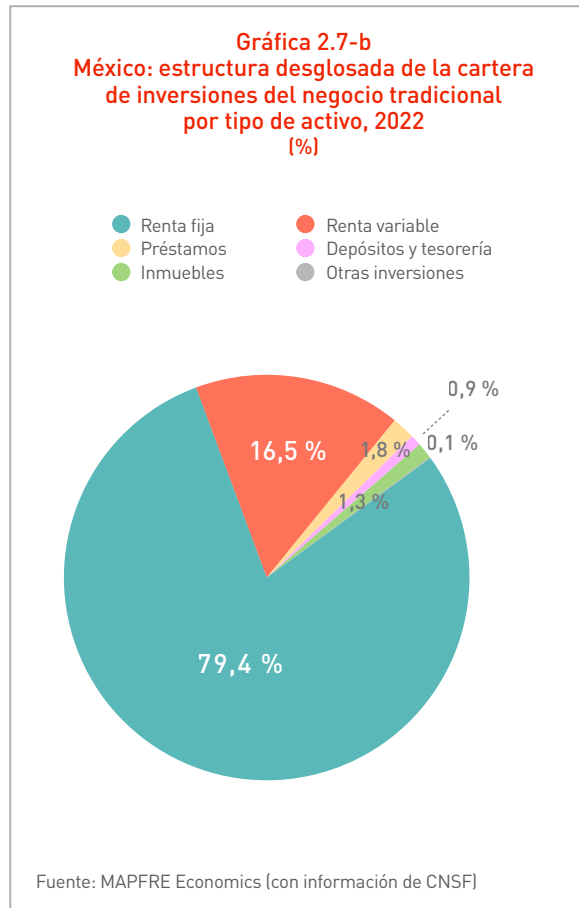
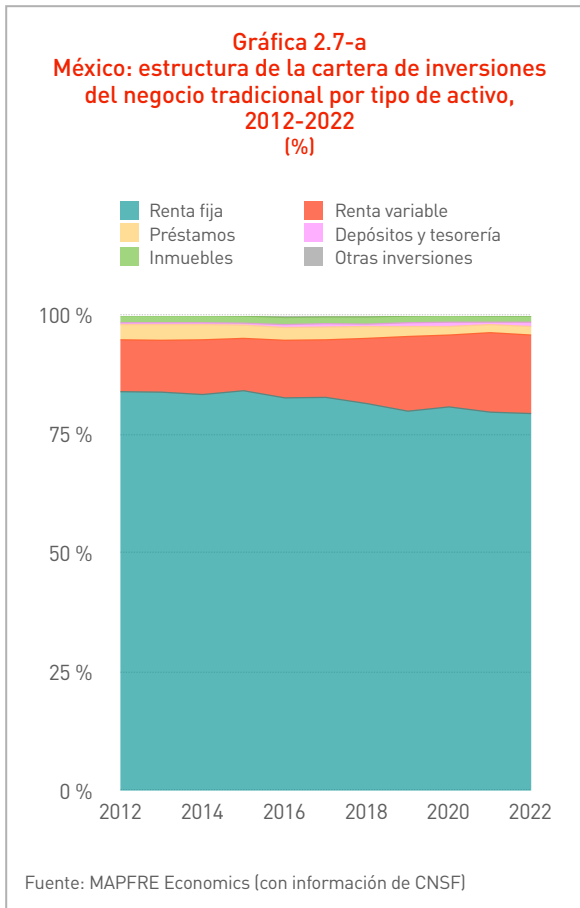
Tipo de activo	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Renta fija	10,0 %	8,8 %	9,9 %	9,3 %	8,0 %	8,0 %	7,8 %	8,5 %	9,2 %	9,3 %	9,3 %
Renta variable	8,4 %	6,5 %	5,3 %	3,9 %	3,5 %	3,4 %	2,9 %	2,7 %	2,2 %	3,7 %	3,6 %
Depósitos y tesorería	0,6 %	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Inmuebles	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Fondos de inversión	80,2 %	83,3 %	83,7 %	85,9 %	87,8 %	88,3 %	89,1 %	88,4 %	88,1 %	86,7 %	86,7 %
Otras inversiones	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,4 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de SUSEP)

de inversiones incluidas en los referidos fondos. Respecto al resto de las inversiones, como se muestra en la Gráfica 2.6-b, gran parte de estas son valores de renta fija. Las inversiones directas en renta variable (al margen de las que puedan haberse realizado a través de los fondos de inversión) representaron el 3,6% de la cartera total, con una caída de 4,8 pp en el período 2012-2022.

