



**Economía**  
& S E G U R O S

**MAPFRE**  
Economics

## Artículos

Presentación .....	2
Los retos del envejecimiento poblacional .....	3
Localización de inversiones del sector asegurador .....	13
Panorama económico global .....	23
Panorama sectorial de la industria aseguradora .....	28
Los grupos aseguradores en Solvencia II .....	31

## Presentación

En este tercer número de la revista Economía y Seguros se abordan varios temas de actualidad que han sido tratados por MAPFRE Economics en varios de sus informes. Los retos del envejecimiento poblacional examina los impactos de la transición demográfica en la economía global y en aquellas áreas de la vida social que están íntimamente vinculadas a los patrones demográficos, como son los sistemas de pensiones y de salud.

Como viene siendo habitual, en este número de la revista se incluye un artículo sobre el panorama económico global y otro sobre el panorama sectorial de la industria aseguradora. En el primero, se presenta una revisión de las previsiones macroeconómicas para el conjunto de las principales economías del orbe y, en el segundo, se hace una valoración del impacto del entorno económico global sobre la actividad aseguradora.

Además, se presenta un artículo sobre localización de las inversiones del sector asegurador, el cual ofrece una visión comparada en una selección de mercados. Aparte de ofrecer una primera aproximación al perfil de riesgo de las carteras de las aseguradoras en cada uno de los mercados, 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 2018.

Para finalizar, este número de Economía y Seguros incluye una colaboración especial a cargo de María Nuche Otero, la cual trata sobre los grupos aseguradores en Solvencia II. El artículo sintetiza los principales aspectos tratados en su libro "El impacto de Solvencia II en los grupos de entidades aseguradoras", publicado por Fundación MAPFRE.

En la [web de MAPFRE Economics](#) puedes consultar estos y otros estudios publicados.

**MAPFRE Economics**

## Los retos del envejecimiento poblacional

Autor: MAPFRE Economics

Síntesis de conclusiones del informe:  
MAPFRE Economics

[Envejecimiento poblacional](#)

Madrid, Fundación MAPFRE, febrero 2019

El proceso de envejecimiento de la población derivado de la caída de la tasa de natalidad combinada con un aumento generalizado de la esperanza de vida, constituye uno de los mayores retos de nuestros días. La Tabla 1 muestra la evolución global por grandes regiones del porcentaje de personas mayores de 65 años, según los datos históricos y las proyecciones de Naciones Unidas:

Se puede observar que en 1999 solo algunas regiones como Europa, Australia-Nueva Zelanda y América del Norte, presentaban ratios de personas mayores de 65 años sobre la población total por encima del 10% y, si excluimos a Asia Oriental y el Caribe, el ratio quedaba por debajo del 5,5%. Sin embargo, en las proyecciones a veinte años (2039) el ratio queda claramente por encima del 20% en todas las economías desarrolladas y, en 2059, se acerca al 30% con valores incluso superiores en el Sur de Europa y Asia Oriental. La Gráfica 1 muestra la situación en 2059 a nivel mundial, por países.

### Impacto presupuestario: gasto en pensiones de jubilación y en salud

Este proceso de transición demográfica anticipa un aumento progresivo de la presión sobre las cuentas públicas, por el incremento de los gastos en pensiones y en salud que conlleva el aumento del porcentaje de población madura.

De acuerdo con la información de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), hoy en día la suma del gasto en pensiones y en salud representa entre un tercio y la mitad del gasto público total

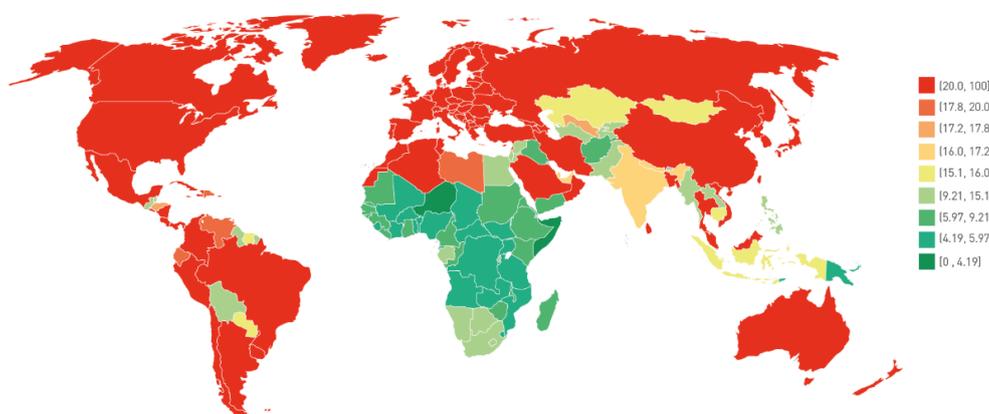
**Tabla 1**  
Población mayor de 65 años por regiones, 1959-2099  
[%]

Región	1959	1979	1999	2019	2039	2059	2079	2099
Sur de Europa	8,2%	11,6%	16,2%	21,3%	31,0%	33,8%	33,4%	33,8%
Asia Oriental	4,0%	5,0%	7,6%	13,1%	24,3%	31,0%	31,0%	32,0%
Europa Occidental	11,2%	14,6%	15,8%	20,7%	27,8%	29,2%	29,9%	31,5%
Europa del Este	6,6%	10,7%	12,8%	16,4%	21,7%	27,2%	25,3%	26,6%
Norte de Europa	11,2%	14,4%	15,5%	18,9%	24,1%	26,4%	27,7%	30,0%
Australia / Nueva Zelanda	8,6%	9,5%	12,2%	16,0%	21,3%	24,2%	26,4%	29,5%
América del Norte	9,0%	11,2%	12,4%	16,4%	21,9%	23,8%	26,2%	28,0%
Sudamérica	3,7%	4,4%	5,5%	9,0%	15,8%	23,7%	28,7%	31,3%
Caribe	4,1%	5,8%	7,3%	10,3%	17,0%	22,0%	25,9%	28,9%
Centroamérica	3,3%	3,7%	4,8%	7,0%	13,0%	21,2%	28,1%	31,8%
Asia Sudoriental	3,6%	3,8%	4,8%	6,7%	12,6%	17,8%	21,6%	24,7%
Polinesia	2,7%	3,1%	4,5%	7,2%	13,5%	17,1%	23,0%	27,0%
Asia Meridional	3,2%	3,5%	4,2%	6,0%	10,0%	16,3%	21,8%	25,5%
Asia Central-Sur	3,3%	3,6%	4,3%	6,0%	10,0%	16,3%	21,6%	25,4%
Asia Occidental	4,0%	4,5%	4,8%	5,7%	10,1%	15,6%	19,7%	23,1%
Asia Central	5,9%	5,5%	5,2%	5,3%	9,8%	15,5%	18,9%	23,3%
Micronesia	3,1%	3,3%	3,8%	7,2%	13,3%	15,0%	20,7%	23,6%
África del Norte	3,5%	3,8%	4,6%	5,7%	9,2%	14,0%	17,2%	21,2%
África del Sur	3,8%	3,5%	3,9%	5,4%	8,0%	12,9%	17,7%	22,2%
Melanesia	2,8%	2,8%	3,2%	4,4%	6,5%	9,2%	12,7%	16,1%
África Oriental	2,9%	2,9%	2,9%	3,1%	4,0%	6,9%	11,1%	15,5%
África Sub-sahariana	3,0%	3,0%	3,0%	3,1%	3,9%	6,0%	9,5%	13,6%
África Central	3,3%	3,2%	3,0%	2,9%	3,5%	5,2%	8,6%	13,2%
África Occidental	2,8%	2,8%	2,9%	2,8%	3,4%	4,9%	7,6%	11,3%

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de la ONU)

primario en los países de la OCDE, por lo que el incremento futuro de estas partidas que anticipa el proceso de envejecimiento poblacional conllevará un impacto significativo sobre sus respectivos balances fiscales. El aumento de la presión presupuestaria se trasladará, en la medida en que no pueda

**Gráfica 1**  
Población mayor de 65 años, valores estimados para 2059  
[%]



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

atenderse, a los ratios de suficiencia de las pensiones de jubilación y a los servicios públicos relacionados con la salud, incluidos los gastos de cuidados a largo plazo.

### Gasto en pensiones: dos indicadores relevantes

En el caso de las pensiones, los componentes de reparto que incorporan la mayor parte de los actuales sistemas implica que el aumento de la presión sobre las cuentas públicas esté ligado en gran medida a la tendencia decreciente de los ratios de población trabajadora, que vienen a sostener con sus contribuciones a la población jubilada (ratio de dependencia madura) y al aumento de la esperanza de vida a los 65 años (edad típica efectiva de jubilación), como principales factores. Este último indicador es, asimismo, de gran relevancia para los componentes de capitalización de los sistemas de pensiones.

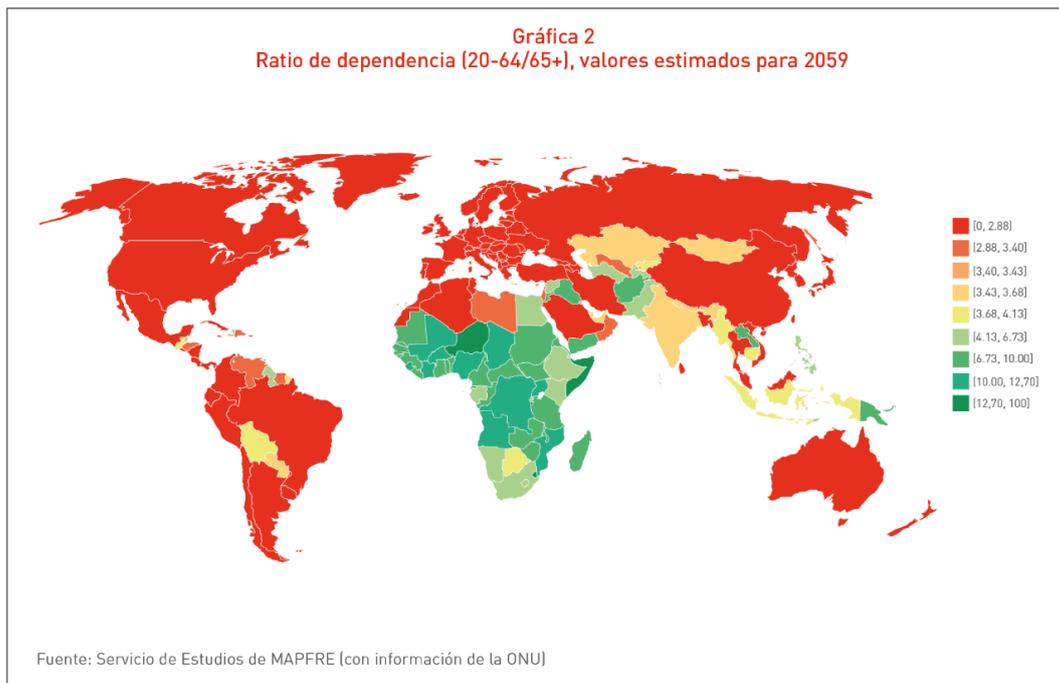
La Tabla 2 muestra la evolución del ratio dependencia definido para nuestro análisis como el número de personas en edad de trabajar por cada persona jubilada, teniendo en consideración un escenario en el que la edad media de entrada al mercado laboral se sitúa en torno a 20 años y la edad de jubilación efectiva en 65 años.