## 2.7 México

Finalmente, el mercado asegurador mexicano destaca igualmente por el fuerte predominio de las inversiones en renta fija dentro de la cartera de inversiones a lo largo del período 2012-2022 (véanse la Tabla 2.7 y la Gráfica 2.7-a). En ese lapso, sin embargo, la participación de las



**Tabla 2.7**  
México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2012-2022 (%)

Tipo de activo	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Renta fija	84,0 %	83,9 %	83,4 %	84,2 %	82,7 %	82,8 %	81,5 %	79,9 %	80,8 %	79,7 %	79,4 %
Renta variable	10,9 %	10,9 %	11,5 %	11,0 %	12,1 %	12,1 %	13,7 %	15,7 %	15,1 %	16,7 %	16,5 %
Préstamos	3,2 %	3,3 %	3,2 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,5 %	2,1 %	1,8 %	1,7 %	1,8 %
Depósitos y tesorería	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,7 %	0,5 %	0,8 %	0,9 %	0,5 %	0,9 %
Inmuebles	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,5 %	1,4 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %
Otras inversiones	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de CNSF)

inversiones en renta fija presenta una tendencia ligeramente decreciente, habiéndose reducido desde el 84% en 2012 al 79,4% en 2022 (-4,7 pp), aumentando la participación de las inversiones en renta variable en 5,7 pp, al pasar del 10,9% en 2012 al 16,5% en 2022 (véase la Gráfica 2.7-b).



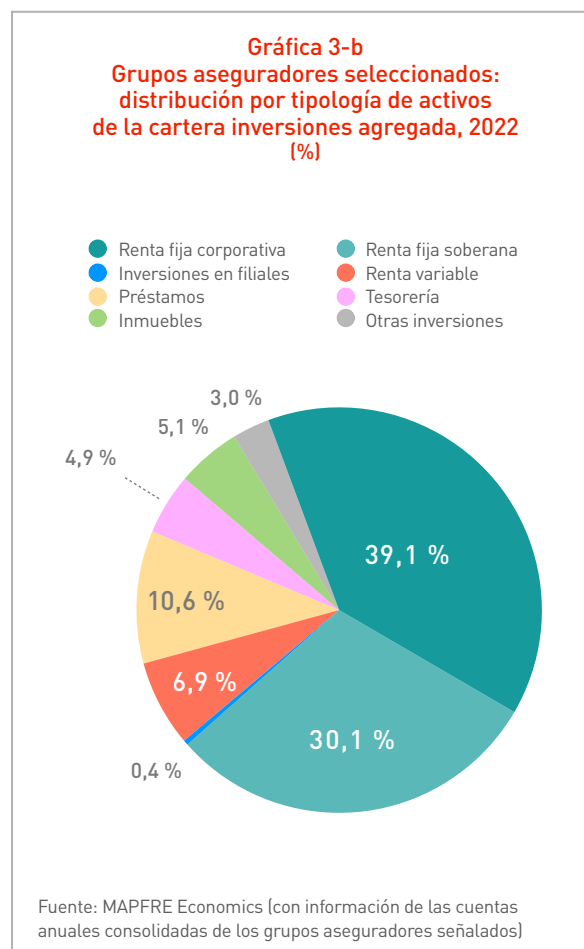
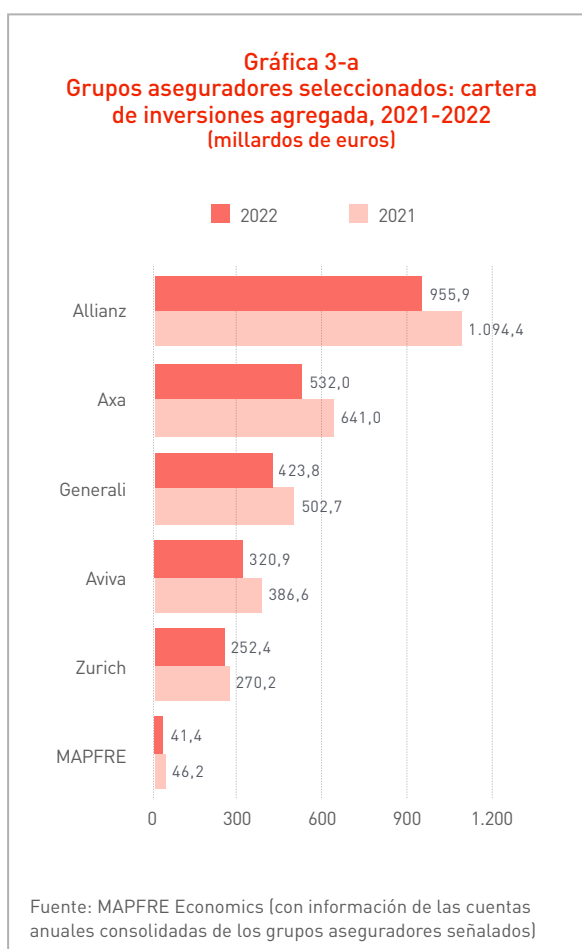
### 3. Estructura de las carteras de inversiones a nivel de grupos aseguradores