**Tabla 2**  
Ratios de dependencia por regiones, 1959-2099  
(población 20-64 / población 65+)

Región	1959	1979	1999	2019	2039	2059	2079	2099
Sur de Europa	6,9	4,8	3,8	2,8	1,7	1,4	1,4	1,4
Asia Oriental	12,3	10,0	7,9	4,9	2,3	1,6	1,6	1,5
Europa Occidental	5,2	3,9	3,9	2,8	1,9	1,7	1,7	1,6
Europa del Este	8,7	5,4	4,7	3,8	2,7	1,9	2,1	2,0
Norte de Europa	5,2	3,9	3,8	3,1	2,2	2,0	1,9	1,7
Australia / Nueva Zelanda	6,2	5,8	4,9	3,7	2,6	2,2	2,0	1,7
América del Norte	5,9	5,0	4,8	3,6	2,5	2,3	2,0	1,8
Sudamérica	12,3	10,6	9,5	6,6	3,8	2,3	1,8	1,6
Caribe	11,3	7,9	7,3	5,6	3,3	2,5	2,1	1,8
Centroamérica	12,7	10,9	10,1	8,1	4,6	2,7	1,9	1,5
Polinesia	15,3	13,1	10,8	7,6	4,0	3,2	2,3	1,9
Asia Sudoriental	12,6	11,4	10,9	8,9	4,7	3,2	2,6	2,2
Asia Meridional	14,6	12,8	11,6	9,4	6,1	3,6	2,6	2,1
Asia Central-Sur	14,2	12,5	11,5	9,5	6,1	3,6	2,6	2,1
Asia Occidental	11,5	9,7	10,1	10,0	5,8	3,6	2,8	2,3
Asia Central	8,4	8,2	9,5	10,8	6,1	3,7	3,0	2,4
Micronesia	14,5	13,8	13,6	7,6	4,1	3,8	2,6	2,3
África del Norte	12,8	11,1	10,3	9,5	6,2	4,0	3,2	2,6
África del Sur	11,9	12,6	12,8	10,4	7,5	4,6	3,3	2,5
Melanesia	15,9	15,7	14,5	11,7	8,5	6,3	4,6	3,6
África Oriental	15,0	13,9	13,6	14,2	12,5	8,0	5,1	3,6
África Sub-sahariana	14,9	14,0	13,8	14,1	12,6	8,9	5,9	4,2
África Central	13,7	13,2	13,3	14,0	13,2	10,1	6,6	4,3
África Occidental	16,3	15,0	14,5	15,3	13,9	10,7	7,4	5,1

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de la ONU)

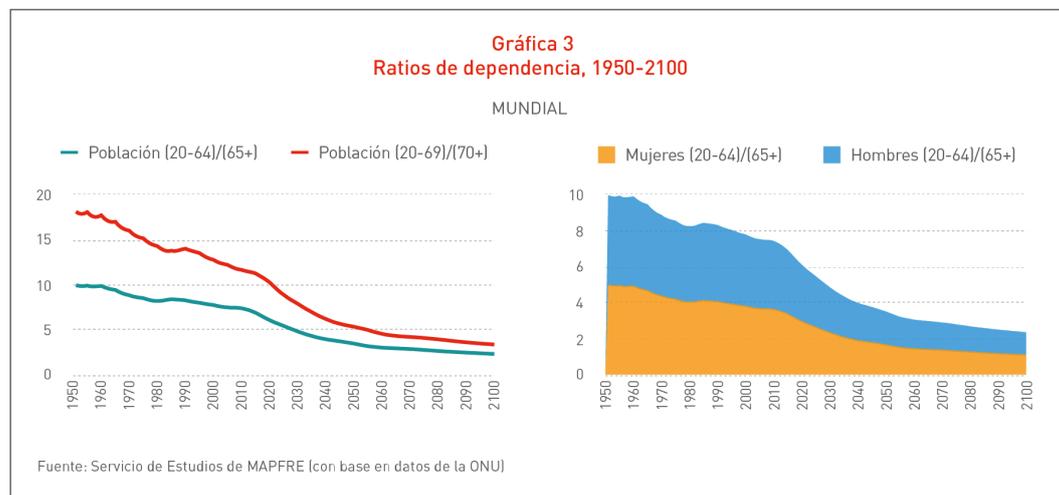
**Gráfica 2**  
Ratio de dependencia (20-64/65+), valores estimados para 2059



Del análisis de los ratios mostrados en la Tabla 2, se desprende que en Europa, Australia y América del Norte el ratio presenta en la actualidad (2019) valores por debajo de cuatro personas en edad de trabajar por cada persona que alcanza la edad de jubilación. Destaca el caso de la región del Sur de Europa y Europa Occidental que se sitúa en 2,8 personas en edad de trabajar por cada jubilado, que en las proyecciones a veinte años de Naciones Unidas (2039), quedarían en 1,7 y 1,9 respectivamente. La Gráfica 2 muestra la situación en 2059 a nivel mundial, por países.

El análisis por país pone de manifiesto que en las próximas décadas países como Japón, Corea del Sur, Taiwán, España, Hong Kong, Grecia, Portugal, Polonia, Singapur o Italia alcanzarán valores del ratio de dependencia por debajo de 1,5 personas en edad de trabajar por cada persona que alcanza la edad de jubilación. Solo algunos países africanos, Irak y Papúa Nueva Guinea presentan ratios en torno a cuatro o superiores a finales de siglo. En síntesis,

**Gráfica 3**  
Ratios de dependencia, 1950-2100



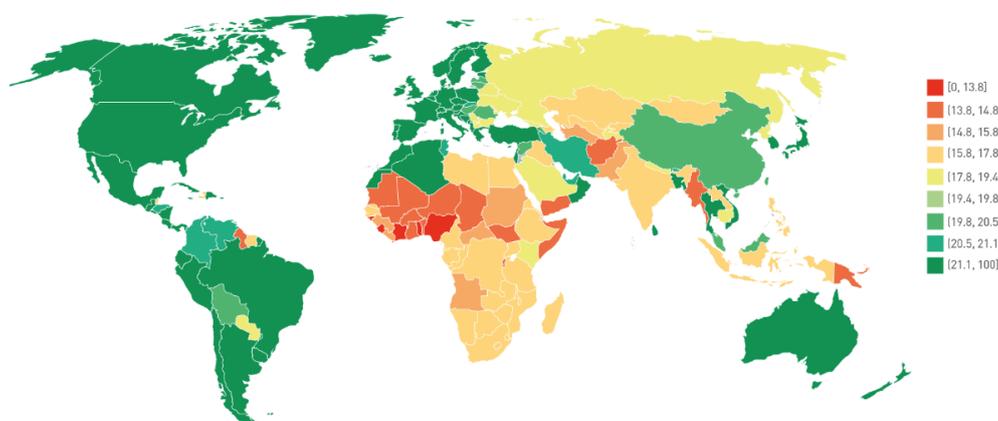
**Tabla 3**  
Esperanza de vida a los 65 años por regiones, 1955-2100  
(años a partir de los 65)

Región	1955-1960	1975-1980	1995-2000	2015-2020	2035-2040	2055-2060	2075-2080	2095-2100
Australia / Nueva Zelanda	14,0	15,5	18,3	21,1	23,0	24,8	26,6	28,5
Europa Occidental	13,7	15,0	17,8	20,5	22,6	24,4	26,2	28,1
Sur de Europa	13,6	15,1	17,6	20,3	22,4	24,3	26,1	28,1
Norte de Europa	13,9	15,0	16,9	20,0	22,2	24,0	25,8	27,6
América del Norte	14,4	16,3	17,7	20,0	21,9	23,7	25,2	26,7
Centroamérica	13,3	15,2	17,1	19,2	20,9	22,6	24,1	25,5
Sudamérica	12,6	13,5	15,8	18,4	20,2	22,0	23,6	25,1
Polinesia	10,8	12,2	14,1	16,6	18,8	21,0	22,8	24,6
Caribe	13,0	15,1	16,5	18,5	20,1	21,0	21,9	23,1
Asia Oriental	8,9	13,2	15,1	17,2	18,9	20,9	22,9	24,7
Asia Occidental	11,8	13,6	14,8	16,4	18,2	19,7	21,1	22,4
Micronesia	12,0	13,0	14,3	16,4	18,4	19,5	20,7	21,8
Europa del Este	13,6	14,2	13,9	16,3	17,7	19,3	21,0	22,4
Africa del Norte	11,8	12,8	13,9	15,4	17,1	18,7	20,1	21,5
Asia Sudoriental	11,4	12,7	14,1	15,4	16,7	18,1	19,4	20,9
Asia Meridional	10,4	11,9	13,3	14,8	15,9	17,4	18,8	20,3
Asia Central-Sur	10,5	12,0	13,3	14,8	15,9	17,4	18,8	20,4
Asia Central	13,0	14,6	13,9	14,4	15,7	17,1	18,7	20,6
Africa Oriental	10,5	11,7	12,6	14,4	15,5	17,0	18,6	20,0
Africa del Sur	11,6	11,4	12,6	13,8	15,1	16,5	18,2	19,7
África Central	10,4	11,6	12,1	13,6	14,7	15,9	17,2	18,7
Africa Sub-sahariana	9,9	11,2	11,8	13,2	14,3	15,6	17,1	18,5
Melanesia	10,0	11,7	12,9	14,1	14,8	15,5	16,3	17,4
África Occidental	8,9	10,4	10,8	11,6	12,6	13,6	14,8	16,3

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de la ONU)

esta información confirma con claridad el proceso progresivo de reducción de los ratios de población en edad de trabajar respecto de la población que alcanza la edad de jubilación a nivel global, previsto para las próximas décadas.

**Gráfica 4**  
Esperanza de vida a los 65 años, valores estimados para 2055-2060  
(años)



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

Si realizamos un análisis de sensibilidad, prolongando la edad de jubilación efectiva a los 70 años, se puede observar que la situación mejora notablemente aunque la tendencia sigue siendo marcadamente decreciente (véase la Gráfica 3).

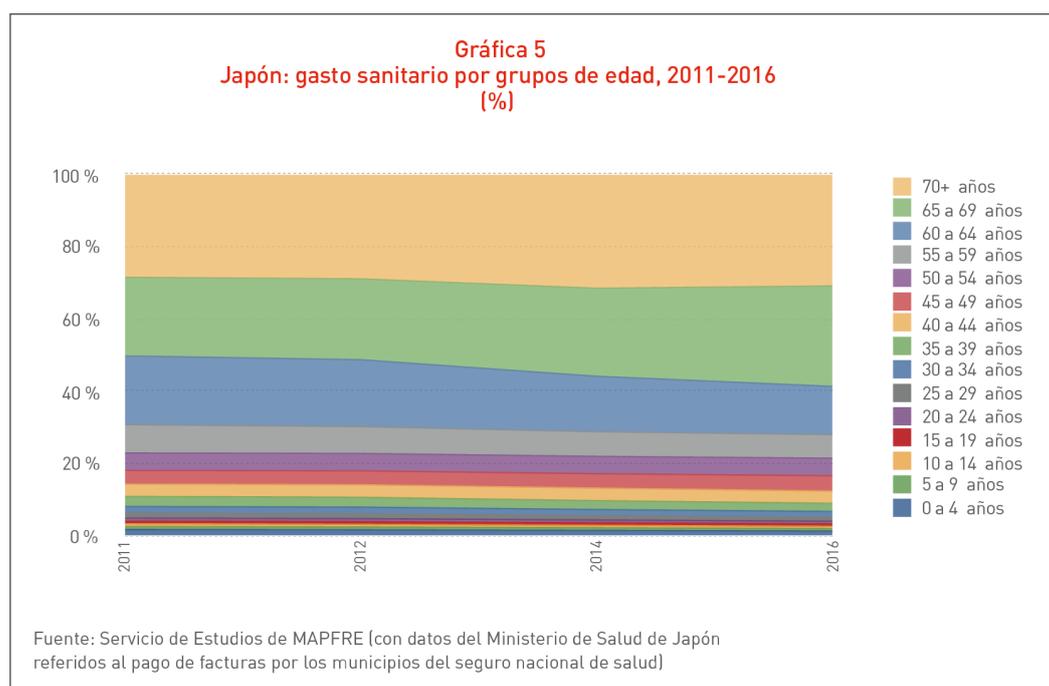
El segundo indicador especialmente relevante para los sistemas de pensiones es la esperanza de vida a los 65 años, que representa el tiempo que por término medio van a cobrar su pensión las personas jubiladas. La Tabla 3 muestra la evolución global por grandes regiones, según los datos históricos y las proyecciones de Naciones Unidas.