A fin de contar con una visión complementaria del análisis de la distribución de las inversiones de las entidades aseguradoras, se presenta en este apartado un análisis de las carteras de inversiones a nivel de grandes grupos aseguradores europeos (bajo el criterio de estar localizada su matriz en este territorio). Con todo, dichos grupos pueden ser considerados como grupos aseguradores globales, al tratarse de grupos internacionalmente activos con un volumen de negocio transfronterizo elevado.

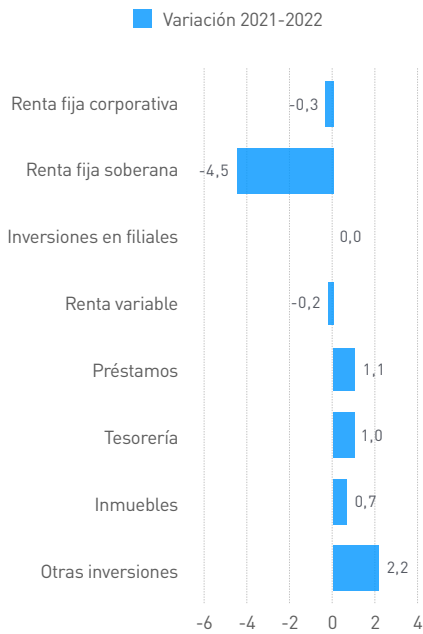
Es importante mencionar que, en el informe de este año, se ha modificado la lista de grupos aseguradores considerados para efectos del análisis. En este sentido, no se presenta la información correspondiente al Grupo Aegon, al haber quedado una parte importante de su

cartera de inversiones del año previo clasificada como activos disponibles para la venta, en la que no figura el desglose por categorías de activos necesario para realizar nuestro análisis. En su lugar, se ha incluido al Grupo Aviva, el cual no se incluía el año previo.

De este modo, el criterio de selección de grupos aseguradores realizado se caracteriza por disponer de una información suficientemente homogénea para la comparativa de sus carteras de inversiones, incluyendo la cartera ordinaria, los préstamos concedidos, la tesorería y las inversiones afectas a productos tipo "unit-linked". Para iniciar, la información analizada en la Gráfica 3-a muestra que los tres mayores grupos europeos bajo este criterio de análisis son Allianz, Axa y Generali.

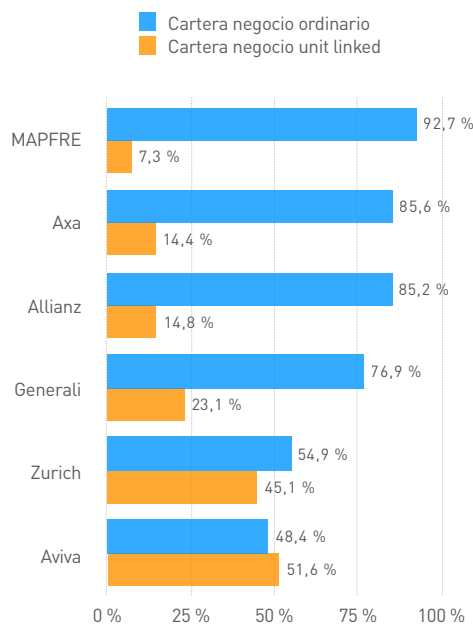


**Gráfica 3-c**  
**Grupos aseguradores seleccionados: variación en la tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2021-2022 (puntos porcentuales)**



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, 2022 (%)**



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

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 39,1% de las inversiones, experimentando en 2022 una ligera reducción de 0,3 puntos porcentuales (pp) respecto del año anterior. La renta fija soberana, por su parte, es la siguiente categoría de activo que mayor peso tiene en la cartera agregada de los grupos analizados, representando el 30,1% de las inversiones y sufriendo un retroceso significativo de 4,5 pp

respecto del peso que tenía en el año previo (véanse las Gráficas 3-b y 3-c).

Por otra parte, la Tabla 3-a y la Gráfica 3-d muestran la distribución de las carteras de inversiones entre el negocio tradicional y en el que el tomador asume el riesgo de la inversión (“unit-linked” y asimilados) para el conjunto de grupos aseguradores comprendidos en la muestra analizada. A este respecto, destacan los casos de Aviva y Zurich, en los que la cartera del negocio tipo “unit-linked” y asimilado presenta

**Tabla 3-a**  
**Grupos aseguradores seleccionados: peso de las inversiones por tipo de negocio, 2021-2022 (%)**

Tipo de negocio	Allianz		Axa		Generali		Aviva		Zurich		MAPFRE	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
<b>Cartera negocio tradicional</b>	85,2 %	85,5 %	85,6 %	86,5 %	76,9 %	78,7 %	48,6 %	51,3 %	54,9 %	59,5 %	92,7 %	93,6 %
<b>Cartera negocio tipo unit linked</b>	14,8 %	14,5 %	14,4 %	13,5 %	23,1 %	21,3 %	51,4 %	48,7 %	45,1 %	40,5 %	7,3 %	6,4 %

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 2021-2022 (%)**

Tipo de activo	Allianz		Axa		Generali		Aviva		Zurich		MAPFRE	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
Renta fija corporativa	46,8 %	46,1 %	30,3 %	31,4 %	40,0 %	37,3 %	28,5 %	30,0 %	37,2 %	40,9 %	19,3 %	17,6 %
Renta fija soberana	22,5 %	25,7 %	34,8 %	39,8 %	43,9 %	49,1 %	19,8 %	24,5 %	32,8 %	33,1 %	51,6 %	53,0 %
Renta variable	9,9 %	10,2 %	6,7 %	6,7 %	0,7 %	0,6 %	7,4 %	7,2 %	8,9 %	8,9 %	6,5 %	7,1 %
Préstamos	15,5 %	13,3 %	4,8 %	3,9 %	4,8 %	3,7 %	21,0 %	22,1 %	6,0 %	6,3 %	0,0 %	0,0 %
Tesorería	2,8 %	2,6 %	5,7 %	4,5 %	3,4 %	3,5 %	16,3 %	7,5 %	5,1 %	4,1 %	6,7 %	6,7 %
Inmuebles	2,2 %	1,8 %	8,9 %	7,1 %	6,4 %	5,0 %	1,5 %	3,9 %	10,0 %	6,7 %	5,4 %	5,4 %
Otras inversiones	0,4 %	0,4 %	8,8 %	6,6 %	0,7 %	0,7 %	5,5 %	4,8 %	0,1 %	0,0 %	10,5 %	10,3 %

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

un porcentaje mayor que en el resto de los grupos aseguradores considerados. En los demás grupos aseguradores, como se observa, predominan las carteras vinculadas al negocio tradicional.