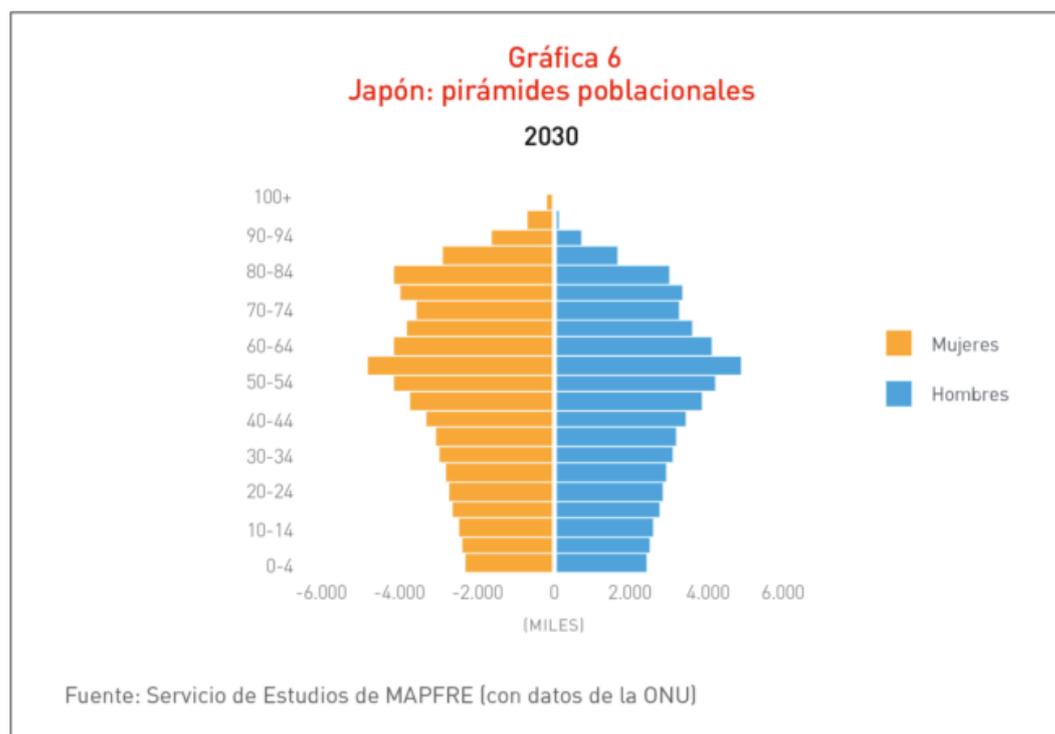
Puede observarse que las regiones de Australia-Nueva Zelanda, Europa y América del Norte actualmente presentan esperanzas de vida a los 65 años de 20 años o superiores. En las proyecciones para el período 2055-2060, superarían los 23 años, en tanto que la proyección para finales de siglo alcanzarían los 28 años en algunas de las regiones de Australia/Nueva Zelanda, Europa Occidental y el Sur de Europa.

El análisis por país que se presenta en la Gráfica 4 pone de manifiesto que en las próximas décadas países como Hong Kong, Macao, Japón, Martinica, Singapur, Francia, Guadalupe, España, Corea del Sur, Suiza o Italia alcanzarán esperanzas de vida a los 65 años de 25 años o superiores en el período 2055-2060 y se acercarán a los 30 años a finales de siglo, siendo los países del África Sub-sahariana los que tendrán menores esperanzas de vida.

### Gasto en salud: experiencia de Japón

Desde el año 2011, las autoridades locales japonesas recopilan información sobre las facturas sanitarias de su sistema nacional de salud a cargo de los municipios (ciudades, pueblos y entidades locales menores), por edad y y





tipología de enfermedades. El análisis de la información disponible hasta 2016 se ilustra en la Gráfica 5 y muestra que las personas mayores de 65 años acaparan en torno al 58,5% del gasto sanitario total.

Esto supone que la transición demográfica caracterizada por el envejecimiento poblacional tendrá gran impacto en el gasto sanitario total, por la llegada de nuevas cohortes de personas que alcanzan los 65 años de edad.

En la pirámide de población japonesa proyectada en 2030 (Gráfica 6), con las proyecciones de Naciones Unidas, se ve que a partir de ese año se empiezan a incorporar extensas cohortes de personas que cumplirán los 65 años, lo que incrementará sustancialmente su gasto sanitario. Este proceso tarde o temprano terminará replicándose previsiblemente en la mayor parte de la geografía mundial.

### Mercado de trabajo: importancia de las políticas de empleo

No puede dejar de mencionarse la importancia de las políticas económicas y de empleo que eviten situaciones de paro estructural, muy perjudiciales para la sostenibilidad de los sistemas de pensiones, en un entorno en el que el ratio de las personas en edad de trabajar que vienen a sostener con sus contribuciones a las personas jubiladas tiende a decrecer de forma pronunciada. En algunas economías, factores como la baja inserción laboral de la mujer o de determinados colectivos en función de su edad o de bajas rentas, pueden tener efectos adicionalmente dañinos en los respectivos sistemas.

### Longevidad y políticas públicas en pensiones

Ante la presión de la transición demográfica, el camino que ofrece mayores posibilidades de brindar sostenibilidad y estabilidad a los sistemas de pensiones en el medio y largo plazo pasa por avanzar en un mejor balance entre pilares, como mecanismo para redistribuir los riesgos a los que dichos sistemas están expuestos y, en última instancia, poder absorber de mejor forma los efectos económicos derivados de su potencial materialización. Desde un punto de vista instrumental, tras analizar diversas reformas en los últimos años a nivel internacional, su implementación responde en general a los siguientes principios:

- a. Mantenimiento y fortalecimiento de un esquema básico de apoyo social (Pilar 0), es decir, un mínimo solidario no contributivo de apoyo especialmente a los estratos de trabajadores que no logren concluir una carrera laboral que permita el acceso a una pensión de origen contributivo.
- b. Conformación de un primer pilar contributivo que combine la solidaridad inter-generacional con el esfuerzo del ahorro individual, aproximando las prestaciones del sistema a las contribuciones individuales.
- c. Generación de estímulos para que las empresas creen y gestionen (directa, o indirectamente a través de gestores profesionales) planes de pensión complementaria de tipo contributivo (especialmente de contribución definida) que se constituyan en un suplemento a las pensiones contributivas del primer pilar.
- d. Incentivos al ahorro individual y voluntario de medio y largo plazo, que los trabajadores hagan a través de gestores profesionales en productos financieros orientados a la generación de ingresos en la etapa de la jubilación, que complementen las pensiones provenientes del primer y segundo pilares.

### Longevidad y políticas públicas en salud

Los patrones tradicionales de los modelos sanitarios (bismarkiano, Beveridge o de libre mercado), en la actualidad vienen a desdibujarse, con una tendencia a extender la cobertura sanitaria de forma universal a la totalidad de las personas residentes de cada país, gratuita o de coste compartido, empleando para ello variantes de los modelos originales o bien una combinación de los mismos.

Por tanto, con independencia del modelo de salud específico, el sector público juega un papel fundamental a la hora de establecer las políticas públicas necesarias para hacer efectiva la obligación de los proveedores de servicios sanitarios (públicos o privados) de prestar una atención sanitaria adecuada a las personas a las que se les reconoce ese derecho.

La forma de prestar esa cobertura sigue diferentes patrones con una diversidad en la tipología y participación de instituciones y proveedores

sanitarios, en las fuentes de financiación e incluso en el propio alcance de la cobertura. En cualquier caso, el incremento generalizado actual de los volúmenes de deuda pública y déficit fiscales en la mayoría de los países a nivel mundial, agravados por el incremento de gasto en pensiones, dificultan la extensión presupuestaria de la financiación pública destinada a la cobertura de la atención sanitaria universal y, como ha quedado expuesto, el problema se agravará en el futuro como consecuencia del envejecimiento poblacional.

De la revisión de la experiencia internacional de una serie de sistemas de salud que muestran un elevado nivel de eficacia, existen una serie de políticas públicas que conviene destacar como elementos a considerar para enfrentar el desafío de la transición demográfica:

- a. Planes de ahorro para afrontar gastos en salud: La vinculación de ahorro de medio y largo plazo para la atención de las necesidades de salud, ha sido siempre uno de los aspectos que se ha considerado como clave en la mejora de la atención médica de los ciudadanos. Al respecto, el sistema sanitario de Singapur ha incorporado un plan de ahorro para sus ciudadanos con el fin de atender a sus necesidades futuras de salud (el denominado "Medi-Save"). A través de este mecanismo, los ciudadanos cuentan con un fondo que se va constituyendo mientras están sanos para hacer frente a los gastos sanitarios futuros.
- b. Incentivos a la contratación de seguros voluntarios de salud: Suelen tomar la forma de ventajas fiscales en la contratación de seguros voluntarios de salud individuales o colectivos, con el fin de aliviar la carga de los sistemas públicos de salud. En algún país (Australia), el incentivo se articula en forma de penalización a través del impuesto sobre la renta, imponiendo un recargo progresivo adicional a la tasa que pagan para la financiación del sistema público, en el caso de no contratar un seguro privado de salud.
- c. Mercados y comparadores electrónicos: Diversos países en los que los seguros privados de salud juegan un papel relevante en el esquema general de sanidad, han introducido normativamente comparadores electrónicos con el fin de facilitar la comparativa en precios y coberturas. En Estados Unidos, por ejemplo, con el fin de estimular a las pequeñas y medianas empresas a la contratación de seguros privados de salud para sus trabajadores, además de los créditos fiscales, se ha creado un mercado electrónico denominado "Small Business Health Options Plans" (SHOPs). Existen, asimismo, plataformas digitales para la contratación de seguros individuales gestionadas por los distintos estados o, en su defecto, a nivel federal (denominadas "exchanges") con contratos estandarizados, debiendo contar por ley con unas coberturas mínimas en cuanto a prestaciones.
- d. Fortalecimiento del rol de los seguros privados: El rol de las entidades aseguradoras viene determinado en gran medida por el modelo sanitario del territorio en el que operan. Normalmente juegan un papel

complementario al del sector público. Conforme el proceso de envejecimiento de la población avanza, los seguros de salud pueden jugar un papel complementario relevante en el marco de variantes que consideren asociaciones público privadas orientadas a apoyar la sostenibilidad de los sistemas sanitarios y a mejorar su nivel de eficacia.

- e. Corrección de fallos de mercado: Por último, es de destacar que en aquellos países en los que tienen implantado un sistema de salud con características propias de los sistemas de libre mercado o de coste compartido, existen programas de protección pública para determinados sectores más vulnerables de la población entre los que se incluyen a las personas mayores y de bajos recursos, que de otro modo no podrían acceder a una cobertura sanitaria a un coste razonable. Teniendo en cuenta la concentración del gasto sanitario de las personas que tiene lugar a partir de los 65 años de edad y la tendencia creciente del número de personas que pasará a formar parte de estas cohortes, las políticas públicas que introduzcan estos mecanismos de corrección en el funcionamiento del libre mercado adquirirán cada vez mayor relevancia.

El estudio [Envejecimiento poblacional](#), elaborado por MAPFRE Economics viene a profundizar sobre los temas tratados en este artículo. Este estudio se encuentra disponible en el siguiente [enlace](#).

## Localización de inversiones del sector asegurador

Autor: MAPFRE Economics

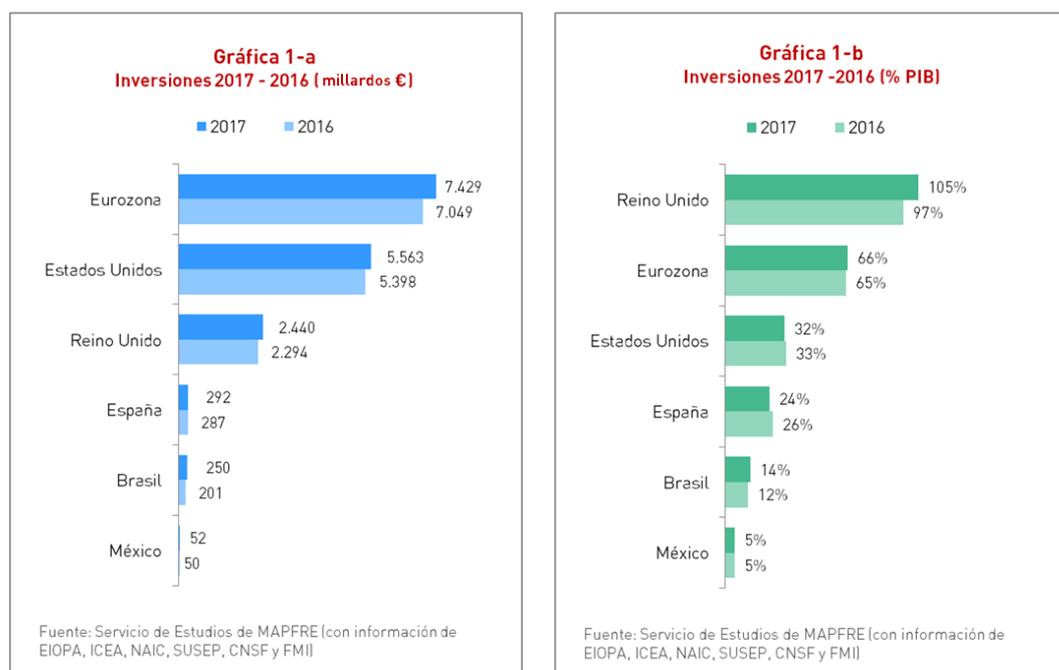
El presente artículo ofrece una visión comparada de la localización de las inversiones de las entidades aseguradoras, por tipología de activos, en una selección de mercados, la cual incluye tanto desarrollados (la Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido y España) como emergentes (Brasil y México), referida al cierre de 2017. Este análisis ofrece una primera aproximación al perfil de riesgo de sus carteras a través de los pesos de las grandes categorías de activos en la cartera de inversión agregada de cada mercado.

Complementariamente, 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 2018. Este análisis muestra, además, información comparada del rating de los activos de renta fija y su variación respecto del año anterior, con el fin de ofrecer una visión más profunda en la comparativa sobre su perfil de riesgo.

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

### Localización de inversiones a nivel de mercados

Las Gráficas 1-a y 1-b ofrecen una idea del tamaño de las carteras de inversión del conjunto de las compañías aseguradoras de los mercados



analizados y de su importancia relativa respecto al PIB. De esta información se desprende que el importe agregado de las carteras de inversiones para la muestra de mercados analizados ascendió a 16 billones de euros en 2017, representando porcentajes significativos del PIB en los respectivos mercados, siendo el caso más destacable el del Reino Unido en donde dicha relación asciende al 105%.

Como se ha puesto de relieve en otros análisis preparados por el Servicio de Estudios de MAPFRE, de esta información se desprende que el sector asegurador es uno de los grandes inversores institucionales a nivel global. Baste señalar que las aseguradoras de los mercados seleccionados gestionan un volumen de activos superior al PIB agregado de los países de la Eurozona y ligeramente inferior al PIB de Estados Unidos. A través de esta función, la industria aseguradora contribuye a la formación de capital por medio de un flujo estable de recursos para la financiación de largo plazo de proyectos que impulsan el crecimiento económico, aportando además estabilidad al sistema financiero, al proveer una financiación estable que reduce la pro-ciclicidad en momentos de crisis.

En la Gráfica 1-a se observa que el volumen de las inversiones gestionadas aumenta en términos absolutos en todos los mercados objeto de análisis, respecto del año anterior. Sin embargo, medidas en términos relativos se aprecia que en España y en Estados Unidos se produjo una reducción en el peso de las inversiones gestionadas en relación al tamaño de sus respectivas economías, medido en términos de PIB (véase la Gráfica 1-b). Los demás mercados vieron aumentar su peso relativo, siendo el mayor aumento el experimentado por el Reino Unido (+8 puntos porcentuales), seguido de Brasil (+2 puntos porcentuales).

Es también destacable que el peso de las inversiones gestionadas por las entidades aseguradoras respecto al PIB de los mercados desarrollados es sustancialmente mayor que en los mercados emergentes. Esto se explica por el menor desarrollo del negocio de Vida en estos últimos, lo que viene a ser un indicador del potencial que tienen estos mercados en esa línea de negocio.

#### *Carteras vinculadas al negocio tradicional frente al negocio unit-linked*

La Tabla 1 muestra la proporción del negocio tradicional y el negocio del tipo "unit linked", en aquellos mercados en los que la información disponible permite realizar esa distinción.

Tabla 1  
Distribución de las inversiones (negocio tradicional vs unit-linked)

Tipos de negocio	EUROZONA		ESTADOS UNIDOS		REINO UNIDO		ESPAÑA	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016
<b>Cartera negocio ordinario</b>	84%	85%	70%	71%	46%	46%	94%	95%
<b>Cartera negocio tipo unit linked</b>	16%	15%	30%	29%	54%	54%	6%	5%

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

En general, puede afirmarse que una proporción más alta de negocio "unit linked" es un indicador del grado de sofisticación de los mercados de seguros, siendo el Reino Unido el que mayor proporción presenta (más del 54% de su cartera total). Le sigue Estados Unidos, que en 2017 alcanzó el 30% de su cartera. En todos los mercados mostrados se aprecian incrementos en la proporción de productos en los que los tomadores asumen el riesgo de la inversión (tipo unit-linked) en los dos años analizados, excepto en el Reino Unido que presenta un porcentaje similar.

Por otra parte, la Tabla 2 muestra la desagregación de la cartera de inversiones afecta al negocio tradicional y la Tabla 3 la variación en la composición de las carteras en los años analizados.

Se puede observar que en la Eurozona se produjo a nivel agregado un movimiento hacia activos de mayor riesgo, cuya causa puede atribuirse al entorno sostenido de bajos tipos de interés.

En los Estados Unidos también se aprecia una reasignación similar, con una caída de las inversiones en renta fija soberana y un aumento de la renta variable, en el que pudieron haber influido las expectativas de subidas de tipo de interés por el proceso de normalización monetaria que llevó a cabo la Reserva Federal que incrementó cuatro veces el tipo de interés oficial durante 2018.

Tabla 2  
Desagregación de las carteras de inversiones (negocio tradicional)

Tipos de activo	EUROZONA		ESTADOS UNIDOS		REINO UNIDO		ESPAÑA	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016
Renta fija corporativa	32%	33%	50%	50%	34%	35%	20%	23%
Renta fija soberana	32%	32%	15%	16%	21%	22%	57%	55%
Renta variable	16%	15%	14%	13%	16%	15%	7%	6%
Préstamos	5%	5%	10%	10%	9%	8%	1%	1%
Tesorería y depósitos	5%	5%	4%	4%	10%	9%	9%	9%
Inmuebles	2%	2%	1%	1%	3%	3%	2%	2%
Otras inversiones	8%	8%	7%	7%	7%	8%	4%	4%

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

Tabla 3  
Cambios en la composición de las carteras de inversiones, 2017-2018

VARIACIÓN 2017-2016	EUROZONA	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	ESPAÑA
Renta fija corporativa	↓ -1%	↔ 0%	↓ -1%	↓ -3%
Renta fija soberana	↔ 0%	↓ -1%	↓ -1%	↑ 2%
Renta variable	↑ 1%	↑ 1%	↑ 1%	↑ 1%
Préstamos	↔ 0%	↔ 0%	↑ 1%	↔ 0%
Tesorería y depósitos	↔ 0%	↔ 0%	↑ 1%	↔ 0%
Inmuebles	↔ 0%	↔ 0%	↔ 0%	↔ 0%
Otras inversiones	↔ 0%	↔ 0%	↓ -1%	↔ 0%

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

En cualquier caso es importante destacar que no se observan movimientos abruptos en la composición de las carteras de las entidades aseguradoras en ninguno de los mercados analizados, y que la mayor proporción de las inversiones se concentran en las de renta fija (soberana y corporativa). A diferencia de otras entidades financieras, el modelo de negocio asegurador conlleva la necesidad de implementar estrategias de inversión orientadas por el pasivo ("liability-driven investment strategies") con el objetivo de lograr un adecuado casamiento en plazo y tipos de interés entre los pasivos

asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan, lo que introduce restricciones a la hora de realizar relocalizaciones significativas en sus carteras del negocio tradicional.

Asimismo, los regímenes de regulación de solvencia de estos mercados están basados en riesgos por lo que penalizan en términos de capital regulatorio cualquier movimiento hacia mayores niveles de riesgo. En el último apartado de este artículo se da una idea de las cargas de capital aplicables a las distintas categorías de activos en la Unión Europea.

#### *Comparativa de la estructura de las carteras tradicionales en los mercados desarrollados y emergentes*

En la Tabla 4 se observa que, con independencia de la preeminencia de las inversiones de renta fija, los mercados más desarrollados presentan un porcentaje mayor de activos de riesgo en sus carteras de negocio tradicional, lo cual es un indicador de su mayor grado de sofisticación. El hecho de tener más desarrollados sus mercados financieros y de seguros les permite ofrecer una mayor variedad de seguros de ahorro que combinan garantías de tipos de interés con participaciones en beneficios ("future discretionary benefits"). En la referida Tabla 4 puede observarse que la composición de la cartera del mercado español se asemeja más a las de los mercados emergentes, lo que es indicativo del bajo nivel de desarrollo de su mercado de seguros de vida.