Por su parte, la Tabla 3-b muestra el peso relativo que, al cierre de 2022, mostraban las distintas categorías de activos para cada uno de los grupos aseguradores analizados, así como su comparativa respecto al año anterior. Asimismo, 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 de estos. De esta información, se desprende que, en términos generales, más del 50% de las inversiones se encuentran dentro de los tres primeros niveles de calificación crediticia (en el rango entre 0 y 2, es decir, entre AAA y A o equivalente).

**Tabla 3-c**  
**Grupos aseguradores seleccionados: perfil de crédito de la cartera inversiones, 2022 (%)**

Calificación crediticia	Allianz		Axa	Generali		Aviva		Zurich	MAPFRE
	Soberanos	Corporativos	Total	Soberanos	Corporativos	Soberanos	Corporativos	Total	Total
Grado de calidad 0 (AAA o equivalente)	21,2 %	16,0 %	19,0 %	5,9 %	6,5 %	26,2 %	12,0 %	22,0 %	16,3 %
Grado de calidad 1 (AA o equivalente)	38,0 %	12,2 %	33,0 %	29,2 %	8,9 %	56,2 %	24,1 %	28,1 %	13,1 %
Grado de calidad 2 (A o equivalente)	15,5 %	26,4 %	25,0 %	20,9 %	27,1 %	7,9 %	32,1 %	18,4 %	41,2 %
Grado de calidad 3 (BBB o equivalente)	19,5 %	33,4 %	20,0 %	40,9 %	48,8 %	4,0 %	19,6 %	26,2 %	21,7 %
Grado de calidad < 3	5,2 %	6,1 %	2,0 %	1,0 %	7,2 %	2,5 %	4,8 %	5,3 %	4,4 %
Sin calificación crediticia ( <i>non-rated</i> )	0,6 %	5,9 %	1,0 %	2,1 %	1,6 %	3,2 %	7,4 %	0,0 %	3,3 %

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

**Tabla 3-d**  
**Grupos aseguradores seleccionados: cambios en el**  
**perfil de crédito de la cartera inversiones, 2021-2022**  
**(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)	2,3	-0,8	-2,0	0,8	-0,1	8,0	2,2	1,6	1,8
Grado de calidad 1 (AA o equivalente)	-3,5	-0,7	0,0	0,5	1,0	-8,2	-2,8	0,2	2,7
Grado de calidad 2 (A o equivalente)	-1,2	1,8	5,0	-1,7	2,2	-2,0	0,5	1,5	-6,6
Grado de calidad 3 (BBB o equivalente)	2,2	-2,0	-1,0	-0,8	-2,8	1,2	0,3	-4,1	-1,8
Grado de calidad < 3	0,1	0,9	0,0	0,2	-0,3	0,5	0,0	0,9	3,1
Sin calificación crediticia ( <i>non-rated</i> )	0,1	0,8	-2,0	1,0	0,1	0,5	-0,2	0,0	0,7

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



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

Como una referencia general para el análisis de este informe, en este apartado se muestra una comparativa de las diferentes cargas brutas de capital regulatorio aplicables a aquellas categorías más representativas dentro de las carteras de inversiones de las aseguradoras, para las entidades aseguradoras que aplican la *fórmula estándar* en Solvencia II, las cuales tienen cierta influencia en la composición de las carteras de inversión de los grupos aseguradores en esta región del mundo. Dichas cargas de capital están basadas en la normativa en vigor, y algunas pueden ser objeto de revisión en la próxima reforma de la directiva de Solvencia II cuya propuesta, elaborada por la Comisión Europea, se encuentra en fase de negociación entre esta institución, el Consejo y el Parlamento Europeo<sup>8</sup>.

### 4.1 Inversión en bonos de renta fija

Por lo que respecta a las inversiones en bonos de renta fija, estas 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 los siguientes factores: (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.