**Tabla 4**  
Estructura de las carteras de los mercados desarrollados y emergentes

Tipos de activo	EUROZONA	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	ESPAÑA	BRASIL	MÉXICO
Renta fija	64%	65%	55%	75%	91%	83%
Renta variable	16%	14%	16%	5%	8%	12%
Préstamos	5%	10%	9%	1%		3%
Tesorería y depósitos	5%	4%	10%	8%	0%	1%
Inmuebles	2%	1%	3%	3%	0%	1%
Otras inversiones	8%	7%	7%	6%	0%	0%

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

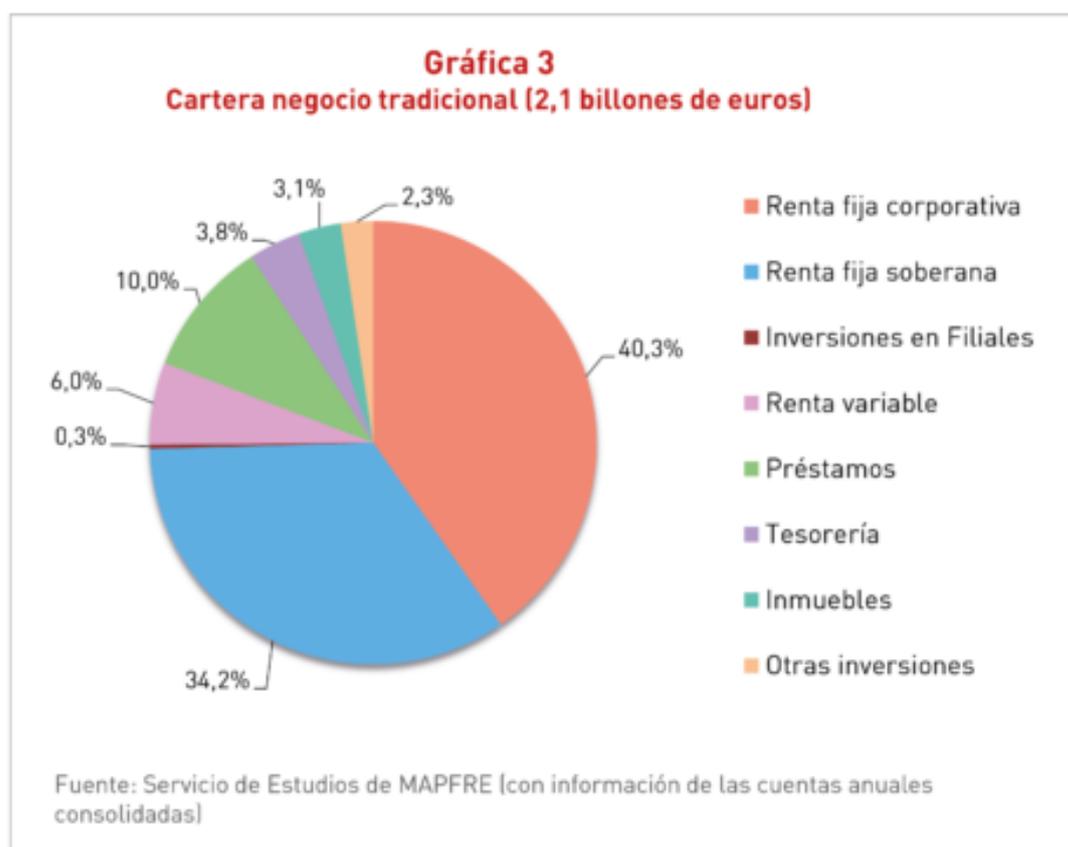
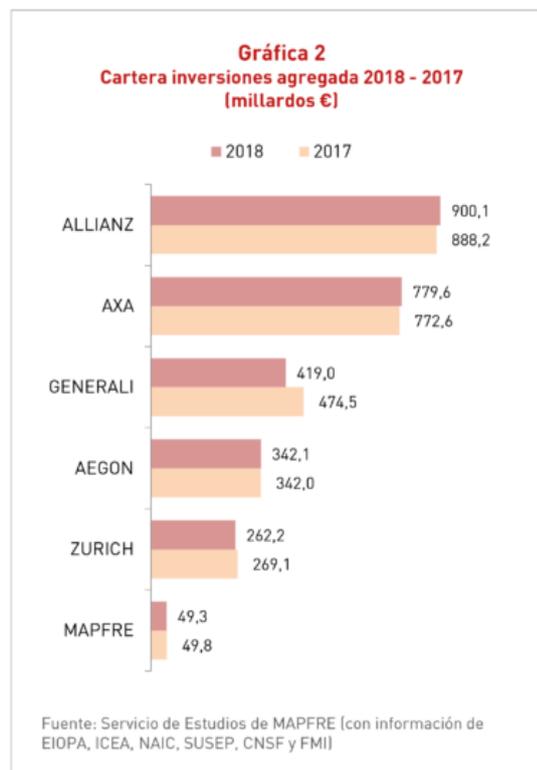
#### Localización de inversiones a nivel de grupos aseguradores

Se ha seleccionado una muestra de grupos aseguradores que disponen de una información suficientemente homogénea para realizar una comparativa de sus carteras de inversiones (incluyendo la cartera ordinaria, los préstamos concedidos, la tesorería y las inversiones afectas a productos tipo "unit-linked").

La información analizada en la Gráfica 2 muestra que los dos mayores grupos europeos bajo este criterio de análisis continúan siendo Allianz y Axa, a una distancia significativa del resto. Destaca el hecho de que Generali ve reducido su tamaño debido básicamente a la venta de su negocio de Generali Leben.

Como ocurre con lo analizado para los mercados aseguradores en general, en la cartera agregada de inversiones del negocio tradicional (excluido el negocio tipo unit-linked) de estos grupos predomina la renta fija corporativa, que representa el 40,3% de las inversiones (véase la Gráfica 3).

La renta fija soberana al cierre de 2018 representaba el 34,2% de la cartera, viendo reducido su peso en 1,05 puntos porcentuales respecto al cierre del año anterior (véase la Gráfica 4).



La Tabla 5 muestra el peso relativo al cierre de 2018 de las distintas categorías de activos para cada uno de los grupos aseguradores analizados y su comparativa respecto al año anterior.

La Tabla 6 por su parte muestra los cambios en la composición de la cartera de los respectivos grupos por tipología de activos entre los ejercicios 2017 y 2018.

**Gráfica 4**  
Variación 2018-2017 por categorías de activos



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de las cuentas anuales consolidadas)

**Tabla 5**  
Distribución de las carteras de inversiones (negocio tradicional), 2017-2018

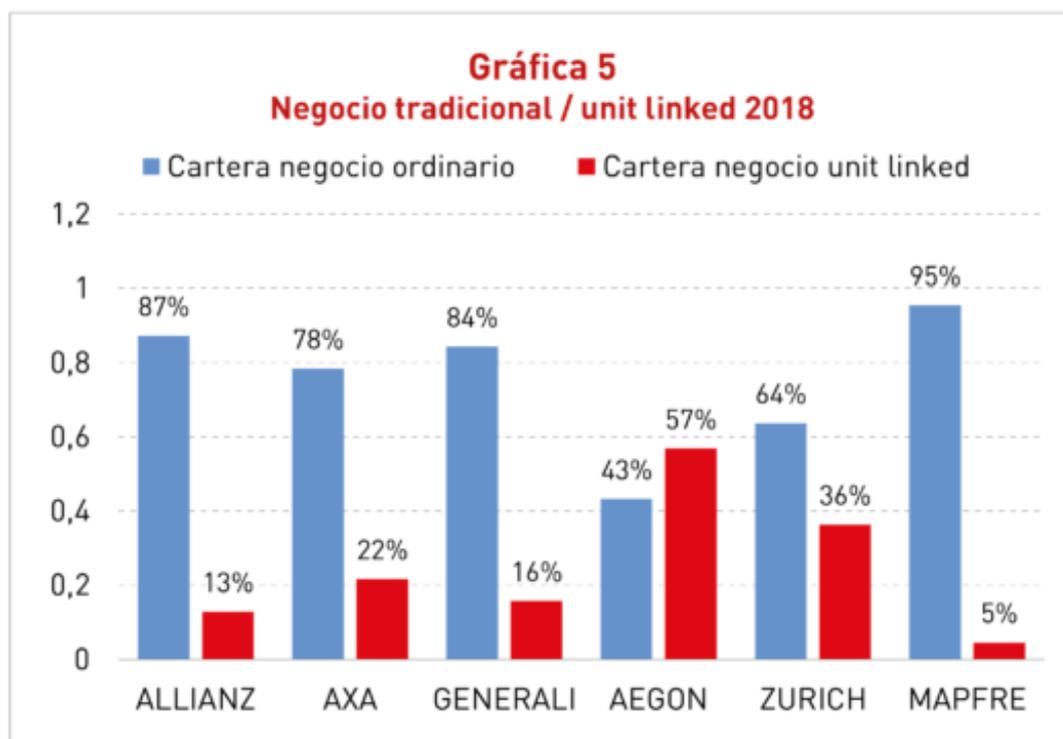
CATEGORÍA DE ACTIVOS	ALLIANZ		AXA		GENERALI		AEGON		ZURICH		MAPFRE	
	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017
<b>Renta fija corporativa</b>	47,0%	47,1%	36,0%	34,3%	37,6%	38,9%	36,5%	37,2%	39,6%	38,9%	19,0%	20,2%
<b>Renta fija soberana</b>	27,0%	27,8%	39,8%	41,1%	45,1%	45,3%	18,5%	19,8%	33,5%	34,4%	58,7%	57,7%
<b>Renta variable</b>	8,1%	7,8%	4,5%	5,3%	6,0%	4,9%	2,9%	2,4%	8,5%	8,8%	5,1%	5,1%
<b>Préstamos</b>	13,8%	13,6%	5,8%	5,8%	3,0%	2,9%	29,1%	26,9%	7,4%	7,8%	0,0%	0,0%
<b>Tesorería</b>	2,2%	2,2%	5,4%	4,2%	3,1%	3,4%	5,9%	7,3%	4,5%	4,1%	4,7%	3,9%
<b>Inmuebles</b>	1,6%	1,5%	3,6%	4,1%	4,3%	3,8%	1,8%	1,5%	6,5%	6,0%	4,5%	4,6%
<b>Otras inversiones</b>	0,4%	0,0%	4,9%	5,2%	0,8%	0,8%	6,7%	6,4%	0,0%	0,0%	8,1%	8,6%

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de las cuentas anuales consolidadas)

**Tabla 6**  
Cambios en la composición de las carteras de inversiones, 2017-2018

VARIACIÓN 2018-2017	ALLIANZ	AXA	GENERALI	AEGON	ZURICH	MAPFRE
<b>Renta fija corporativa</b>	↓ -0,2%	↑ 1,7%	↓ -1,3%	↓ -0,8%	↑ 0,7%	↓ -1,2%
<b>Renta fija soberana</b>	↓ -0,8%	↓ -1,3%	↓ -0,2%	↓ -1,3%	↓ -0,9%	↑ 1,0%
<b>Renta variable</b>	↑ 0,2%	↓ -0,8%	↑ 1,1%	↑ 0,5%	↓ -0,3%	⇒ 0,1%
<b>Préstamos</b>	↑ 0,2%	⇒ 0,0%	⇒ 0,1%	↑ 2,3%	↓ -0,4%	⇒ 0,0%
<b>Tesorería</b>	⇒ 0,0%	↑ 1,1%	↓ -0,2%	↓ -1,4%	↑ 0,5%	↑ 0,8%
<b>Inmuebles</b>	↑ 0,1%	↓ -0,5%	↑ 0,6%	↑ 0,4%	↑ 0,4%	↓ -0,1%
<b>Otras inversiones</b>	↑ 0,4%	↓ -0,3%	⇒ 0,0%	↑ 0,3%	⇒ 0,0%	↓ -0,5%

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de las cuentas anuales consolidadas)



#### *Negocio unit-linked en los grandes grupos aseguradores*

Por último, la Gráfica 5 y la Tabla 7 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, destaca el caso de Aegon, en el que la cartera del negocio unit-linked y asimilado presenta un porcentaje mayoritario. En los demás grupos aseguradores predominan las carteras vinculadas al negocio tradicional.

**Tabla 7**  
**Distribución de las carteras de inversiones por tipo de negocio, 2017-2018**

TIPOS DE NEGOCIO	ALLIANZ		AXA		GENERALI		AEGON		ZURICH		MAPFRE	
	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017
<b>Cartera negocio ordinario</b>	87,2%	86,6%	78,4%	76,3%	84,3%	84,1%	43,2%	43,3%	63,6%	62,6%	95,4%	95,3%
<b>Cartera negocio tipo unit linked</b>	12,8%	13,4%	21,6%	23,7%	15,7%	15,9%	56,8%	56,7%	36,4%	37,4%	4,6%	4,7%

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de las cuentas anuales consolidadas)

### Calidad crediticia de las carteras de los grandes grupos analizados

La Tabla 8 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 9 presenta los cambios en el perfil de crédito de las inversiones de las carteras.

**Tabla 8**  
Calificación crediticia de las carteras (negocio tradicional), 2018

CALIFICACIÓN CREDITICIA 2018	ALLIANZ		AXA	GENERALI		AEGON		ZURICH	MAPFRE
	Soberanos	Corporativos	Total	Soberanos	Corporativos	Soberanos	Corporativos	Total	Total
<b>AAA</b>	20,8%	20,9%	20,0%	5,5%	8,9%	74,9%	15,0%	25,2%	11,8%
<b>AA</b>	44,3%	15,2%	27,0%	32,9%	10,6%	18,1%	8,3%	26,7%	13,8%
<b>A</b>	14,2%	22,6%	24,0%	18,9%	25,3%	2,2%	33,2%	15,0%	51,5%
<b>BBB</b>	15,9%	33,7%	24,0%	41,7%	48,0%	3,5%	34,4%	28,3%	19,5%
<b>&lt;BBB</b>	3,9%	2,7%	2,0%	0,9%	6,3%	1,3%	6,8%	3,8%	2,3%
<b>Non rated</b>	0,9%	4,8%	3,0%	0,0%	0,9%	0,0%	2,3%	1,0%	1,2%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>								

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de las cuentas anuales consolidadas)

**Tabla 9**  
Cambios en la calidad crediticia, 2017-2018

VARIACIÓN EN LA CALIFICACIÓN CREDITICIA 2018-2017	ALLIANZ		AXA	GENERALI		AEGON		ZURICH	MAPFRE
	Soberanos	Corporativos	Total	Soberanos	Corporativos	Soberanos	Corporativos	Total	Total
<b>AAA</b>	0,7%	-1,3%	0,0%	-1,8%	-0,9%	0,1%	-2,8%	0,0%	4,2%
<b>AA</b>	0,6%	1,7%	-2,0%	-0,1%	-0,6%	-0,6%	0,9%	0,0%	-3,1%
<b>A</b>	5,1%	-2,0%	2,0%	7,2%	-3,3%	1,2%	-2,7%	-2,5%	38,0%
<b>BBB</b>	-6,4%	1,0%	0,0%	-5,4%	5,8%	-0,6%	3,0%	2,4%	-39,3%
<b>&lt;BBB</b>	0,1%	0,4%	0,0%	0,1%	-1,1%	-0,2%	-0,5%	-0,3%	0,0%
<b>Non rated</b>	-0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	0,5%	0,1%

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de las cuentas anuales consolidadas)

En general, se observa una mejora en la calidad crediticia de las inversiones en renta fija soberana. En este sentido, destaca el caso de MAPFRE, con la ayuda de la mejora en el rating soberano del Reino de España por parte de las principales agencias de rating en 2018.

Sin embargo, los cambios en la calificación crediticia de las carteras de renta fija corporativa han sido, en general, de sentido contrario al de la deuda soberana, con una tendencia a incrementos en su perfil de riesgo.

### La influencia de las cargas de capital en la conformación de las carteras

Finalmente, a continuación se muestra una comparativa de las cargas brutas de capital regulatorio por tipología de activos, requerido a las entidades aseguradoras que aplican la fórmula estándar en Solvencia II para las principales categorías de inversiones.

En este sentido, en la Tabla 10 se muestran las cargas de capital aplicables, por año de duración, a las inversiones en bonos de renta fija. Para calcular la carga bruta total de un bono concreto debe multiplicarse su duración modificada por los porcentajes que aparecen en la tabla. Para duraciones superiores a cinco años, los porcentajes aplicables al exceso de duración son algo menores, con el propósito de no penalizar en exceso a las inversiones a largo plazo.

**Tabla 10**  
Cargas brutas de capital aplicables a bonos por año de duración bajo Solvencia II

CALIFICACIÓN CREDITICIA	Bono soberano EEE	Bono soberano no EEE	Bono corporativo	Infraestructuras admisibles	Cédulas hipotecarias	Titulizaciones Tipo 1	Titulizaciones Tipo 2
<b>AAA</b>	0%	0%	0,9%	0,64%	0,7%	2,1%	12,5%
<b>AA</b>	0%	0%	1,1%	0,78%	0,9%	3,0%	13,4%
<b>A</b>	0%	1,1%	1,4%	1%	1,4%	3,0%	16,6%
<b>BBB</b>	0%	1,4%	2,5%	1,67%	2,5%	3,0%	19,7%
<b>BB</b>	0%	2,5%	4,5%	4,5%	4,5%	82,0%	82,0%
<b>B</b>	0%	4,5%	7,5%	7,5%	7,5%	100%	100%
<b>Inferior B</b>	0%	4,5%	7,5%	7,5%	7,5%	100%	100%

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de EIOPA)  
EEE: Espacio Económico Europeo

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

En el caso de inversiones en renta variable, la carga bruta de capital aplicable a las acciones cotizadas en mercados regulados de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) es del 39% del valor de las acciones. Sobre esta carga existen ajustes simétricos contra-cíclicos que son publicados mensualmente por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA).

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

Por último, existen cargas de capital adicionales en caso de existir concentraciones de riesgos por encima de determinados umbrales y en el caso de una deficiente gestión del riesgo por descasamiento de flujos y/o de divisas entre activos y pasivos.

## Panorama económico global

Autor: MAPFRE Economics

Síntesis de conclusiones del informe:  
MAPFRE Economics

*[Panorama económico y sectorial 2019: perspectivas hacia el segundo trimestre](#)*  
Madrid, Fundación MAPFRE, abril 2019

### Situación actual

Al fuerte crecimiento registrado entre 2017 y la primera mitad de 2018, le siguió una notable ralentización de la actividad durante el segundo semestre del año pasado, como consecuencia de la confluencia de factores que afectan a las principales economías.

Por un lado, el crecimiento de China disminuyó tras una combinación de los necesarios ajustes regulatorios para frenar la banca en la sombra y un aumento de las tensiones comerciales con los Estados Unidos.

De otro lado, la economía de la Eurozona perdió más impulso del previsto, en virtud de la confluencia de varios factores: (i) el debilitamiento de la confianza de los consumidores y las empresas; (ii) la perturbación de la producción de automóviles en Alemania por la introducción de nuevas normas sobre emisiones; (iii) la caída de la inversión en Italia a medida que se ampliaban los diferenciales de riesgo soberano, y (iv) el debilitamiento de la demanda externa, especialmente la proveniente de los países emergentes de Asia.

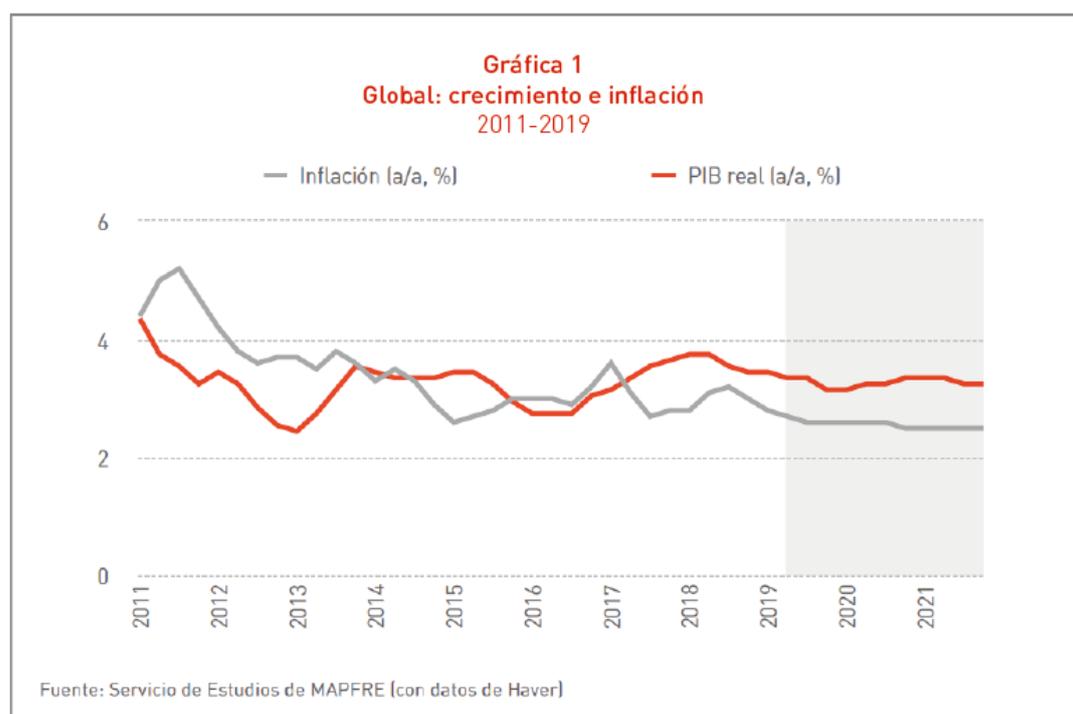
Por último, las tensiones comerciales afectaron cada vez más a la confianza de las empresas y, por lo tanto, empeoraron la confianza de los mercados financieros, con un endurecimiento de las condiciones financieras para los mercados emergentes vulnerables en la primavera de 2018 y, posteriormente, en las economías avanzadas a lo largo del año, lo que afectó a la demanda mundial.

Las condiciones financieras globales se han suavizado en 2019 a medida que la Reserva Federal de los Estados Unidos señalaba una postura de política monetaria más acomodaticia y los mercados se volvieron más optimistas acerca de un acuerdo comercial entre ese país y China. Al mismo tiempo, China abundaba de nuevo en la narrativa pro estímulo y en la Eurozona se tamizaba cualquier expectativa de normalización monetaria. A pesar de todo ello, las condiciones financieras y reales en lo que va de 2019 siguen siendo más restrictivas de lo que lo fueron en el momento álgido del ciclo anterior, a finales del segundo trimestre de 2018.