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

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

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

\* Espacio Económico Europeo (EEE)

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

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

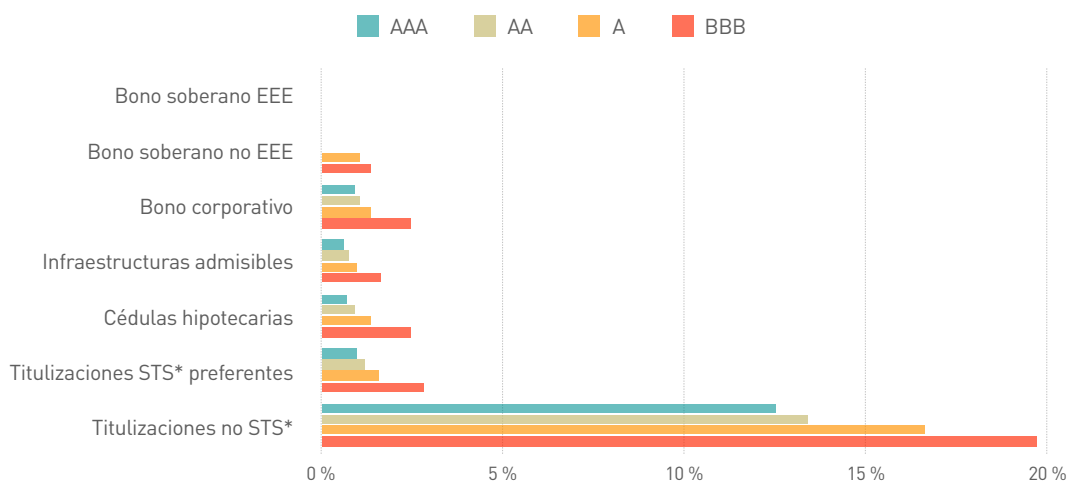
Una comparativa de las cargas brutas de capital aplicables a distintos tipos de bonos por año de duración se presenta en Tabla 4.1. Para calcular la carga bruta total de un bono concreto debe multiplicarse su duración modificada (ponderada por el importe de los flujos) por los porcentajes que aparecen en la referida Tabla 4.1. Para duraciones superiores a cinco años, los porcentajes aplicables al exceso de duración son algo menores, con el propósito de no penalizar en exceso a las inversiones a largo plazo. La Gráfica 4.1, 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 observa que las inversiones en bonos soberanos de países del Espacio Económico Europeo (EEE) no tienen carga de capital por riesgo de diferencial, siempre que estén denominados y financiados en su misma moneda. No obstante, si no se gestionan adecuadamente las divisas y las duraciones, podrían dar lugar a una carga de capital como consecuencia de los movimientos de los tipos de interés libres de riesgo y/o de los tipos de cambio, en el caso de descasamiento de flujos

y/o de divisas entre activos y pasivos. Además, un aumento de los *spreads* de mercado impactaría en los fondos propios admisibles para cubrir los requisitos de capital, al caer el valor de mercado de esos bonos soberanos. Si se trata de inversiones en deuda soberana de países distintos a los Estados miembros con una calificación crediticia de AAA o AA (o equivalente<sup>10</sup>), 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.

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

**Gráfica 4.1**  
**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)

### **Cargas de capital por riesgo de concentración**

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

Por lo que se refiere a las inversiones en acciones, las cotizadas en mercados regulados de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), tienen una carga bruta de capital del 39% de su valor. 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%. En su momento aplicó un régimen transitorio que permitía aplicar cargas menores hasta el año 2022, inclusive, creciendo a partir de ese momento de forma progresiva un 2,5%, hasta alcanzar el 39% en 2023 (más-menos el ajuste anticíclico).

Para los instrumentos de renta variable por inversiones en infraestructuras que cumplan los requisitos de admisibilidad para recibir un trato preferente, la carga bruta de capital es del 30%, más el 77% del ajuste simétrico previsto para la inversión en acciones. Para acciones no cotizadas, la carga de capital es del 49% más el ajuste simétrico. Existen, asimismo, casos especiales en los que las cargas de capital

pueden resultar inferiores, como en el caso de las participaciones estratégicas.

### **4.3 Cargas de capital por las inversiones inmobiliarias**

En el caso de las inversiones inmobiliarias, la carga de capital bruta por riesgo de mercado es del 25% del valor del inmueble. Como 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"). Cabe señalar que 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"). En ese caso, la carga adicional de capital sería de un 12% sobre el exceso. Asimismo, los inmuebles situados en un mismo edificio se consideran un único inmueble.

### **4.4 Beneficios de diversificación y capacidad de absorción de pérdidas**

Por último, es importante destacar que las cargas de capital expuestas son cargas brutas. Los beneficios de diversificación, la capacidad de absorción de pérdidas por los impuestos diferidos y el hecho de que las inversiones puedan estar afectas a carteras de productos con participaciones en beneficios discrecionales, hacen que la carga de capital en términos de fondos propios requeridos pueda llegar a ser inferior, dependiendo del perfil de riesgo de la entidad aseguradora de que se trate. La capacidad de absorción de pérdidas por los impuestos diferidos puede llegar a reducir la carga de capital hasta un porcentaje equivalente al tipo impositivo del impuesto sobre sociedades. Asimismo, la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas dependerá de los productos que tenga la entidad en cartera con participaciones en beneficios discrecionales.



## Referencias

- 1/ Véase: MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 2/ Véase: MAPFRE Economics (2022), *Ahorro global tras la pandemia e inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 3/ Véanse: MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE, y MAPFRE Economics (2022), *Ahorro global tras la pandemia e inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 4/ Véase: MAPFRE Economics (2022), *Covid-19: un análisis preliminar de los impactos demográficos y sobre el sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 5/ Véase: [https://www.mof.go.jp/english/policy/jgbs/publication/debt\\_management\\_report/2021/index.html](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](https://www.moodys.com/research/Moodys-Japanese-life-insurers-post-profits-for-more-than-20--PR_385153)
- 6/ Véase: [https://www.mof.go.jp/english/policy/jgbs/publication/newsletter/jgb2023\\_03e.pdf](https://www.mof.go.jp/english/policy/jgbs/publication/newsletter/jgb2023_03e.pdf)
- 7/ Véase: MAPFRE Economics (2021), *El mercado asegurador latinoamericano en 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE. Tabla 3.2.3-c.
- 8/ De momento, el Parlamento Europeo sigue en fase de revisión del texto en su Comité de Asuntos Económicos y Monetarios -ECON).
- 9/ Los referidos porcentajes reducidos pueden encontrarse en el Artículo 176 del Reglamento Delegado (UE) 2015/35 (Solvencia II).
- 10/ Véase la Tabla de equivalencia de calificaciones crediticias de EIOPA, en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02016R1800-20180515>



# Índice de tablas, gráficas y recuadros

## Tablas

Tabla S-1	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2022 . . . . .	12
Tabla S-2	Mercados seleccionados: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2022 . . . . .	12
Tabla S-3	Mercados seleccionados: estructura desagregada de las carteras de inversión del negocio tradicional, 2021-2022 . . . . .	13
Tabla S-4	Mercados seleccionados: síntesis de la estructura de la cartera de inversiones por tipo de activo, 2021-2022 . . . . .	14
Tabla S-5	Mercados seleccionados: reasignación de activos, 2018-2022 . . . . .	14
Tabla S-6	Mercados seleccionados: reasignación de renta fija, 2018-2022 . . . . .	15
Tabla 2.1-a	Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2012-2022 . . . . .	23
Tabla 2.1-b	Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2012-2022 . . . . .	23
Tabla 2.2	Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2022 . . . . .	26
Tabla 2.3	Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2012-2022 . . . . .	28
Tabla 2.4-a	Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016-2022 . . . . .	30
Tabla 2.4-b	Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2022 . . . . .	30
Tabla 2.5-a	España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2012-2022 . . . . .	31
Tabla 2.5-b	España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2022 . . . . .	32
Tabla 2.6	Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2012-2022 . . . . .	33
Tabla 2.7	México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2012-2022 . . . . .	34
Tabla 3-a	Grupos aseguradores seleccionados: peso de las inversiones por tipo de negocio, 2021-2022 . . . . .	38
Tabla 3-b	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones 2021-2022 . . . . .	39
Tabla 3-c	Grupos aseguradores seleccionados: perfil de crédito de la cartera inversiones, 2022 . . . . .	39
Tabla 3-d	Grupos aseguradores seleccionados: cambios en el perfil de crédito de la cartera inversiones, 2021-2022 . . . . .	40
Tabla 4	Cargas brutas de capital aplicables a bonos por año de duración . . . . .	41