### Hacia adelante

Como resultado de esta evolución, ratificamos nuestra previsión de inicios de año por la cual creemos que el crecimiento mundial pasará del 3,6% alcanzado durante 2018, al 3,3% en 2019 y 2020; ello bajo el principio de un escenario base de ajuste ordenado. La gráfica 1 muestra esta evolución de actividad y precios de manera agregada global.

Repasando nuestra visión general por geografías, la dinámica de la actividad económica global ha estado condicionada por diferentes fuentes. En la Eurozona, se prevé que el ritmo de crecimiento se vea ralentizado. Los mercados emergentes, por su parte, han venido desempeñando un papel relevante, sea por la estabilización gradual de las condiciones de ciertas economías en dificultades (Argentina y Turquía), como por el renovado impulso que la política expansiva de China y la recuperación de una política monetaria laxa en Estados Unidos puede tener para las economías en desarrollo; condiciones que se prevé continúen más allá del 2019. Por el contrario, se prevé que la actividad en las economías avanzadas continúe disminuyendo gradualmente a medida que el impacto del estímulo fiscal de



los Estados Unidos se desvanezca y el crecimiento tienda hacia el modesto potencial de este grupo de economías.

Más allá de 2020, se prevé que el crecimiento mundial se estabilice en torno del 3,3-3,4%, sostenido por el aumento del tamaño relativo de economías como las de China y la India, que, según las proyecciones, tendrán un crecimiento robusto en comparación con las economías desarrolladas y emergentes de crecimiento más lento (a pesar de que el crecimiento chino se moderará con el tiempo). Así, el crecimiento de renta, población y profundización financiera provocará un continuado incremento en el potencial de estos países.

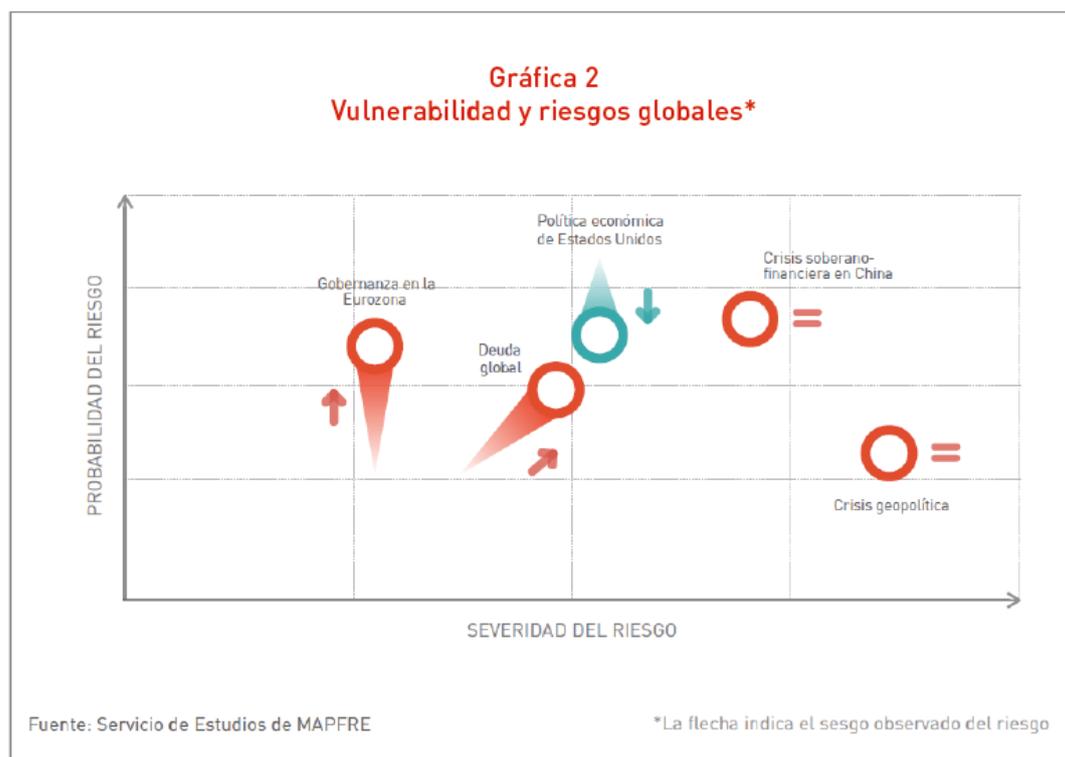
El crecimiento de largo plazo antes comentado está en línea con un nuevo potencial global visiblemente más bajo del que se consideraba hace unos años, como consecuencia básicamente de las dinámicas de población, la carga de la deuda total global, el avance tecnológico y su impacto en la productividad, entre otros factores. De esta forma, el tibio crecimiento de la productividad laboral y la desaceleración de la expansión de la fuerza laboral en medio del envejecimiento de la población, arrastrarán el crecimiento de las economías avanzadas a un nivel más bajo durante el horizonte de proyección. Lo anterior es consistente con la tesis del “estancamiento secular” que se ha venido sosteniendo en los informes Panorama económico y sectorial desde finales de 2016.

Se prevé que el crecimiento en los mercados emergentes y en las economías en desarrollo se estabilice ligeramente por debajo del 5%, aunque con variaciones por región y país. Las perspectivas de referencia para los países emergentes de Asia siguen siendo favorables, y se prevé que el crecimiento de China se desacelere gradualmente hacia niveles sostenibles y la convergencia de las economías fronterizas hacia niveles de ingresos más altos.

En el caso de otras regiones, las perspectivas se complican por una combinación de estrangulamientos estructurales, un crecimiento más lento de las economías avanzadas y, en algunos casos, un elevado nivel de endeudamiento, además de unas condiciones financieras más estrictas. Estos factores, junto con la moderación de los precios de los productos básicos (y las tensiones socio-políticas en algunos casos), contribuirán a la moderación de las perspectivas a medio plazo, especialmente para América Latina y Medio Oriente y el norte de África (MENA).

### Balance de riesgos

Si bien el crecimiento mundial podría sorprender favorablemente si las diferencias comerciales se resuelven rápidamente, de modo que la confianza empresarial se recupere y el sentimiento de los inversores se fortalezca aún más, el balance de riesgos sigue siendo a la baja (ver gráfica 2). En este sentido, se reiteran como riesgos existentes: (i) la gobernanza de la Eurozona, que parece aumentar en probabilidad pero no aumentar severidad, con la participación del Reino Unido en las elecciones europeas y el posible contagio del populismo tanto en Finlandia como en Polonia; (ii) el riesgo



derivado de la política económica en Estados Unidos, que se ha tamizado gracias al modo “wait and see” de la Reserva Federal, y (iii) el ajuste macro financiero en China, independientemente de que sus políticas contra-cíclicas fiscales actuales funcionen y los problemas de geopolítica y relaciones globales se mantengan (el acuerdo comercial entre Estados Unidos y China avanza, a la par que Estados Unidos parece apuntar a la Eurozona como nuevo objetivo en la política económica).

Además de estos riesgos, dada la dominancia en la narrativa de la agenda de política económica global, es imprescindible retomar la relevancia que podrán tener en los niveles de apalancamiento global, tanto público (en algunos países desarrollados como emergentes-frontera) como privado (en el caso del sector corporativo emergente con algunos niveles de endeudamiento en monedas fuertes), el resurgimiento de los mercados de crédito (Sponsor Leverage Loans y Lite Covenant Loans) con su principal nicho en la banca en la sombra. Se trata de mercados desconocidos, enormes y fuertemente condicionados a una subida del coste de financiación (vía aversión al riesgo o tipos de interés).

Esta constelación de riesgos obliga a plantearse un escenario alternativo negativo. Sin ser equiparable a la situación previa a la crisis de Lehman (los instrumentos y el estado de los agentes son mejores hoy) una crisis podría activarse por similares detonantes (crisis de liquidez, confianza, etc.) y afectar vía expectativas a los precios. Un mecanismo que, para efectos del escenario alternativo previsto en este informe, se ha modulado a través de una corrección bursátil y de confianza que reduciría sensiblemente el crecimiento global hasta rozar (pero no alcanzar) la recesión. Aunque consideramos que

el escenario base domina, el escenario alternativo tiene una probabilidad no despreciable.

El análisis completo puede encontrarse en el informe [Panorama económico y sectorial 2019: perspectivas hacia el segundo trimestre](#) elaborado MAPFRE Economics y que se encuentra disponible en el siguiente [enlace](#).

## Panorama sectorial de la industria aseguradora

Autor: MAPFRE Economics

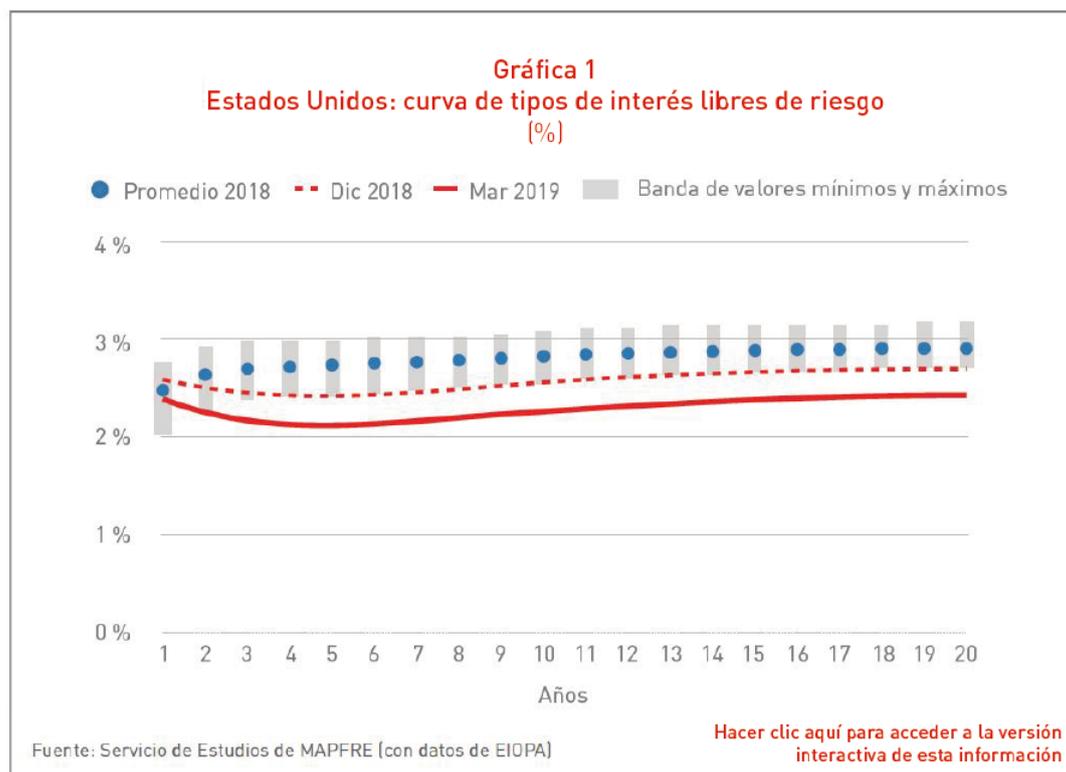
Síntesis de conclusiones del informe:  
MAPFRE Economics

*[Panorama económico y sectorial 2019: perspectivas hacia el segundo trimestre](#)*  
Madrid, Fundación MAPFRE, abril 2019

La desaceleración prevista en el crecimiento económico global en 2019, el freno en el proceso de normalización monetaria en Estados Unidos (véase la Gráfica 1) y el retorno hacia políticas monetarias más acomodaticias de algunas de las grandes economías mundiales anticipan una ralentización en el crecimiento del negocio asegurador a nivel global. Las medidas de política monetaria y fiscal que están adoptando algunos países podrían suavizar el impacto en la economía y en la industria aseguradora, pero de momento se espera una desaceleración.

En la Eurozona, la revisión a la baja en las previsiones de crecimiento ha sido incluso más acusada, lo que podría traducirse en una ralentización mayor del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo. Por otro lado, estas expectativas de desaceleración y de baja inflación han llevado al Banco Central Europeo (BCE) a un discurso más acomodaticio en sus declaraciones de política monetaria; ya no se espera la primera subida de tipos sino hasta 2020, y el BCE no ha tomado de momento ninguna decisión para la normalización de los tipos de depósito, aún en terreno negativo ([aquí puede consultarse la versión interactiva de esta información](#)). Este entorno de bajos tipos de interés continuará perjudicando el desarrollo de los productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias.

En España continúa la tendencia hacia una desaceleración suave de la economía, aunque menor de lo esperado para el conjunto de la Eurozona, por lo que las expectativas continúan siendo favorables para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo, si bien con una tendencia a desacelerarse. En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias



tradicionales, persiste el panorama de bajos tipos de interés que viene lastrando este negocio, como en el resto de la Zona Euro.

En las economías emergentes, como aspecto positivo, destaca el control de la inflación y de la depreciación de la moneda conseguido en el primer trimestre del año por algunas economías como Brasil y México, lo cual son buenas noticias para el desarrollo de sus respectivos mercados aseguradores. Otras economías, como Argentina y Turquía, deben todavía afrontar las reformas estructurales necesarias para controlar las principales variables económicas, en el medio plazo.

En cuanto a las grandes tendencias regulatorias, en la Unión Europea cabe destacar que el 8 de marzo de 2019 la Comisión Europea adoptó la modificación del Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de Solvencia II que afectan a algunos elementos del cálculo del capital de solvencia obligatorio bajo la fórmula estándar. El Parlamento Europeo y el Consejo disponen de un plazo de tres meses para formular objeciones. De no hacerlo, esta reforma entrará en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea. Asimismo, el 4 de abril de 2019 el Parlamento Europeo adoptó formalmente el texto del Reglamento sobre un producto paneuropeo de pensiones individuales (Reglamento PEPP).

A nivel global, el 4 de abril de 2019 la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) hizo públicos los comentarios recibidos sobre la nueva versión del futuro Estándar Global de Capital "ICS Version 2.0". El 30 de abril, la IAIS lanzó un nuevo análisis de campo para valorar las distintas opciones y

cuestiones que continúan abiertas, entre las que destacan las valoraciones de activos y pasivos, la consideración de los beneficios de diversificación en la agregación de las cargas de capital, y el tratamiento del efecto impositivo, entre otras. La adopción del "ICS Version 2.0" está programada para noviembre de 2019.

El análisis completo en torno a las perspectivas sectoriales de la industria aseguradora puede encontrarse en el informe [Panorama Económico y Sectorial 2019: perspectivas hacia el segundo trimestre](#), elaborado por MAPFRE Economics y que se encuentra disponible en el siguiente [enlace](#).

## Los grupos aseguradores en Solvencia II

Autor: María Nuche Otero

La Directiva 2009/138 CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Directiva de Solvencia II), supone un avance fundamental en el establecimiento y reconocimiento de normas comunes y armonizadas aplicables a todos los grupos aseguradores que ejercen su actividad en el ámbito de la Unión Europea.

Esta normativa comunitaria implica una necesaria adaptación de todos los grupos aseguradores a un nuevo entorno regulatorio, que otorga un papel absolutamente protagonista a la supervisión adicional a nivel de grupo, que se cimenta en un enfoque basado en la gestión de riesgos y que abarca tal diversidad multidisciplinar de aspectos, que requiere la involucración de cada una de las partes integrantes de la estructura global del grupo.

Por primera vez, por tanto, se adopta en la Unión Europea un marco normativo global relativo a los grupos aseguradores, completo y complejo, que garantiza unas reglas de juego iguales para todos los participantes en el mercado común de los seguros y que supone en definitiva, un grado homogéneo de protección de los intereses de los asegurados en toda la Unión Europea.

El objetivo fundamental de mi libro "El impacto de Solvencia II en los grupos de entidades aseguradoras" (Fundación MAPFRE) ha sido identificar, analizar y profundizar en cada uno de los aspectos regulados en Solvencia II, que puedan tener un impacto potencial en la gestión de los grupos aseguradores europeos, detectando aquellas áreas o materias que por su especial relevancia puedan tener una incidencia mayor, tanto por traducirse

en unos mayores o menores requerimientos de capital para el grupo, como por implicar profundos cambios en la organización, en la gestión o en la propia estructura de los grupos aseguradores.

El enfoque del libro ha sido sumamente ambicioso en cuanto a su alcance, ya que se ha analizado materias tan diversas como el alcance de la supervisión de grupo, el cálculo de la solvencia de grupo, el sistema de gobierno y el Orsa a nivel de grupo, la valoración de equivalencia de terceros países, las particularidades de los grupos con gestión centralizada de riesgos y de los grupos mutuales y la obligación de suministro de información al supervisor y de información pública de los grupos de entidades aseguradoras, es decir, que se ha profundizado y analizado el impacto de los requerimientos exigidos, para los grupos de entidades aseguradoras, en los tres Pilares de Solvencia II.

Así, el enfoque basado en riesgos, la visión prospectiva del negocio, la valoración a mercado de los elementos del balance, los requerimientos de un capital regulatorio basado en los riesgos asumidos, los requisitos en torno al sistema de gobernanza y los exhaustivos requerimientos de transparencia con el mercado y con el supervisor, son todos ellos aspectos que van ser aplicados mutatis mutandis a nivel de grupo y que por lo tanto han sido objeto de un análisis en profundidad en este libro.

El libro ha seguido un enfoque eminentemente práctico, tratando de recoger la diversa casuística que existe en los grupos aseguradores europeos y centrándose en las particulares características del mercado de seguros español.

Para ello, se ha realizado un análisis exhaustivo de los principales aspectos relativos a la aplicación de Solvencia II a los grupos aseguradores:

### 1. La supervisión de los grupos aseguradores españoles: origen y evolución

Como punto de partida, se ha analizado la evolución en la supervisión de los grupos aseguradores españoles y en particular la normativa de supervisión aplicable conforme a Solvencia I, así como la normativa contable aplicable a los mismos.

### 2. Los grupos de entidades aseguradoras sujetos a supervisión en solvencia II: regulación, alcance y supervisión

Solvencia II introduce cambios importantes en la definición y en el alcance de los grupos de entidades aseguradoras sujetos a supervisión. Asimismo, se introducen cambios en el tratamiento de algunas filiales y entidades participadas que van a incidir en la estructura final de los grupos sujetos a supervisión y por lo tanto en su tratamiento respecto al cálculo de la solvencia a nivel de grupo.

La Directiva de Solvencia II proclama como principio general la supervisión del grupo a nivel de matriz última europea, mediante la identificación de un Supervisor de grupo, aunque también recoge también la posibilidad de aplicar otros niveles de supervisión intermedios.

Como consecuencia del cambio de enfoque en la supervisión, la normativa de Solvencia II obliga más que nunca a la necesaria coordinación entre autoridades de supervisión europeas implicadas en la supervisión de cada grupo.

Para ello se habilitan numerosas normas de distinto alcance jurídico que regulan cómo van a desarrollarse estas relaciones. Esta normativa supone un primer nivel en el establecimiento de las reglas del juego, pero permite que sean las autoridades de supervisión, a través de los Acuerdos de Coordinación de los Colegios de Supervisión, las que diseñen de forma interna y conjunta la dinámica de las relaciones que van a definir su actividad en la supervisión del grupo.

### 3. Situación financiera de los grupos de entidades aseguradoras (Pilar I)

Uno de los cambios más significativos de la normativa de Solvencia II, es la forma de cálculo de la solvencia a nivel de grupo, con un enfoque basado en riesgos y una mecánica muy concreta en torno a la aplicación de dos métodos de cálculo (consolidación y deducción-agregación) así como a la valoración de las distintas entidades vinculadas, en función de su naturaleza jurídica y de su grado de vinculación.

La supervisión de la solvencia del grupo se complementa con la supervisión de las operaciones intragrupo y concentraciones de riesgos.

### 4. La valoración de la equivalencia de terceros países

Otra de las novedades importantes de Solvencia II es el procedimiento de valoración de equivalencia de terceros países realizados por la Comisión Europea, EIOPA y los propios supervisores nacionales, así como el impacto que dicha valoración tendrá en grupos con matrices o filiales situados en dichos terceros países.

### 5. Particularidades de determinados tipos de grupos: grupos con gestión centralizada de riesgos y grupos mutuales

También ha sido analizado en el libro el régimen aplicable a los denominados grupos con gestión centralizada de riesgos, sistema residual del régimen del "group support" previsto en las negociaciones iniciales de la Directiva de Solvencia II, así como el desarrollo normativo nacional previsto para los grupos formados por mutuas de seguros y mutualidades de previsión social.

### 6. Sistema de gobierno de grupo y ORSA de grupo (Pilar II)

La Directiva de Solvencia II regula los denominados requerimientos de Pilar II, que son los relativos al Sistema de gobierno de las entidades aseguradoras y reaseguradoras y sus grupos y a la evaluación interna de los riesgos y de la solvencia (ORSA).

Todos los requisitos relativos al sistema de gobernanza a nivel individual, serán de aplicación mutatis mutandis a nivel de grupo. Estos requisitos abarcan diferentes aspectos, como son los siguientes:

- Requisitos generales de gobernanza;
- Exigencias de aptitud y honorabilidad;
- Gestión de riesgos y Control interno;
- Funciones clave;
- Externalización;
- ORSA

### 7. Información pública y a efectos de supervisión a nivel de grupo (Pilar III)

Las obligaciones de transparencia y reporting recogidas en la normativa de Solvencia II para los grupos de entidades aseguradoras y reaseguradoras, tienen como finalidad informar, tanto al mercado como a los supervisores, de los riesgos y de la gestión de los mismos que hacen los grupos aseguradores, de tal forma que se pueda evaluar la adecuación de esta gestión y su impacto en la situación financiera y patrimonial de los mismos.

El libro [El impacto de Solvencia II en los grupos de entidades aseguradoras](#) (Fundación MAPFRE) puede ser [consultado](#) por todos aquellos que tengan interés en profundizar en el estudio de las cuestiones mencionadas en párrafos anteriores.

---

## AVISO

Esta publicación ha sido preparada por MAPFRE Economics con propósitos exclusivamente informativos y no refleja posturas o posiciones de 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 declina 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 esa medida, MAPFRE declina cualquier responsabilidad respecto de la actualización de esos contenidos o de dar aviso de los mismos.

Este documento y su contenido no constituye, 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 esta publicación 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 declina 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.

RECIBE LA REVISTA

**Economía**  
& S E G U R O S

Y TODAS LAS NOVEDADES DE

**MAPFRE** Economics

SUSCRÍBETE