## Gráficas

Gráfica 1.1	Global: ahorro total bruto por niveles de renta . . . . .	17
Gráfica 1.2	Global: brecha de ahorro total por niveles de renta . . . . .	18
Gráfica 1.3	Global: descomposición del ahorro global . . . . .	18
Gráfica 1.4	Global: ahorro privado por regiones económicas . . . . .	19
Gráfica 2-a	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2018-2022 . . . . .	21
Gráfica 2-b	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador respecto al PIB, 2018-2022 . . . . .	22
Gráfica 2.1-a	Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2012-2022 . . . . .	22
Gráfica 2.1-b	Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2022 . . . . .	24
Gráfica 2.1-c	Eurozona: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2022 . . . . .	24
Gráfica 2.2-a	Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2022 . . . . .	24
Gráfica 2.2-b	Estados Unidos: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2022 . . . . .	27
Gráfica 2.3-a	Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2012-2022 . . . . .	27
Gráfica 2.3-b	Japón: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2022 . . . . .	28
Gráfica 2.3-c	Japón: Transacciones de valores extranjeros por las entidades aseguradoras de Vida residentes en Japón, 2005-2023 . . . . .	29
Gráfica 2.4-a	Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2016-2022 . . . . .	29
Gráfica 2.4-b	Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2016-2022 . . . . .	29
Gráfica 2.4-c	Reino Unido: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2022 . . . . .	31
Gráfica 2.5-a	España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2012-2022 . . . . .	31
Gráfica 2.5-b	España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2012-2022 . . . . .	32
Gráfica 2.5-c	España: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2022 . . . . .	32
Gráfica 2.6-a	Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2012-2022 . . . . .	33
Gráfica 2.6-b	Brasil: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2022 . . . . .	33
Gráfica 2.7-a	México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2012-2022 . . . . .	34
Gráfica 2.7-b	México: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2022 . . . . .	34
Gráfica 3-a	Grupos aseguradores seleccionados: cartera de inversiones agregada, 2021-2022 . . .	37
Gráfica 3-b	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2022 . . . . .	37
Gráfica 3-c	Grupos aseguradores seleccionados: variación en la tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2021-2022 . . . . .	38



Gráfica 3-d	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones, 2022 . . . . .	38
Gráfica 4	Cargas de capital por año de duración: bonos grado de inversión . . . . .	42

## Recuadros

Recuadro 2.1	Calidad crediticia de las carteras de inversión de las aseguradoras de la Unión Europea . . . . .	25
--------------	---	----



## Otros informes de MAPFRE Economics

- MAPFRE Economics (2023), *Panorama económico y sectorial 2023: perspectivas hacia el segundo trimestre*, 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 (2022), *El mercado español de seguros en 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *El mercado asegurador latinoamericano en 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *GIP-MAPFRE 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *Sistemas de pensiones en perspectiva global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *Inclusión financiera en seguros*, Madrid, MAPFRE Economics.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Envejecimiento poblacional*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Índice Global de Potencial Asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Sistemas de salud: un análisis global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2017), *Elementos para la expansión del seguro en América Latina*, Madrid, Fundación MAPFRE.



## **AVISO**

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

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

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

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



Fundación  
**MAPFRE**

[www.fundacionmapfre.org](http://www.fundacionmapfre.org)

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid







# Fundación **MAPFRE**

---

[www.fundacionmapfre.org](http://www.fundacionmapfre.org)

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid