A nighttime photograph of a city skyline with several illuminated skyscrapers. In the foreground, a multi-lane highway is shown with long-exposure light trails from cars, creating streaks of white, yellow, and red light. The sky is dark, and the overall scene conveys a sense of urban activity and modern infrastructure.

Fundación **MAPFRE**

**PANORAMA ECONÓMICO  
Y SECTORIAL 2017**

Servicio de Estudios de MAPFRE

Este estudio ha sido elaborado por el Servicio de Estudios de MAPFRE.  
Los derechos para su edición han sido cedidos a Fundación MAPFRE.

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

© De los textos:

Servicio de Estudios de MAPFRE  
Carretera de Pozuelo, 52 - Edificio 1 - Anexo  
28222 Majadahonda Madrid España  
[servicio.estudios@mapfre.com](mailto:servicio.estudios@mapfre.com)

© De esta edición:

2016, Fundación MAPFRE  
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid  
[www.fundacionmapfre.org](http://www.fundacionmapfre.org)  
Tel.: +34 91 602 5221

Enero, 2017.

# Servicio de Estudios de MAPFRE

## **Manuel Aguilera Verduzco**

Director General

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

## **Gonzalo de Cadenas Santiago**

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

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

## **Ricardo González García**

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

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

## **Fernando Mateo Calle**

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

## **Rafael Izquierdo Carrasco**

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

## **María Eugenia Caro Morales**

**Eduardo García Castro**

**Elena Martín Benito**

**Enrico Mendola**

**María Jesús Michel Warckmeister**

**Fernando Ruiz Burgueño**

# Contenido

<b>Resumen ejecutivo</b> .....	7
<b>1. Panorama económico</b>	
1.1 Actividad y re-flación en tiempos de estancamiento secular y alternativas de política económica .....	9
1.2 El panorama global en la “nueva normalidad” .....	17
1.3 Estados Unidos define el escenario central .....	25
1.4 Balance global de riesgos y previsiones .....	27
1.4.1 Estados Unidos .....	29
1.4.2 Eurozona .....	31
1.4.3 España .....	33
1.4.4 Reino Unido .....	35
1.4.5 Japón .....	37
1.4.6 Turquía .....	39
1.4.7 México .....	41
1.4.8 Brasil .....	43
1.4.9 China .....	45
<b>2. Panorama sectorial</b>	
2.1 Condicionantes del desempeño del sector asegurador .....	47
2.2 El contexto económico actual y su impacto en la demanda aseguradora .....	50
2.3 Principales macro-tendencias .....	57
2.4 Tendencias regulatorias .....	60
<b>Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas</b> .....	65
<b>Índice de tablas, gráficas y recuadros</b> .....	69
<b>Referencias</b> .....	73

## Resumen ejecutivo

En un entorno económico marcado por los síntomas del *estancamiento secular* como son el bajo crecimiento y los bajos tipos de interés, los países desarrollados parecen haber iniciado el tránsito hacia una mayor laxitud fiscal que acompañará a la paulatina normalización de la política monetaria. Esto ocurre en un contexto de cuasi trampa de la liquidez que ha dejado sin capacidad de acción a la política monetaria pero que hace crecientemente atractiva una política fiscal de corte expansivo.

Los países desarrollados, especialmente los Estados Unidos, se han embarcado en la reactivación de la actividad, las expectativas de inflación y los tipos de interés a través de la ejecución de impulsos fiscales considerables, aunque inferiores a los ejecutados durante la crisis financiera. Este nuevo sesgo de la política económica resulta relevante no tanto por la intensidad de la acción sino porque está dándose de manera coordinada entre los países desarrollados.

Es previsible que los efectos de la política fiscal sean asimétricos, ya que ni todos los países pueden implementarla sobre bases expansivas ni todos se verían beneficiados al hacerlo. Los incrementos en inflación, actividad económica y tipos de interés (mayores en los Estados Unidos que en la Unión Europea y Japón) podrán conducir a un debilitamiento financiero en los países emergentes, en especial aquellos con elevado apalancamiento en moneda extranjera o con desequilibrios acumulados durante los últimos años.

Así, la aceleración del crecimiento económico en los Estados Unidos estará unida a un repunte en las sendas de tipos de interés y a un endurecimiento de la política monetaria, que podría estar acompañado de un peor desempeño de los países emergentes. La suma total, sin embargo, será positiva y se espera una leve aceleración de la actividad, la inflación y un repunte de la prima temporal global.

Los beneficios de la política de re-flación serán sobre todo capitalizados por la economía de los Estados Unidos, aunque su efecto será modulado por las decisiones de política exterior, económica y social del nuevo presidente electo. Aunque el escenario base considerado en este informe es un escenario benigno, entraña cierto optimismo dado que es difícil anticipar el carácter de la nueva administración estadounidense. Las consignas al proteccionismo y a la reversión de la globalización en las cadenas de producción y de valor, pueden suponer un mayor efecto sobre la actividad económica de lo que implicaría una política fiscal expansiva.

Al mismo tiempo, globalmente se afrontan una serie de desequilibrios y riesgos reconocibles pero cuya confluencia con escenarios menos benignos en Estados Unidos pueden dar lugar a un escenario global de riesgo severo. Algunos de estos riesgos tienen que ver con los problemas soberano-financieros de Europa, la debilidad estructural de los mercados emergentes, y especialmente el ya reconocido riesgo de recurrencia entre las debilidades del sector residencial y el financiero en China.

Este escenario global tiene fuertes sesgos negativos que pueden reducir las previsiones de crecimiento macroeconómico y de estabilidad financiera consideradas en este informe. A tal efecto, se dispone de un Escenario Base moderado, pero relativamente benigno, en el que globalmente se crece a una tasa nominal apenas por debajo del potencial, pero a su vez se advierte de un no menos probable Escenario de Riesgo emergente en la confluencia de las debilidades antes señaladas.

En el caso de la industria de seguros global, en el Escenario Base se prevé una aceleración del negocio asegurador a lo largo de 2017-2018, tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes, siendo este último bloque el que lidere la senda del crecimiento. Esta previsión es consistente con la elasticidad positiva general del incremento de las primas globales ante el repunte de los tipos de interés y de la inflación, síntoma del proceso de re-flación global que se describe a lo largo del informe.

A pesar de que a nivel global las previsiones son de mayor aceleración del negocio asegurador, a nivel de negocio de No Vida el desempeño será superior en los mercados emergentes, en virtud de que la sensibilidad de estos mercados al crecimiento de la renta es superior, y porque en esos países la brecha de protección del seguro es aún amplia y las necesidades de convergencia resultan en crecimientos mayores.

Por último, es de destacar que la previsión de desempeño del negocio No Vida sea menos vigorosa (aunque positiva) que el desempeño total del sector. Esto sugiere que buena parte del impulso del crecimiento de las primas a nivel global estará implícitamente relacionado con el negocio del seguro de Vida, a partir del previsible repunte durante 2017-2018 en los tipos de interés de largo plazo a nivel global y, especialmente, entre los países desarrollados.

# 1. Panorama económico

## 1.1 Actividad y re-flación en tiempos de estancamiento secular y alternativas de política económica

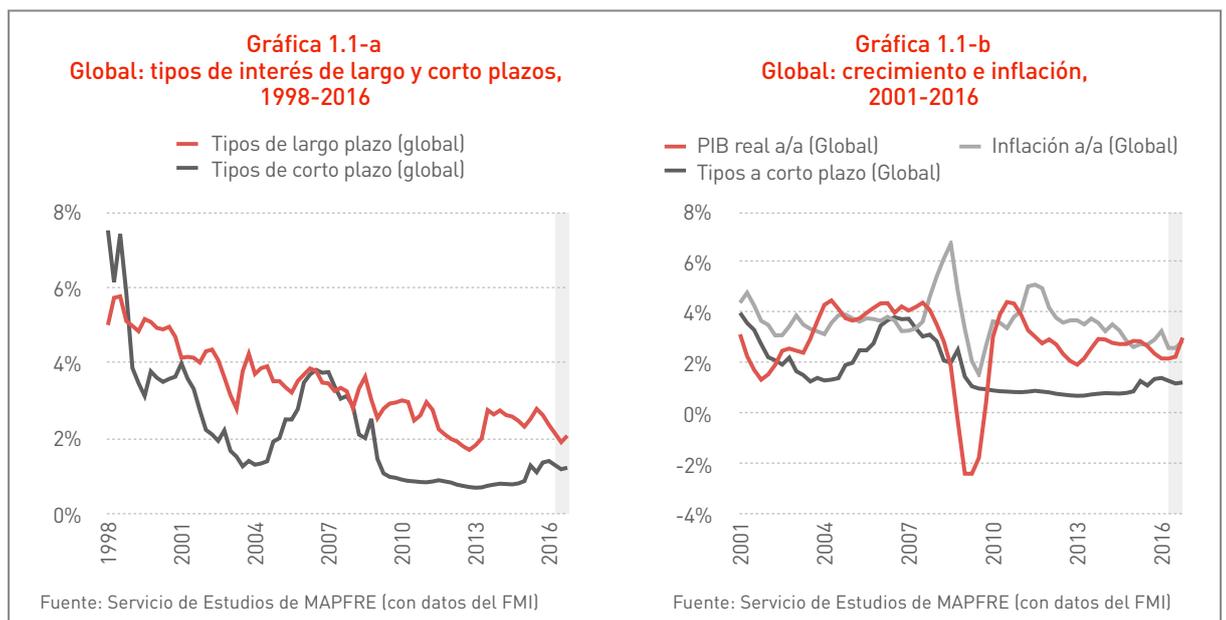
### Estancamiento secular

El 2016 se caracterizó por ser el año en que se alcanza el consenso global en torno al hecho de que los países desarrollados mantenían ya por demasiado tiempo tipos de interés de largo plazo anormalmente bajos. Esta conclusión es relevante no solamente por sus implicaciones para el desarrollo y la estabilidad de los mercados financieros<sup>1</sup>, sino también porque tipos de interés de largo plazo anormalmente bajos durante demasiado tiempo son compatibles con un diagnóstico pesimista de la economía global conocido como **estancamiento secular**; es decir, el **contexto en el que los agentes anticipan unos tipos de interés, de inflación y de crecimiento deprimidos de manera permanente**.

*El 2016 es el año en que se toma conciencia del problema que el entorno de bajo crecimiento, inflación y tipos (estancamiento secular) produce para la estabilidad financiera y la política económica.*

La economía de los Estados Unidos constituye el caso paradigmático. Tras más de siete años de crecimiento económico ininterrumpido en los que la tasa de paro se ha reducido hasta niveles compatibles con el pleno empleo (tasa de paro por debajo del 5%), su tipo de interés de largo plazo se ha reducido 180 puntos básicos (pbs), a la par que la estimación de crecimiento potencial e inflación de equilibrio los cuales se han reducido 125 y 0,75 pbs, respectivamente (S. Fischer Oct. 2016), lo que da cuenta del exceso de capacidad que ha quedado detrás en la etapa post-Lehman.

Este hecho es compatible con un desplazamiento del tipo de interés al que se iguala la oferta y la demanda de saldos monetarios en la economía; hecho solamente posible en un marco de cambio de paradigma en la composición del crecimiento, en el papel del sector financiero y en la dinámica global del ahorro (véase el Recuadro 1.1-a para una explicación detallada).



### Recuadro 1.1-a

#### Factores de oferta y demanda detrás del estancamiento secular

Diversos **factores de demanda y oferta** han producido la alteración del equilibrio en el mercado de saldos monetarios y una caída secular de los tipos de interés a los que oferta y demanda de dichos saldos se igualan. Este efecto se corresponde con una traslación de la tasa de paro no aceleradora de inflación (NAIRU) que implica cada vez menores tasas de desempleo cíclico para idénticos tipos de interés real.

#### Factores de demanda

El consenso actual es que **hay factores de demanda que se traducen en desplazamientos en paralelo y hacia la izquierda de la curva de demanda de saldos monetarios (véase el Recuadro 1.1-b)**. Estos cambios están relacionados con la caída del crecimiento de largo plazo de la economía. Esta caída, a su vez, se explica por los siguientes factores:

- 1) **Un menor crecimiento de la productividad.** Desde antes de la crisis financiera se aprecia a nivel global una contracción de la productividad total de los factores (PTF) consistente con la reducción en los niveles de capacitación, las habilidades industriales contemporáneas y otros factores intangibles (como la preservación de la propiedad intelectual, etc.).
- 2) **Una menor aportación al crecimiento del factor trabajo.** La aportación del factor trabajo se ha reducido durante la última década como consecuencia del exceso de capacidad que dejó la crisis financiera, pero también como consecuencia del cambio de paradigma económico que corresponde a la revolución digital. En general, la contracción de la aportación del factor trabajo se debe a la combinación de la variación del empleo en un contexto de contracción de la tasa de actividad y caída secular de la población en edad de trabajar.
- 3) **La contracción de la aportación del capital.** Debida a la caída de la inversión causada por múltiples factores que se han acentuado desde la crisis financiera:
  - a) La **pérdida del atractivo inversor**: caídas de la rentabilidad del capital físico (observable en la contracción del deflactor del capital) y desplazamiento de la rentabilidad del capital físico por la rentabilidad del sector servicios de la industria digital.
  - b) El **incremento de la aversión global al riesgo** que reduce el valor presente descontado de la inversión favoreciendo el ahorro y el consumo.
  - c) La **represión financiera** derivada de:
    - (i) Una más rigurosa regulación financiera post-crisis (que enfatiza no solo en la preservación de la posición financiera de los participantes del mercado sino también en el mantenimiento de la estabilidad financiera), que ha alterado el funcionamiento del mercado financiero mediante la imposición de nuevos ratios globales de solvencia y liquidez, y
    - (ii) Debido a la política monetaria heterodoxa que se ha venido implementando después del caso de Lehman Brothers, que ha reducido los tipos de interés a nivel global.Estos efectos han instigado la búsqueda de rentabilidad en activos de mayor riesgo y han alentado una mayor presión por el dividendo de las inversiones ya realizadas (vía "buy backs").
- 4) **El proceso global de desapalancamiento.** Este proceso es una herencia de la crisis financiera (caracterizada por el apalancamiento privado en los mercados desarrollados, y público en los mercados emergentes) que se ha acentuado por el elevado nivel de endeudamiento en dólares. Este proceso alimenta la recurrencia negativa entre el endeudamiento, la baja inflación y el crecimiento. Así, los esfuerzos se concentran en desapalancar la economía no dando lugar a nuevos procesos de inversión (ni de consumo).

Recuadro 1.1-a (continuación)  
Factores de oferta y demanda detrás del estancamiento secular

**Factores de oferta**

Por otra parte, **los factores que trasladan la curva de oferta de saldos monetarios a la derecha son los factores que operan sobre el ahorro** en la etapa post-Lehman.

El mayor volumen de ahorro tiene diversas fuentes:

- 1) El **menor crecimiento**, que anticipa una menor renta permanente. Para ahorrar lo mismo, la propensión marginal de este necesariamente debe incrementarse.
- 2) La **caída de la población, el incremento de la tasa de dependencia y el debilitamiento del sistema previsional** (los cuales aumentan el ahorro por motivos de precaución).
- 3) El **incremento de la desigualdad** (en la medida en que las rentas más altas tienen mayor propensión al ahorro).
- 4) La **acumulación de reservas** (Savings Glut, Bernanke 1997). Al no existir redes de contención globales y mutualizadas, los países refugio acumulan reservas a cambio de vender su renta fija libre de riesgo (Alemania, países petroleros en el pasado, China, etc.).
- 5) La **política monetaria en el mundo desarrollado** en un contexto de banda baja efectiva de tipos de interés (que desincentiva la inversión y genera mayor volumen de saldos disponibles).

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

**El entorno de bajo crecimiento afecta al crecimiento de la renta disponible de los hogares y, por ende, al consumo y a la inversión, puesto que los ingresos y la rentabilidad del sector corporativo (financiero y no financiero) se ven afectados, lo que tiene efectos sobre la liquidez y la solvencia (al no poder crear *buffers* de capital).**

El entorno deflacionario y de reducido nivel de crecimiento produce histéresis en el apalancamiento del **sector privado que, además de ser más vulnerable, tiene que doblar su esfuerzo en desapalancarse a costa del nivel de actividad, reforzando el problema anterior**. Un crecimiento nominal débil recurrente se corresponde con una equivalente atonía en los tipos de interés de largo plazo, lo que evidencia un deterioro en la prima temporal a la que se retribuye al ahorro (es decir, peores expectativas sobre el futuro en general).

Esto último **tiene efectos relevantes sobre la capacidad de financiación del sistema financiero, sobre la función de transformación de plazos que da lugar tanto al crédito bancario y a la traslación del ahorro hacia la inversión y, de nuevo, sobre la estabilidad del sistema financiero** que recurrentemente tiene que acentuar su perfil de riesgo en búsqueda de rentabilidad con apuestas más arriesgadas.

Todo lo anterior, adicionalmente, ocurre en un entorno en el que los bajos tipos y el bajo crecimiento producen migraciones de flujos financieros en búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) o en busca de refugios (*safe haven*) ante posibles procesos de aversión al riesgo, lo que unido a mayores caídas de tipos de interés a lo largo de toda la estructura temporal de tipos, produce consistentemente depreciaciones en los tipos de cambio.

En ese contexto, los tipos de interés convergen a lo que se conoce como banda baja efectiva de tipos de interés (*Effective Lower Bound, ELB*, " $i_0=0$ " en el Recuadro 1.1-b); un umbral cercano a cero al cual la rentabilidad de atesorar liquidez (ahorrar saldos monetarios) supera a la de trasladar el ahorro hacia la inversión.

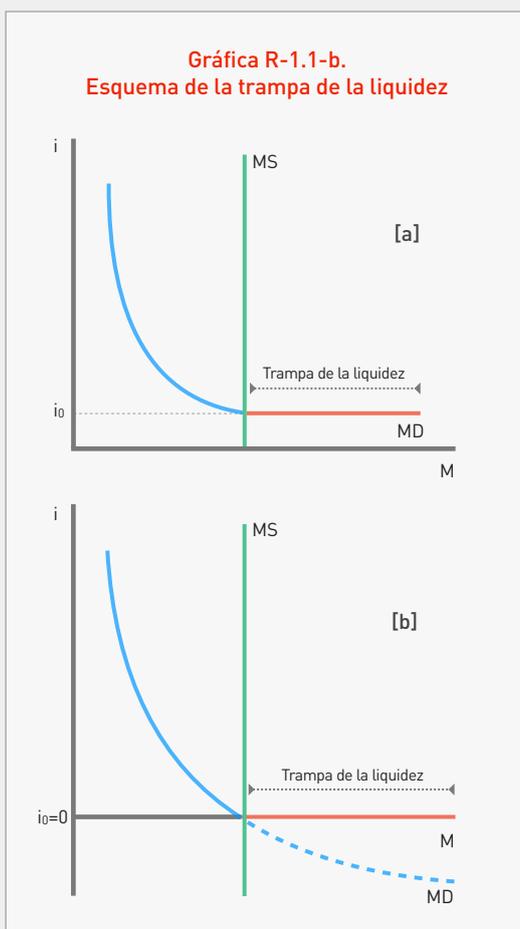
En este marco, los impulsos monetarios que intentan activar la actividad económica mediante la reducción del tipo efectivo de interés no tienen efecto porque las ganancias monetarias se atesoran, no se invierten ni se consumen. Solo aumenta el ahorro y esto acaba exacerbando este equilibrio perverso conocido como la **trampa de la liquidez**<sup>2</sup> (véase el Recuadro 1.1-b). Es decir, **en el contexto de estancamiento secular, la actividad y la inflación permanecen deprimidas, aumenta la vulnerabilidad de la economía ante shocks externos (como consecuencia de recurrencias perversas entre el apalancamiento, la inflación y el nivel de actividad), y la política monetaria se vuelve inefectiva.**

**Recuadro 1.1-b**  
La trampa de la liquidez

La llamada **"trampa de la liquidez"** fue planteada originalmente por John M. Keynes (1936). De manera general, describe la situación en la que las políticas de expansión monetaria pierden efectividad cuando, ante tipos de interés suficientemente bajos ( $i_0$ ), los agentes económicos deciden mantener una preferencia por la liquidez absoluta y la curva de demanda de dinero (MD) se vuelve completamente elástica (véase la Gráfica [a]). En ese escenario, cualquier aumento adicional de la oferta monetaria (MS) no tiene efecto sobre los tipos de interés y, por ende, sobre el nivel de producto a través de efecto multiplicador de la inversión.

A partir de ese concepto, en los años noventa Paul Krugman (1998) asoció la noción de la "trampa de la liquidez" con las políticas de tipos de interés negativos (ZIRP) que se presentaban en la economía japonesa. En ese caso (ilustrado en la Gráfica [b]), a pesar de que la demanda de dinero pueda mantener una pendiente negativa, el piso del tipo nominal igual a cero (límite inferior de mercado para una preferencia absoluta por la liquidez) actúa como la sección horizontal de la curva de demanda de dinero creando el efecto de pérdida de efectividad de la política monetaria expansionista sobre el nivel de producto en la economía.

**Gráfica R-1.1-b.**  
Esquema de la trampa de la liquidez



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

Véanse: J. M. Keynes (1936). *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, y Paul Krugman (1998). "It's baack: Japan's slump and the return of the liquidity trap". *Brookings Papers on Economic Activity*, Issue no. 2:137-87.

## El debate de política económica actual

Partiendo de la tesis anterior, para volver a un nuevo equilibrio es necesario operar sobre el crecimiento nominal de largo plazo y, por consistencia, sobre los tipos de interés. En términos prácticos, el planteamiento se traduce en aumentar el crecimiento potencial de la economía y las expectativas de inflación<sup>3</sup> (esto es, actividad y re-flación).

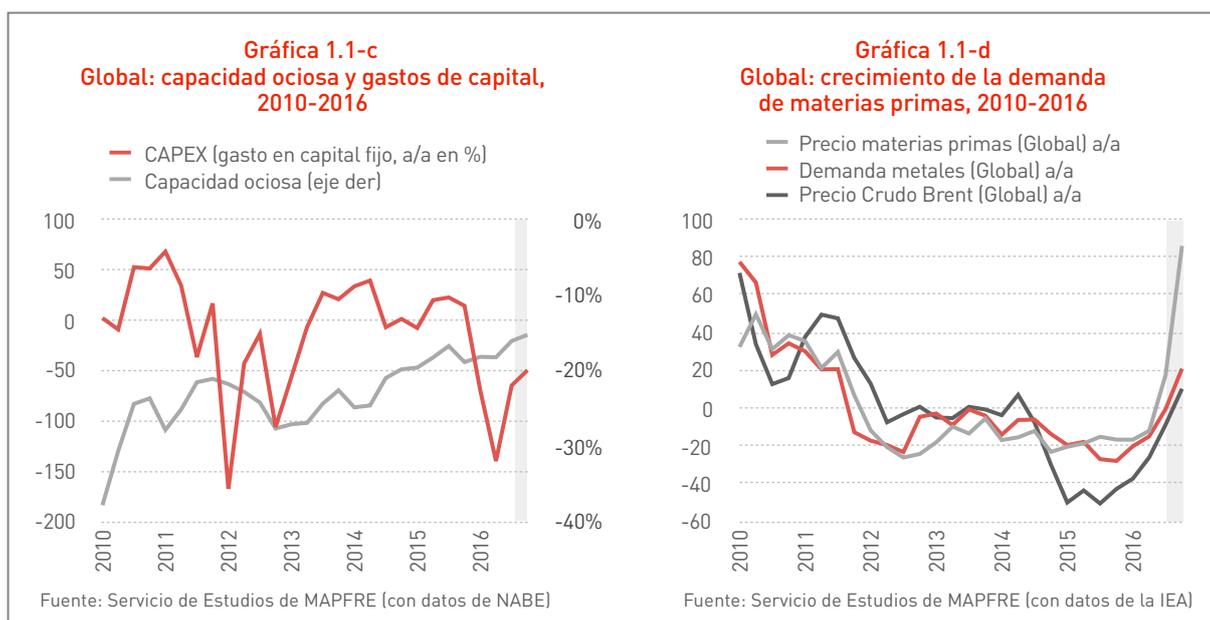
*En 2017 se consolidará la visión de generar un espacio de políticas públicas en el que la política fiscal ayude a restablecer el equilibrio.*

**El debate respecto a cómo desanclar la economía del equilibrio perverso que supone el estancamiento secular pone necesariamente el foco en la política fiscal<sup>4</sup>.** En el ambiente económico actual parece dominar la visión de que con *shocks* fiscales suficientemente amplios es posible alterar las expectativas de inflación y del tipo nominal de largo plazo y conducir a la economía a un nuevo equilibrio caracterizado por mayor crecimiento e inflación, en el que, paralelamente, la política monetaria recobre capacidad para generar estímulos al crecimiento<sup>5</sup>. De esta forma, parece haber un consenso en el sentido de que esta nueva dimensión de **la política fiscal debe ubicarse en el centro de una combinación de políticas públicas (Policy Space) que contemplen no solamente la reactivación de la actividad y la inflación, sino que además garanticen ganancias de productividad a través de políticas más estructurales y, de manera coordinada con la política monetaria, acomoden el impulso fiscal** para que realmente tenga el efecto esperado<sup>6</sup>.

## ¿Por qué ahora política fiscal?

En este momento **prevalece el consenso de que, a grandes rasgos, la política fiscal global es neutra<sup>7</sup>**; es decir, que no está contribuyendo al crecimiento de la demanda doméstica, lo que da margen para su activación global. Por otro lado, **también hay consenso de que en el contexto actual de tipos de interés globales en mercados desarrollados cercanos a cero, los gobiernos pueden financiar la política fiscal con costes financieros mínimos**, al menos temporalmente. Esto aumenta la rentabilidad implícita de la inversión pública e incrementa el valor presente descontado de las reformas estructurales que se acometan junto a ésta. Por último, es precisamente en un contexto de *trampa de la liquidez* (con tipos en la *ELB*) en el que la elasticidad del PIB a los impulsos fiscales es mayor<sup>8</sup>, lo que abre una oportunidad sin precedentes para la política fiscal.

*El contexto global de estancamiento secular y cuasi trampa de la liquidez ha generado la necesidad de un empleo más activo de la política fiscal.*



No obstante, esta no es una solución para todo ni para todos. La política de re-flación por la vía fiscal no es una solución que aplique a todos los países, dado que ni todos la necesitan ni todos tienen capacidad para implementarla. La necesidad de apoyar al crecimiento económico está condicionada por el momento cíclico en el que se encuentra un país, medido no solamente en términos de *output gap* (OG, margen de crecimiento con respecto al potencial de la economía), sino en el sesgo que este tiene.

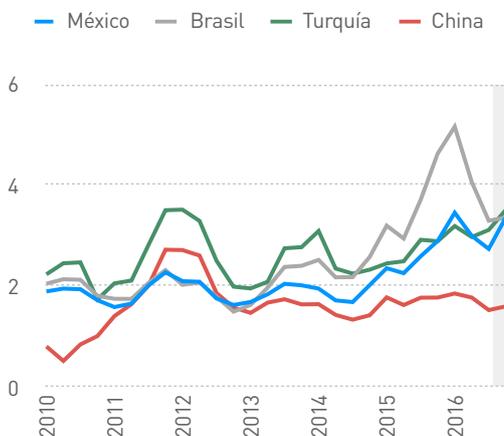
Los **Estados Unidos** es la economía que crece más cerca de su potencial (OG más pequeño) y en donde las presiones salariales son mayores por lo que la inflación subyacente converge consistentemente al objetivo del 2% establecido por la Reserva Federal. El sesgo de la política monetaria justificadamente tiene que volverse restrictivo (como está ocurriendo) permitiendo mayor laxitud a la política fiscal.

En **Reino Unido, la Eurozona y Japón** el crecimiento y la inflación distan aún de lo deseable (inflación muy por debajo del 2% y OG positivo) y evolucionan según lo deseado, aunque lentamente. La política monetaria puede permitirse aún ser laxa, pero los estímulos fiscales se hacen necesarios en un contexto de *cuasi trampa de la liquidez* y procesos de aversión al riesgo como los originados por el proceso del Brexit.

*El empleo de una política fiscal más laxa no constituye una medida adecuada para todos los casos. No en todas las economías es el momento para aplicarla, ni en todas donde resultaría conveniente existe margen para ponerla en práctica.*

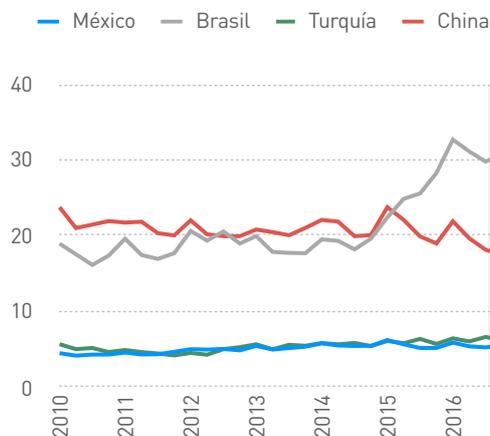
Por su parte, los **mercados emergentes** muestran, en general, el mismo OG que los desarrollados pero su momento cíclico es el contrario; es decir, la brecha se encuentra en fase de apertura, el crecimiento se desacelera y se aleja de su potencial. En este caso, resultaría más apropiada la implementación de políticas anti-cíclicas de demanda. Sin embargo, la capacidad de implementar ese tipo de políticas está condicionada por dos factores importantes: (i) el efecto de la política monetaria de la Reserva Federal, y (ii) el ciclo de precios de materias primas. El primero de dichos factores tiene efectos en la capacidad de esos países para restringir o suavizar su política monetaria (especialmente aquellos financiados en dólares), mientras que el segundo (el ciclo de *commodities*) condiciona los recursos fiscales para implementar una política fiscal laxa.

**Gráfica 1.1-e**  
Global: prima de riesgo de la deuda denominada en USD de economías seleccionadas, 2010-2016



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE y Bloomberg

**Gráfica 1.1-f**  
Global: nivel de reservas (en meses de importaciones) de economías seleccionadas, 2010-2016



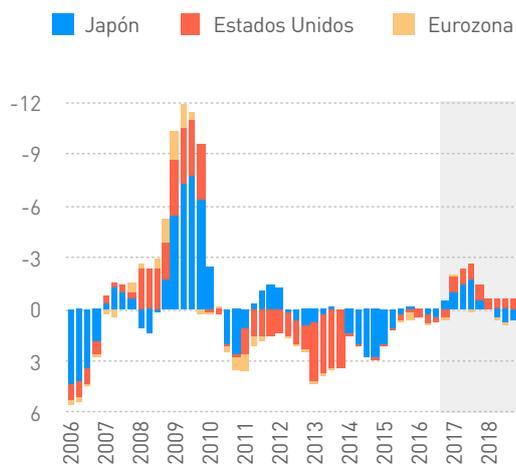
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE y Bloomberg

Existen, además, **efectos condicionales**. Es decir, que no necesariamente todos los países que implementen políticas fiscales expansivas tendrán efectos similares. Varios aspectos influyen en lo anterior:

- El **nivel de endeudamiento público** limita los efectos de la política fiscal no solamente por hacer menos accesible los recursos corrientes, sino por encarecerlos y por anular su efecto a través del *crowding out*. Nuevos déficit fiscales crecientemente caros por la prima de riesgo, aumentan el interés de los bonos soberanos y re-direccionan el efecto del impulso fiscal a la compra de bonos en lugar de a la inversión.
- No todos los países pueden acomodar las expansiones fiscales con un endurecimiento de la **política monetaria** por tener ya un sesgo restrictivo o por estar condicionados por la política monetaria de la Reserva Federal (como ocurre en muchos de los países latinoamericanos). No acomodar la política fiscal puede también producir un desplazamiento de la inversión privada (*crowding out*).
- La política fiscal depende también de la disponibilidad de los recursos fiscales. En la mayor parte de los países emergentes estos dependen fuertemente del **ciclo de commodities** o del acceso a la financiación exterior.
- Los efectos de la política fiscal pueden no tener efectos sobre el consumo si los agentes anticipan que el aumento de gasto va a ser financiado con subidas impositivas en el futuro, por lo que aumentará el **ahorro con motivo precaución**<sup>9</sup>.

*El endeudamiento público, los recursos fiscales corrientes y el sesgo de la política monetaria, condicionarán la viabilidad de la aplicación de una política fiscal expansiva.*

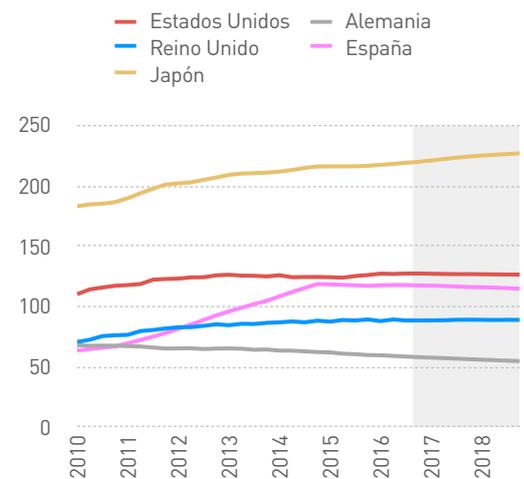
**Gráfica 1.1-g**  
Global: impulso fiscal\* (% del PIB),  
2006-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los institutos nacionales de estadística)

\*Impulso fiscal medido como el cambio del Déficit Primario de cada país sobre su PIB.

**Gráfica 1.1-h**  
Global: endeudamiento del sector  
público (% PIB), 2010-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los institutos nacionales de estadística)

## El giro fiscal global

En este contexto, sea de manera consecuente con el cronograma de política económica del momento o sea como resultado del discurso que ha acompañado al ciclo político global, **la mayor parte de los países desarrollados están adoptando una visión que se aleja de la austeridad y transita una política fiscal laxa.**

*Los grandes bloques económicos proyectan un impulso fiscal importante, no tanto por su cantidad sino por la coordinación que implica.*

En **Reino Unido** el nuevo gobierno conservador gestor del Brexit deroga el objetivo de equilibrio presupuestario hasta más allá de 2020. La expansión fiscal se centrará en vivienda social e infraestructura.

En los **Estados Unidos**, la agenda económica de la administración Trump gira en torno a la ampliación del déficit fiscal por el lado del gasto en infraestructuras y militar. El grado en el que esto se consiga dependerá del calado de la propuesta que finalmente se presente al Congreso (véanse diferentes escenarios en Tabla 1.3). En el caso de los Estados Unidos, el impulso fiscal puede llegar a ser de 2,5% del PIB y aportar cerca de 0,35 puntos porcentuales adicionales al crecimiento durante 2017/2018.

En **Japón**, la política fiscal se hará (según los presupuestos) más laxa hasta suponer un impuso fiscal de 1,5% del PIB acumulado durante los próximos dos años.

En **China**, el impuso fiscal del año 2017 (excluido el plan de infraestructuras del proyecto *One Belt, One Road*) será aproximadamente de 1% del PIB.

Y en la **Eurozona** no solamente se cuenta con el Plan de Inversión Estratégica en Infraestructuras (EFSI) de Junker, sino también con la proyección adicional de un impulso fiscal de 0,5% del PIB de la zona (frente a la neutralidad actual)<sup>10</sup>. Este impulso, sin embargo, no será homogéneo. La heterogeneidad cíclica, las diferencias en deuda pública entre centro y periferia, y la falta de cohesión en materia de política fiscal limitarán el alcance de esos estímulos.

## 1.2 El panorama global en la “nueva normalidad”

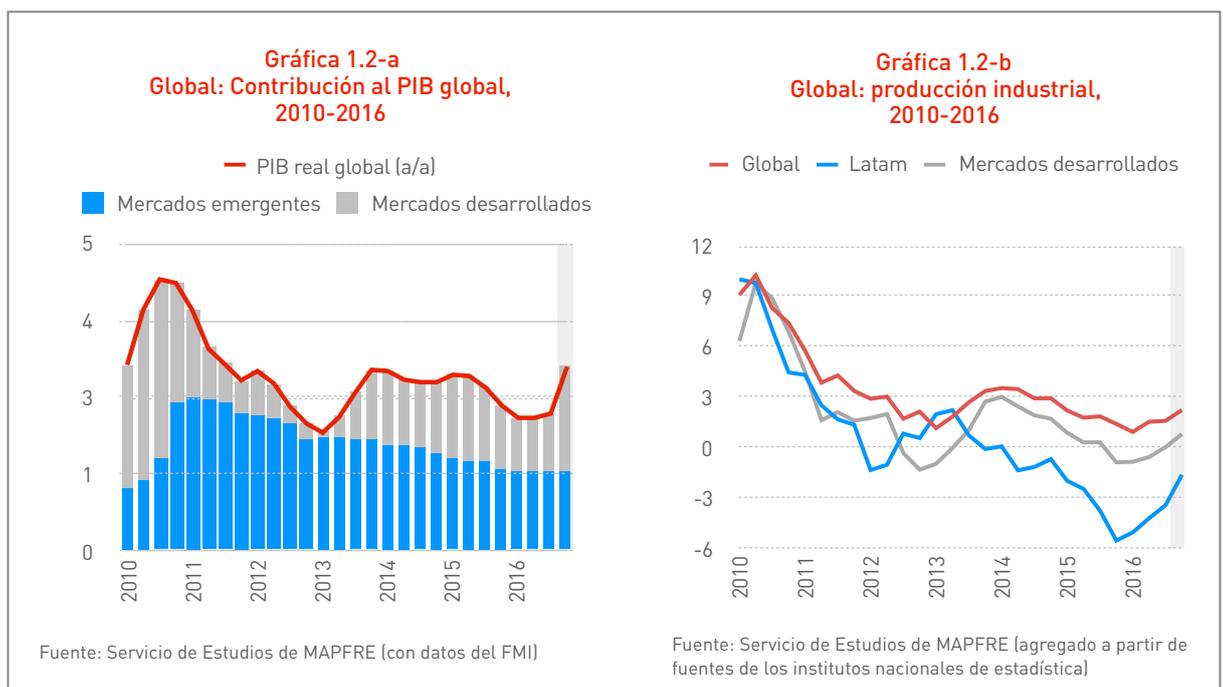
### Panorama de crecimiento

Los datos oficiales más recientes ratifican que **2016 habrá sido un año marcado por un crecimiento económico global muy moderado, divergente y especialmente frágil** dado el contexto de estancamiento secular actual y la materialización de riesgos globales, con especial impacto en los países emergentes<sup>11</sup>. En este contexto, el crecimiento de la economía a nivel global en el tercer trimestre de 2016 fue 2,3%, 70 pbs por debajo de la media de los dos años anteriores. Los mercados desarrollados crecieron un 1,6%, en tanto que los mercados emergentes lo hicieron un 3,5%.

*El 2016 fue un año caracterizado por un crecimiento moderado, divergente (entre mercados desarrollados y mercados emergentes) y frágil. Y aunque 2017-2018 ofrece una mejor perspectiva, continuará la tónica de moderación y fragilidad.*

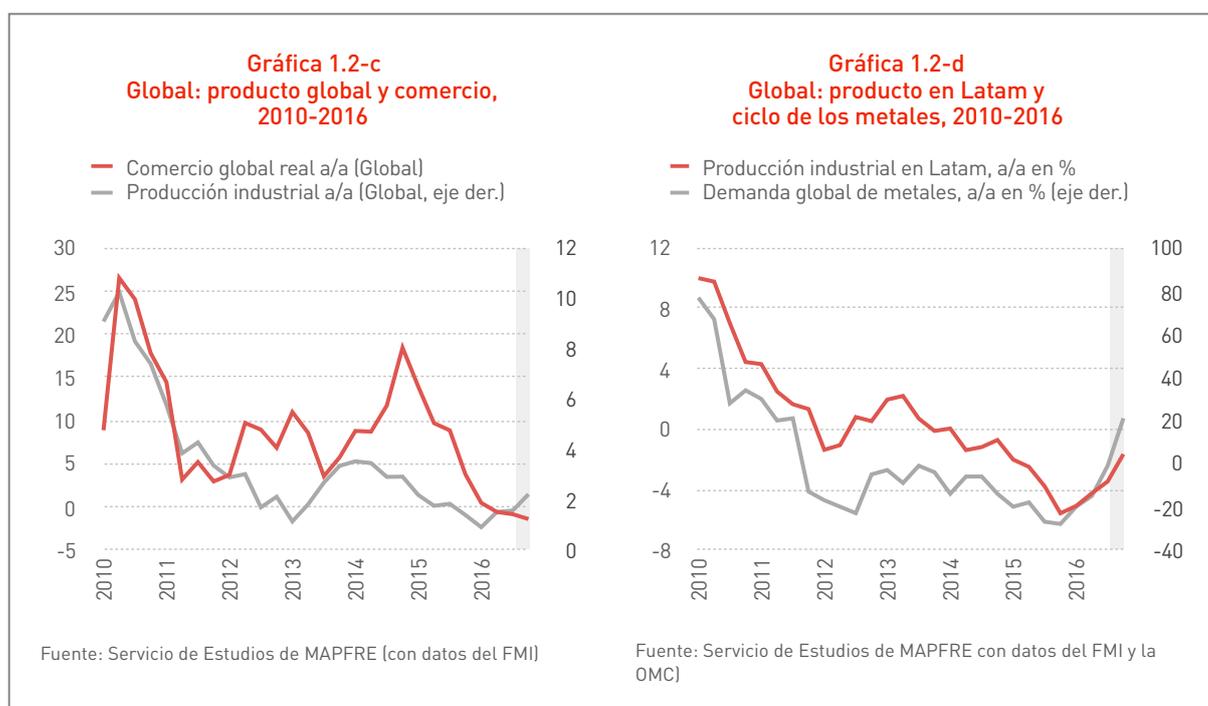
Los indicadores de actividad global más recientes (véanse las Gráficas 1.2-b y 1.2-c) permiten contar con una visión de final de año ligeramente más benigna. Mejores métricas de crecimiento en los grandes países emergentes (con Brasil y Rusia saliendo de la recesión y con China respondiendo positivamente a estímulos fiscales), el impulso recobrado eventualmente en los Estados Unidos y una leve reactivación de la producción industrial y del comercio mundial, permiten descontar un crecimiento del PIB global para el conjunto del 2016 en el entorno del 2,9% (1,9% para el caso de los mercados desarrollados y un 3,5% para el caso de los emergentes).

Este es el punto de partida para anticipar que **en 2017-2018 habrá marcadas diferencias en el impulso de la actividad global**, no solamente entre los mercados emergentes y mercados desarrollados, sino también entre estos últimos, especialmente respecto al desempeño de la economía de los Estados Unidos.



Se espera un crecimiento nominal global durante el 2017-2018 que, en media, será cercano al 6%, y una inflación y un crecimiento real cercanos al 3,1%. Lo anterior significará 0,7 puntos porcentuales más que lo vivido durante los dos últimos años (véase la Gráfica 1.2-f) y una prolongación del momento de crecimiento real (3%) alcanzado durante el último trimestre de 2016. En términos generales, este crecimiento se distribuirá un 60% en los mercados desarrollados y un 40% en los mercados emergentes. La intensidad del crecimiento de cada país (dentro y fuera de ambos bloques) estará condicionada por cuatro factores principalmente:

1. **La sensibilidad al proceso de re-flación en los Estados Unidos.** La ganancia cíclica de productividad, el agotamiento de la capacidad instalada y el crecimiento del producto nominal favorecen las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales y, con éstas, la inversión en los Estados Unidos. Además, la inflación diluye la presión sobre el desapalancamiento del sector privado y limita la presión apreciadora efectiva nominal de la moneda. Países favorablemente ubicados en las cadenas de valor de la economía estadounidense saldrán beneficiados, sea por un efecto demanda o por la apreciación de sus términos de intercambio (UEM y exportadores de materias primas fundamentalmente). Otros, en especial aquellos más expuestos al riesgo cambiario y de tipo de interés, serán vulnerables a un *shock* de cuenta corriente, especialmente en un contexto de menor actividad (Brasil, Colombia, Turquía, entre otros).



2. **El ciclo del petróleo y del resto de las materias primas.** En su reunión de diciembre, los países productores de petróleo han llegado a un compromiso de reducción de la producción a partir del 1 de enero de 2017 en aproximadamente 1,6 millones de barriles diarios (1,1 los países OPEC y 0,5 los países no-OPEC). El grado de cumplimiento de esos compromisos determinará la oferta en el mercado y, por tanto, el precio. En general, el mercado descuenta un 84% de cumplimiento de esos compromisos de producción. En esas circunstancias, para el segundo trimestre de 2017 se estima un precio del petróleo de 57,5 \$/bbl para el West Texas Intermediate (59\$/bbl para el Brent). Para la segunda mitad del año los precios podrían volver a ceder un poco en la medida que aumenten su producción los países que extraen a bajo coste, se aumente la producción de petróleo betuminoso (*shale oil*) y entren en producción proyectos productivos iniciados con antelación (*legacy projects*). Así, en el segundo semestre de 2017 el Brent podría ubicarse en el rango de 55 -60\$/bbl. Para mediados o finales de enero se deben tener datos sobre la efectiva reducción de la producción y reducción de inventarios, y solo entonces habrá base sólida para estimar cambios sustanciales en los precios. La fortaleza del dólar limitará el potencial de subida de precios.

**Recuadro 1.2-a**  
Expectativas del precio del petróleo

Tras dos años de caídas continuadas en el precio del petróleo, de los derivados energéticos y de las materias primas metalúrgicas, **el panorama actual es de agotamiento del exceso de capacidad y de mejora moderada, aunque continuada, de los precios.**

La oferta de petróleo acelera su ajuste hacia niveles más sostenibles tras un año de exceso de oferta histórico marcado por la producción récord de Arabia Saudita y la incorporación de Irán a los mercados mayoristas internacionales. Los países de la OPEC y los no miembros de esa organización recortarán a partir de enero de 2017 la producción diaria en 1,6 millones de barriles diarios aproximadamente, llevando el flujo global de oferta a cerca de 96,5 m/bd.

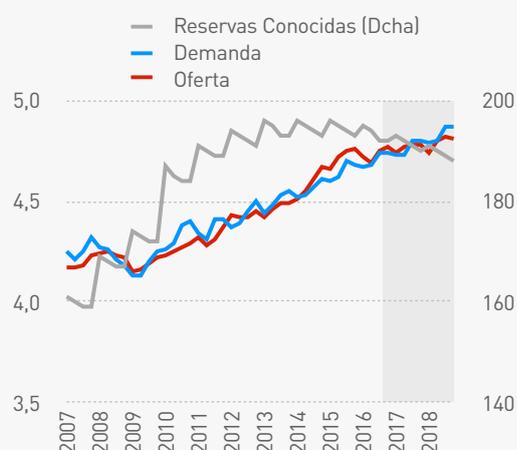
La demanda de petróleo, ahora protagonizada por los países de la OCDE en detrimento de los países emergentes, crecerá 1,4 mb/d más que el año pasado, fundamentalmente gracias a las mejores expectativas económicas de los Estados Unidos.

El estrechamiento de la brecha de oferta de años anteriores, al mismo tiempo que la reducción de inventarios, **producirá un moderado ajuste al alza del precio del petróleo que se ubicaría en el entorno de 60 USD/b a finales de 2018**, lo que podría considerarse el nivel de equilibrio de largo plazo actual (dado el gasto en capital hecho durante los últimos años).

Pese al estrechamiento del exceso de capacidad, no se espera ningún *rally* en los precios de derivados del petróleo, dados los *stocks* de productos refinados generados durante el tiempo de elevados márgenes. Esto, sin embargo, no es óbice para que no haya nuevos ajustes en los precios administrados ni en los impuestos sobre la gasolina. En este sentido, al ajuste ocurrido en México recientemente le seguirán otros en Latinoamérica dada la ajustada situación del erario público.

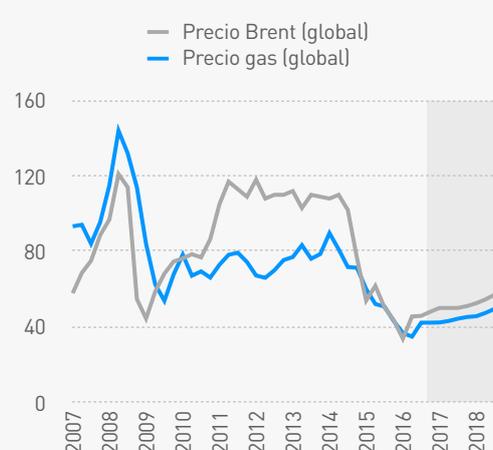
Los riesgos al alza y a la baja en el precio del petróleo vendrán dados por la inestabilidad en el cumplimiento del acuerdo de la OPEC y por el movimiento no alineado de los productores no-OPEC (que realmente recorten, dado que no hay incentivos para la colusión), a un crecimiento mayor o menor en la OCDE (Estados Unidos, Brexit con impacto, aceleración de Japón) y a un ritmo de recuperación del sector del *shale oil* en Estados Unidos, así como a la reposición de gastos en capital de infraestructura productiva en Estados Unidos, Libia y Nigeria.

**Gráfica R-1.1-a1**  
Global: oferta, demanda y reservas de petróleo, 2007-2018  
(miles de millones de toneladas métricas)



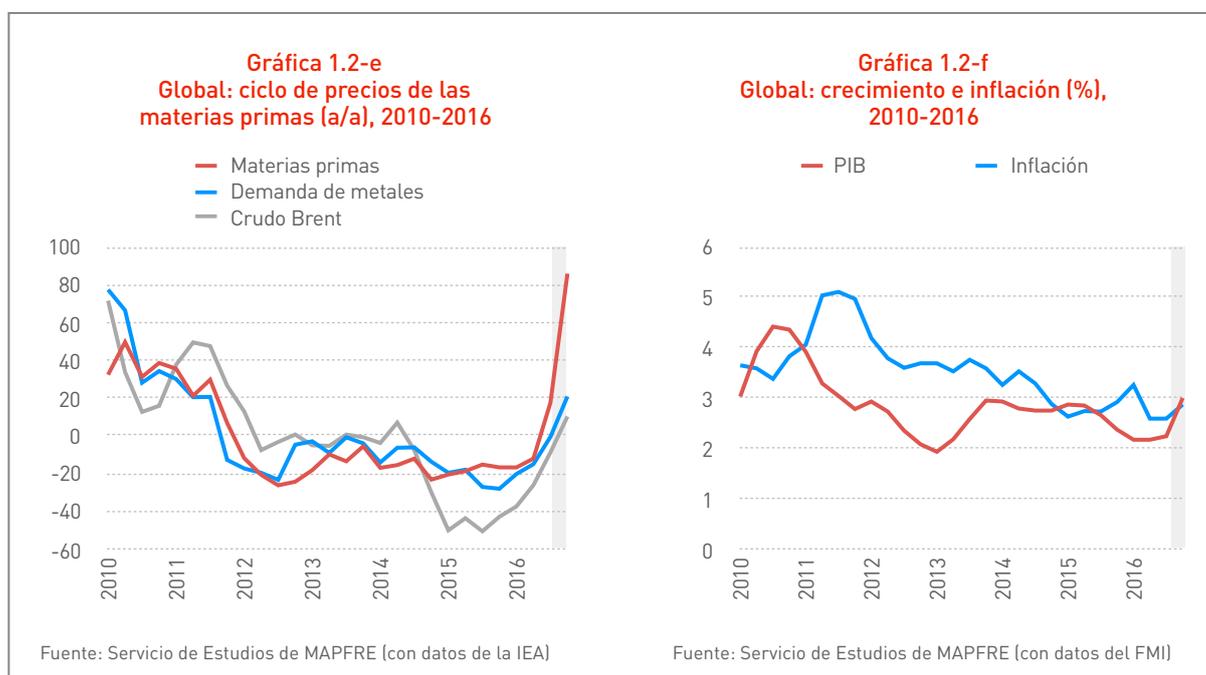
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de la IEA)

**Gráfica R-1.1-a2**  
Global: precios de gasolina y gas, 2007-2018  
(USD/b)



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

3. **Las vulnerabilidades.** El apalancamiento global continua pero a un ritmo muy inferior al que se había venido registrando anteriormente. El crédito destinado al sector corporativo no financiero creció a mediados de 2016 a un ritmo de 6,6%; esto es, 2 puntos porcentuales por encima del crecimiento nominal del PIB global (véase el Gráfico 1.2-g). Lo anterior es el resultado de dos fuerzas contrapuestas. Por una parte, mercados desarrollados que, en parte (Estados Unidos, esencialmente), han agotado el proceso de desapalancamiento que siguió a la crisis y, por la otra, mercados emergentes que aún están en el inicio de ese proceso. El crédito al sector privado en los mercados emergentes ha crecido exponencialmente desde el final de la crisis, y solamente es a partir de inicios de 2016 desde cuando se confirma que los mercados emergentes ex-China están repitiendo los pasos dados por los desarrollados entre 2010 y 2015 en los que el esfuerzo por desapalancar neutralizó gran parte del efecto de los estímulos monetarios. Este proceso es susceptible de recrudecerse en caso de una apreciación fuerte del dólar como consecuencia de la senda de la política monetaria estadounidense.



4. **Las diferencias cíclicas.** Los países desarrollados (liderados por Estados Unidos) convergen lentamente a tasas de crecimiento cercanas (o por encima) de su potencial, mientras que el bloque emergente se encuentra en la fase opuesta<sup>12</sup>. Esto dará lugar a una política económica diferente entre regiones.

- (i) Los **mercados desarrollados** verán su política monetaria condicionada por el momento cíclico y por la consecución de su objetivo de inflación (más cercano en Estados Unidos que en el resto de los mercados desarrollados) en un contexto de partida de cuasi trampa de la liquidez. Como se ha indicado antes, esto último brinda una oportunidad única (dado los bajos tipos de interés para financiar el déficit, el bajo apalancamiento y la elevada respuesta de la actividad a los impulsos de demanda) para activar políticas fiscales expansivas. Estas políticas de demanda se acomodarán con políticas monetarias de sesgo más restrictivo en los Estados Unidos y más neutrales en la Eurozona. Se espera, por tanto, que el sesgo global fiscal sea expansivo con un impulso fiscal de 0,3% del PIB de los mercados desarrollados, en media, durante el 2017 y 2018, el cual estará acompañado de una política monetaria neutral en la Eurozona.

**Recuadro 1.2-b**  
Expectativas de volatilidad financiera

**La volatilidad financiera continuará siendo divergente entre los mercados desarrollados y los mercados emergentes. En estos últimos, será superior y con un fuerte sesgo negativo mientras que lo contrario ocurrirá en los mercados desarrollados.** Este fenómeno provocará un desempeño de las rentabilidades, inflación y tipo de cambio con signos diferentes que afectaran de manera opuesta a ambas regiones, favoreciendo a los desarrollados y penalizando a los emergentes.

La normalización monetaria en los Estados Unidos, el giro fiscal hacia una política fiscal global más laxa y la señalización de que la fase ultra acomodaticia de la política monetaria se ha terminado en los países desarrollados, ha originado: (i) una venta de bonos soberanos de países desarrollados que ha permitido el incremento de la prima temporal soberana (en media, el bono a 10 años de Estados Unidos y Alemania aumenta su prima en 50 pbs); (ii) un aumento de las expectativas de inflación (aumento en el precio de los bonos vinculados a inflación a 5 años); (iii) una compresión de los *spreads* (Baa) corporativos, especialmente en banca y seguros dado el re-perfilamiento de las curvas de tipos, y (iv) en general, una reducción de los niveles de aversión al riesgo visible en la reducción del nivel y la volatilidad del riesgo implícito de las opciones financieras (VIX), en la reversión de flujos de cartera hacia Estados Unidos, en la reducción de depósitos en metálico con la consiguiente apreciación del dólar.

El otro lado de la moneda lo han padecido los mercados emergentes, con menor o mayor intensidad en función de su naturaleza (exportadora de materias primas o no) y de los desequilibrios acumulados (en materia de financiación externa, exuberancia en el precio de activos y apalancamiento). Compras de *equity* de Estados Unidos se han financiado con ventas de activos emergentes, en especial de renta fija en línea con la normalización de política monetaria de la Reserva Federal (más afectados los más cercanos a su órbita), lo que se suma a factores idiosincráticos en la volatilidad y depreciación de su moneda.

El proceso de re-flación global y la debilidad patente de los mercados emergentes mantendrá la divergencia en el apetito por el riesgo y en la volatilidad de las variables nominales entre desarrollados y emergentes durante los próximos años.



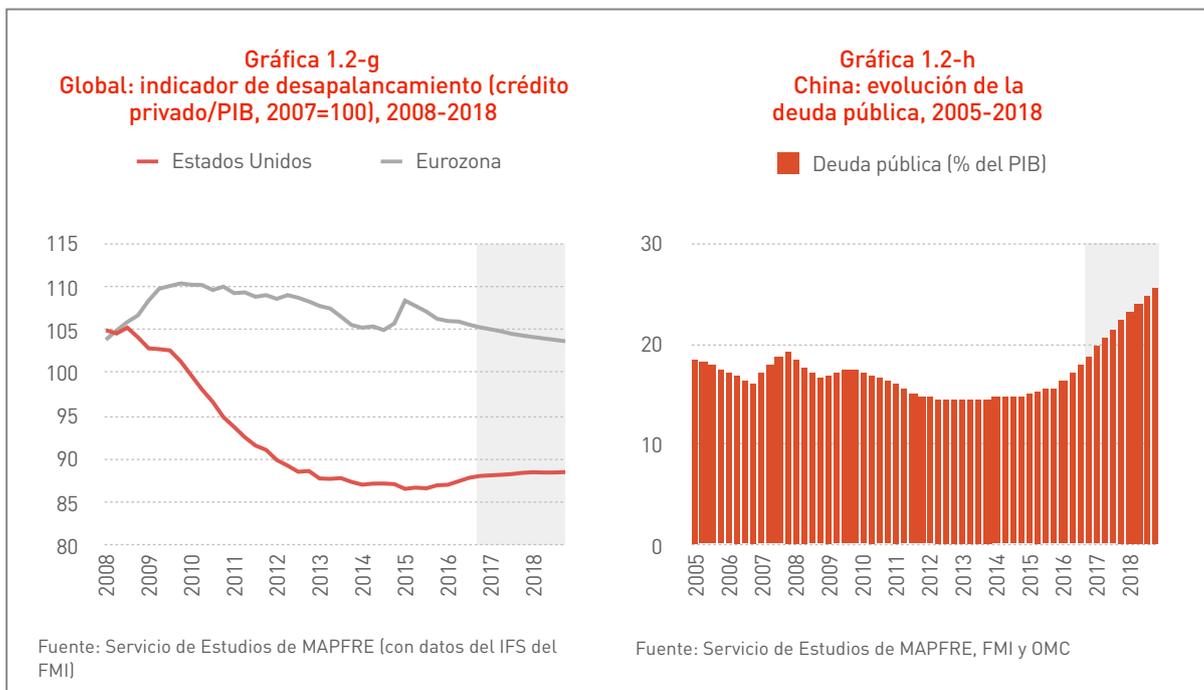
- (ii) Los **mercados emergentes**, por su parte, verán ciclos de política monetaria y fiscal condicionada por diversos factores:
- el carácter restrictivo de la política monetaria de los Estados Unidos (que limitará la capacidad de relajar la política monetaria local a fin de proteger la cuenta financiera y el tipo de cambio);
  - el ciclo de actividad de China, que limita la demanda global y el ciclo de precios de materias primas, y
  - la vulnerabilidad resultante de su elevado apalancamiento público que limita su capacidad de expansión fiscal, especialmente en una fase del ciclo de precios bajos de las materias primas bajo.

### Política monetaria global heterogénea

Los Estados Unidos se encuentran muy cerca de su objetivo de inflación (2%) y pleno empleo (<5%). En la reunión de diciembre de la Reserva Federal en la que, como se esperaba, se acordó una elevación de los tipos de interés de 25 pbs (hasta 0,75 pbs), ha permeado la visión de que las expectativas de inflación (más aún en el contexto post-electoral) se están acelerando.

*La política monetaria a nivel internacional se mantendrá heterogénea y condicional a la actividad y a los niveles de apalancamiento de las economías.*

Lo anterior, **hace prever que la Reserva Federal de los Estados implemente dos o tres subidas más de las tasas de fondeo a lo largo de 2017 (de entre 50 y 75 pbs) y un ritmo aún mayor durante el 2018** haciendo converger los tipos de interés con más rapidez a lo que actualmente se considera su equilibrio (2,75%). Esto pondrá la presión hacia la apreciación del dólar contra la mayoría de las monedas globales.



Aunque **no hay expectativas de subida de tipos de interés ni por parte del Banco Central Europeo (BCE) ni del Banco de Japón**, sí parece que ambas autoridades monetarias vislumbran ya los límites de la ampliación de su apoyo monetario<sup>13</sup>.

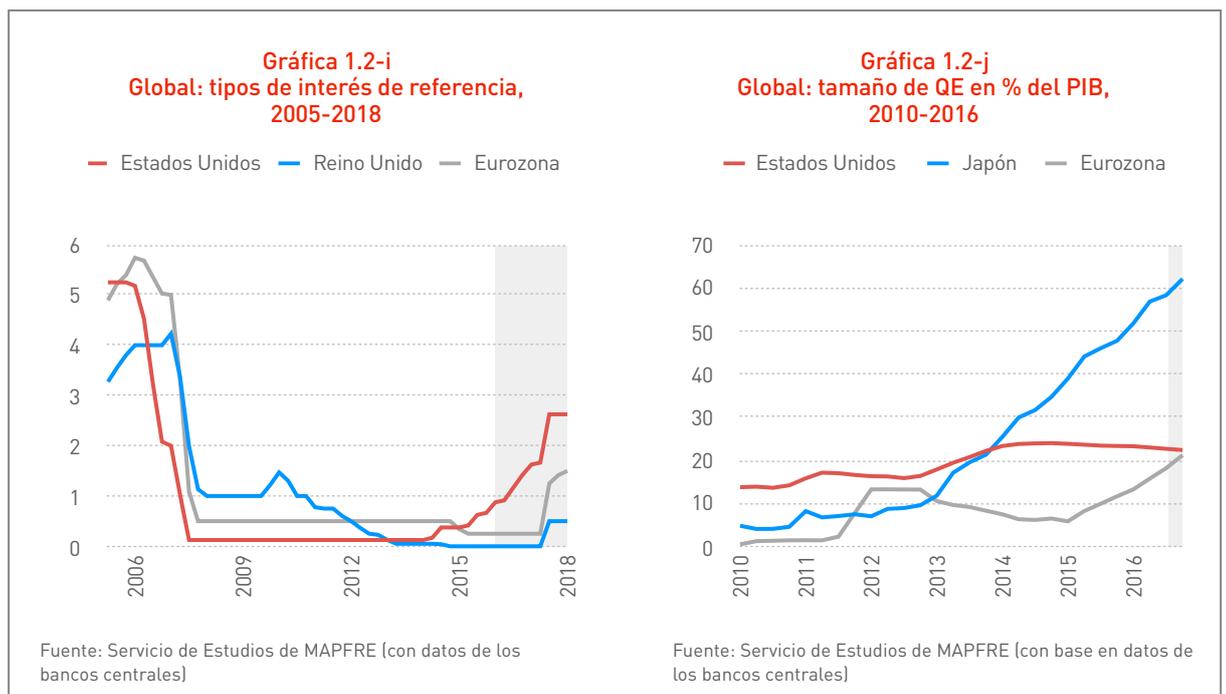
Por una parte, el Consejo de Gobierno del BCE<sup>14</sup> ha decidido en su más reciente reunión mantener tipos de interés en el entorno de cero<sup>15</sup>, extendiendo y ampliando el programa de compras hasta final del año 2017, aunque reduciendo su monto mensual de €80 a €60 millardos a partir de abril. El BCE ha dejado la puerta abierta, sin embargo, a mayor intensidad y cobertura de acción monetaria para garantizar el ajuste sostenido de la senda de inflación hacia su objetivo (2%), y para acomodar posibles contingencias financieras como las que se derivarían de posibles tensiones en el sector bancario en Europa.

Se estima que **la normalización monetaria europea llegará previsiblemente a mediados de 2018 y se acompañará con la consecución del objetivo de inflación fijado previsiblemente para finales de 2019**. Esto hace anticipar una extremadamente gradual recuperación de los niveles y perfil de la curva de tipos de interés europea en el plazo de los próximos 3 años.

Por otra parte, recientemente el Banco de Japón transitó de políticas de expansión cuantitativa hacia políticas aún más heterodoxas, como son las orientadas a acomodar las rentabilidades a diferentes plazos de la curva (énfasis en el diez años y en los tipos negativos a corto plazo), llevando la heterodoxia monetaria al límite, aunque sin éxito<sup>16</sup>.

Es previsible que la inflación subyacente en Japón toque cero nuevamente en el primer trimestre de 2017, lo que pone en evidencia otra vez el objetivo de inflación del banco central. En un contexto en el que la rentabilidad y estabilidad del sistema financiero parecen cuestionarse en dicho entorno de tipos de interés, **el Banco de Japón ya ha verbalizado que descarta nuevos recortes de tipos de interés y, en consecuencia, mantuvo tipos en su reunión de diciembre**.

Así, la gradualidad de la recuperación de la curva de tipos japonesa será incluso mayor que la europea, aunque leves indicios de aceleración de crecimiento e inflación (gracias al programa fiscal) otorgan ahora una perspectiva levemente positiva para los próximos meses.





## 1.3 Estados Unidos define el escenario central

### El escenario base global depende de los Estados Unidos

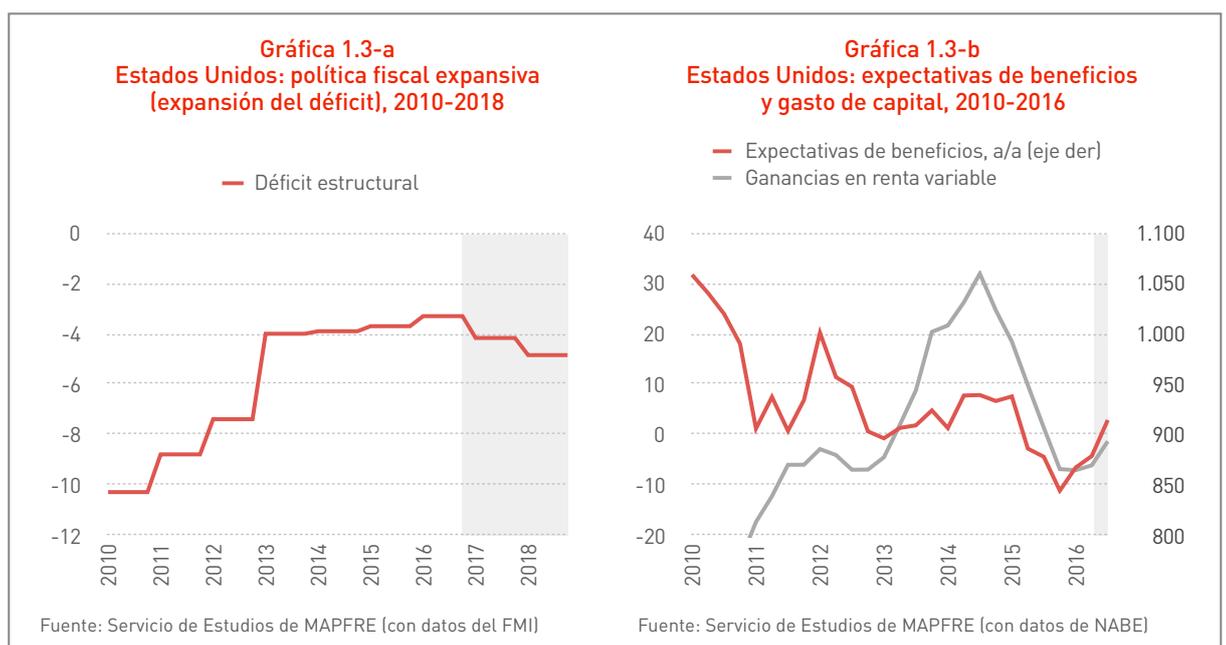
Los resultados electorales en los Estados Unidos se han interpretado como un *shock* global. Se trata de **una elección presidencial que articulará un menú de políticas públicas con consecuencias aún inciertas; una colección de opciones de política económica de demanda expansivas (reducciones de carga fiscal, expansión de gasto en infraestructuras, etc.) que se contraponen a un conjunto de políticas de oferta, en su mayoría de corte proteccionista y restrictivo (limitaciones comerciales, restricciones a la inmigración, sustitución de importaciones, etc.).** El grado en el que la administración Trump articule cada uno de los epígrafes electorales, el grado en que el efecto de cada política domine, y el nivel de reacción social y económica del país a esta combinación de políticas, definirán las posibles realidades económicas y sociales. Es inabarcable anticipar las posibles medidas a implementar, pero sí es posible delimitar los límites del diseño de sus políticas como se sintetiza en la Tabla 1.3.

*El escenario central es relativamente optimista y lo delimitan los extremos de las decisiones de políticas públicas que eventualmente adopte la administración Trump.*

Es importante señalar que en este informe solamente **se define el escenario central derivado de la política económica de los Estados Unidos.** Este escenario se ubica en el medio de los dos extremos de política económica y está condicionado por la realidad del estancamiento secular. **Se trata de un escenario moderadamente optimista que coincide con la visión relativamente benigna y cortoplacista del mercado, es decir, “una administración Trump moderada”.**<sup>17</sup>

### Una administración Trump moderada

El **escenario de una versión de una administración Trump moderada:** (i) da prioridad a políticas de demanda expansivas sobre las medidas de oferta; (ii) estas últimas son en gran medida implementadas de manera tamizada o postergadas recurrentemente, y (iii) en conjunto, la política económica tiene un impacto positivo sobre la actividad en el corto plazo que domina sobre los efectos de potenciales políticas orientadas a revertir la libertad de mercado y los flujos migratorios.



**Tabla 1.3.**  
**Administración Trump: posibles políticas y escenarios económicos**

Medidas e impactos	Escenario		
	Muy positivo	Base	Muy negativo
<b>Posibles medidas (período 2017-2026)</b>			
Recortes impositivos	1 bm USD	0,75 bm USD	0,5 bm USD
Inversión en infraestructuras	0,25 bm USD	0,13 bm USD	0
Gastos concertados	0,35 bm USD (corto plazo)	0,3 bm USD (corto plazo)	0,3 bm USD
Comercio internacional	Status quo	Proteccionismo selectivo <sup>1</sup>	Represalia comercial <sup>2</sup>
Regulación	Liberalización	Liberalización	Status quo
Inmigración	Status quo	600 mil deportados anuales	1,2 millones deportados anuales
<b>Impacto</b>			
Déficit público (incremento)	+0,4 bm USD	+0,13 bm USD	0
Crecimiento del PIB	> 3%	≈ 2%	< 1%
Inflación	>> 2%	> 2%	< 2%
Aversión al riesgo global	Moderada	Neutra	Alta
Fx USD/EUR (fin 2018)	0,90	1,05	1,15
Fx vs monedas emergentes (fin 2018)	Muy apreciado	Apreciado	Neutro
Tipo de interés a 10 años, Tbill 10y (fin 2018)	2,75%	2,25%	0%

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

<sup>1</sup> 10% a 15% de aranceles sobre importaciones provenientes de México y China. Alteración de la membresía EFTA. No OMC.

<sup>2</sup> 35% a 45% de aranceles sobre importaciones provenientes de México y China. China declarada manipuladora cambiaria. Estados Unidos fuera de EFTA y OMC.

En términos netos, **las medidas en este escenario central añadirían 0,70 puntos porcentuales al crecimiento del PIB acumulado estadounidense durante 2017 y 2018, como resultado de un impulso fiscal cercano al 0,35%, en media, cada año.** Mayor crecimiento y un mercado laboral cercano al pleno empleo, producirían una reactivación del crecimiento de los salarios reales, de las expectativas de inflación y un incremento del déficit público. Esto justificaría (suponiendo que el Congreso lo apruebe) que la política monetaria “acomode” la política fiscal subiendo tipos de interés más deprisa. Subidas más agresivas de tipos, una actividad económica más dinámica e inflación producirían una mayor prima por tiempo en la curva de tipos estadounidense, lo que garantizaría un perfilamiento positivo de la curva. En este contexto, el tipo a 10 años se apreciaría 1% por encima de lo que lo hubiera hecho en otro contexto económico ajeno a Trump.

**Este escenario central es, sin embargo, frágil y se halla fuertemente sesgado hacia posibilidades más negativas dado que no solamente depende de qué medidas se decidan sino de cómo se implementen.** Las medidas de política de demanda (fiscal y monetaria), aunque positivas, tendrían efectos transitorios y menores que las de oferta (inmigración y comercio) que tienen un carácter negativo y además permanente.

Por otro lado, los efectos que puedan llegar a tener están sujetos a varios supuestos, tales como: (i) la elasticidad del PIB a los impulsos fiscales (se asume 1% pero podría ser menor<sup>18</sup>); (ii) el destinatario de las rebajas impositivas (inocuas si están destinadas a rentas altas con poca propensión al consumo), y (iii) que exista interés privado por acompañar los planes de inversión pública (ya que se trataría básicamente de asociaciones privado-públicas).

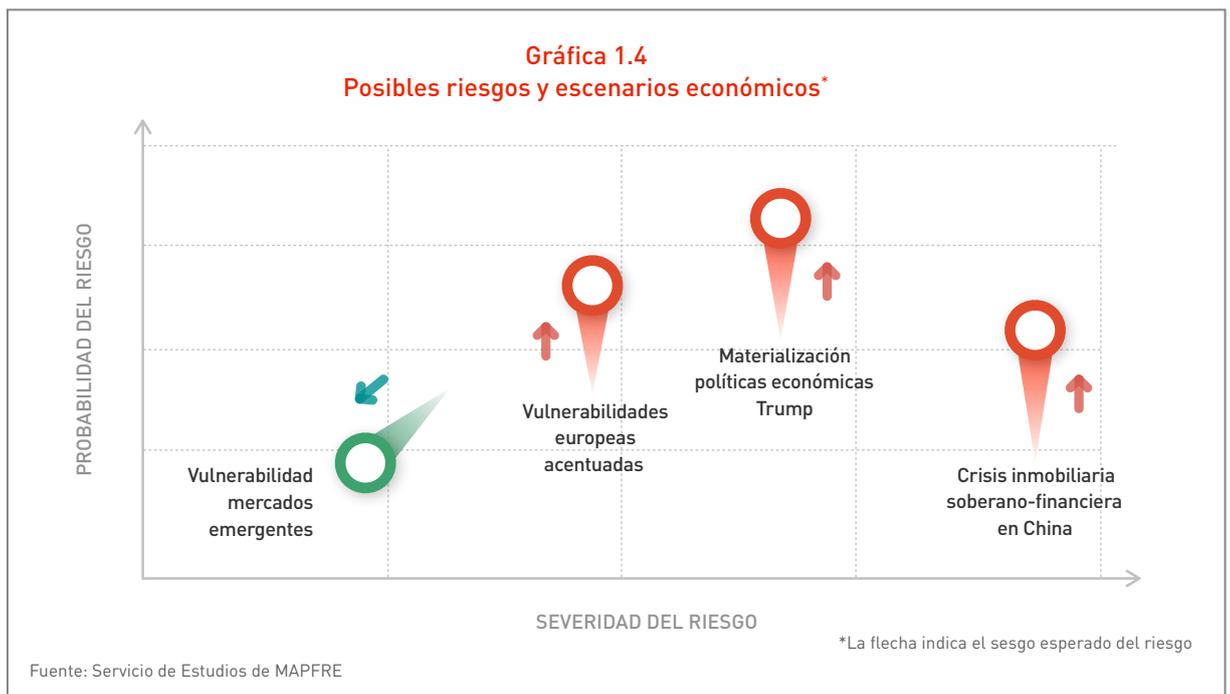
## 1.4 Balance global de riesgos y previsiones

### Escenario central y balance de riesgos

A diferencia de otros países, los *shocks* que sufra la economía de los Estados Unidos tienen efectos globales. En este informe, la visión central de la economía global se condiciona a un escenario moderado de la política económica y social de los Estados Unidos. En síntesis, este escenario:

- Induciría a **depreciaciones de casi todas las monedas** de mercados desarrollados y de mercados emergentes contra el dólar.
- Los **flujos de cartera regresarían a los Estados Unidos**, saliendo fundamentalmente de mercados emergentes al hacerse innecesaria la búsqueda de mayores retornos y de activos refugio.
- Las **curvas de tipos de interés de los Estados Unidos** ganarían perfil.
- Las **curvas de tipos de interés de los mercados emergentes**, especialmente los de Latinoamérica, se aplanarían de manera moderada (pero menos que durante el *Taper Tantrum* de 2013).
- La **aversión al riesgo global** se mantendría contenida, y no aceleraría procesos financieros abruptos.
- Se presentarían **depreciaciones competitivas** en línea con la inflación estadounidense y su política de tipos de interés, lo que tamizaría parcialmente los efectos de la política arancelaria de los Estados Unidos.
- En este escenario de mayor crecimiento global, el **ciclo de materias primas** continuaría ganando tracción por factores de demanda, aunque de manera moderada.

*El escenario base de la economía global en este informe supone la definición de una política económica y social moderada en los Estados Unidos, y puede interactuar con los riesgos globales latentes.*



**El escenario antes descrito se encuentra fuertemente sesgado a la baja (a acentuar los factores negativos), ya que existe un elevado número de vulnerabilidades y de riesgos latentes que podrían desarrollarse a lo largo de los próximos meses.** La política de la administración Trump podría ser el catalizador de este proceso. En este sentido, **el Escenario Base de este informe es un escenario relativamente optimista**, en virtud de que la incertidumbre actual obliga a dar la misma probabilidad a este escenario más benigno que a cualquier otro de riesgo generado por la confluencia de las vulnerabilidades globales mencionadas abajo y un escenario menos benévolo en los Estados Unidos.

**A partir del Escenario Base, se conciben tres fuentes de vulnerabilidad (además de la política de la administración Trump) que pueden originar *shocks* y revertir la previsión a un Escenario de Riesgo** como el que se adjunta en las tablas del apéndice a este informe.

1. **Vulnerabilidades reales (bajo crecimiento, baja rentabilidad corporativa que daña la solvencia) y financieras (apalancamiento privado en moneda extranjera, posición externa neta negativa, amplios déficit corrientes) en países emergentes.** Alta sensibilidad al desarrollo de eventos en los Estados Unidos (riesgo comercial, de financiación externa, de tipo de interés y de tipo de cambio) y en China (comercial, financiación de inversión extranjera directa).

**Se trata de un riesgo con una severidad y probabilidad limitada, pero no despreciable, y altamente sensible al desarrollo de eventos en los Estados Unidos.**

2. **Resurgimiento de estrés soberano-financiero europeo (como el ocurrido durante la crisis de 2010-2011).** Este riesgo estaría perfilado por aspectos tales como: (i) problemas de gobernabilidad que fortalezcan los populismos; (ii) reformas estructurales postergadas (laboral, financiero-bancaria, fiscal); (iii) planes de recapitalización por situaciones financieras sistémicas que fallen en su implementación; (iv) crecimiento débil en un contexto de trampa de la liquidez con bajos tipos de interés pero con *spreads* de crédito elevados por prima de riesgo y tipo de cambio depreciado. La probabilidad de materialización de este riesgo está también relacionada con:
  - a) los escenarios de desempeño de la economía estadounidense por el lado del crecimiento, porque es reactivo a la política monetaria que se implemente en ese país, y
  - b) la volatilidad y el resultado de la negociación del Artículo 50 que activaría el Brexit, que se espera dilatada en el tiempo y con la peor de las alternativas posibles (salida tipo Organización Mundial del Comercio).

**Este es un riesgo que se estima con probabilidad y severidad medias.**

3. **Confluencia del riesgo inmobiliario en China con mayor estrés financiero, y política cambiaria reactiva a las medidas de la administración Trump.** Este escenario de riesgo describe: (i) un excesivo apalancamiento familiar y corporativo en un contexto de crecientes presiones a la baja sobre la riqueza de las familias por la contracción de precios de la vivienda; (ii) empresas públicas con problemas de rentabilidad y fuertemente apalancadas en un contexto de falta de inversión que afrontan condiciones financieras muy tensionadas (especialmente debido a la depreciación de la moneda pero también debido a la dinámica de la financiación); (iii) un gobierno fuertemente apalancado pero que aún puede intervenir los problemas del mercado inmobiliario a través de sus instituciones de crédito local (aunque el efecto en la aversión al riesgo y sobre el renminbi sería perverso). Además, en un contexto de posible escenario de *retaliation* debido a las posiciones de Trump en términos comerciales, China podría emplear más intensivamente sus reservas y vender activos financieros estadounidenses, lo que tendría efectos globales a través de la curva de tipos de interés en los Estados Unidos.

Este conjunto de riesgos se ha utilizado para modular un escenario alternativo (Escenario de Riesgo), el cual se presenta en los cuadros macroeconómicos de cada país en el apéndice de este informe.

## 1.4.1 Estados Unidos

### Optimismo a corto plazo y riesgos con sesgo negativo

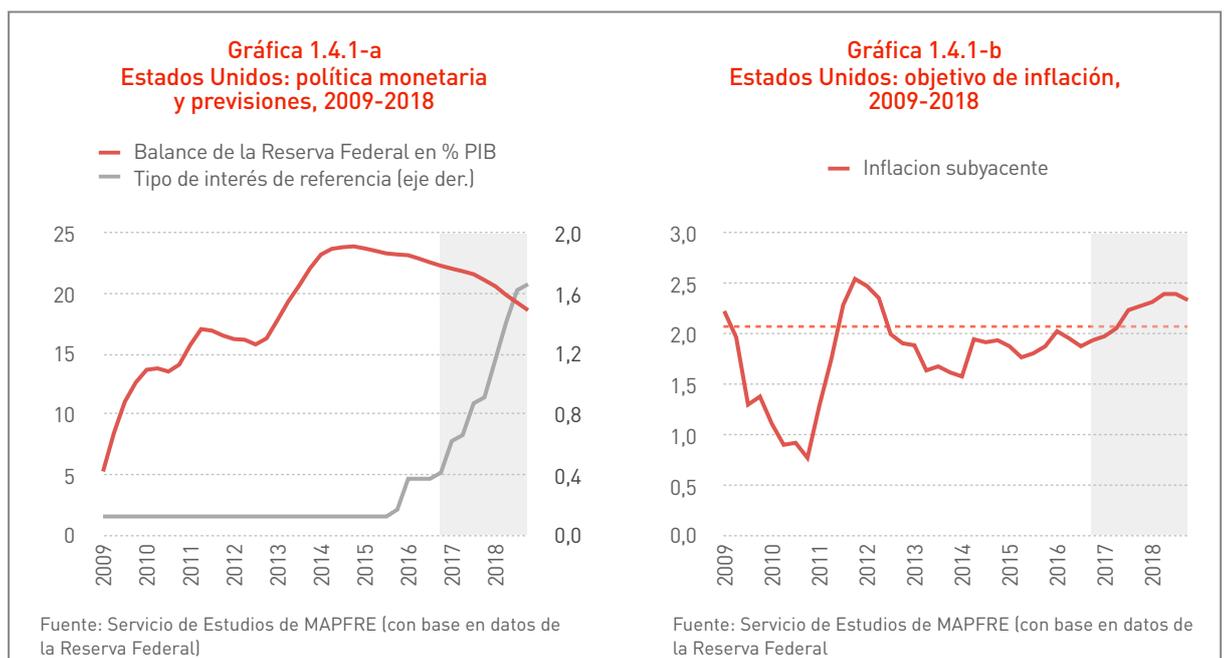
Se espera que el 2016 la economía de Estados Unidos cierre con un crecimiento cercano al 1,6% apoyado en el consumo privado y ganancias salariales en un contexto de cuasi pleno empleo (tasa de paro menor al 5%). El mayor dinamismo y el ciclo de materias primas aceleran la inflación (1,8% en cuarto trimestre de 2016) hacia el objetivo de Reserva Federal (2%). En 2017 y 2018 se acelerarán tanto crecimiento como inflación (en media 2,4% y 2,2% para PIB e inflación, respectivamente). La ganancia de dinamismo se apoyará

en la demanda doméstica gracias a crecientes incrementos en la renta disponible (que apoya al consumo) y en los beneficios empresariales (que apoyan a la inversión), acompañados de una mejora general de las expectativas en el corto plazo. La política fiscal que implicaría el programa de Trump añadiría aproximadamente 0,35 puntos porcentuales al crecimiento del PIB cada año.

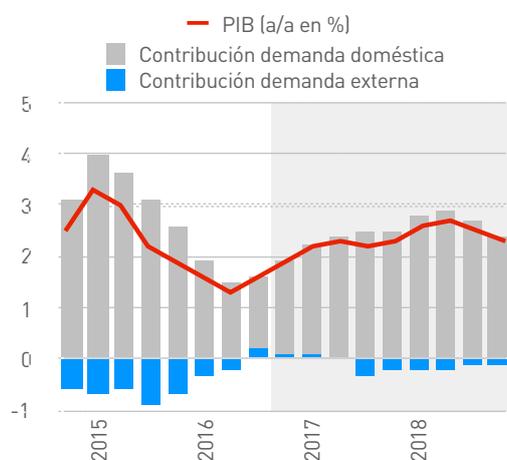
- *Los mercados reaccionan positivamente a los resultados electorales (una administración Trump moderada). Efectos fiscales expansivos se anticipan más intensos que los derivados del proteccionismo.*
- *Se anticipa un mayor dinamismo de la demanda doméstica, una aceleración de la inflación y un aumento de los tipos de interés a lo largo de toda la curva.*
- *El efecto de re-flación y crecimiento es positivo, especialmente en el contexto de atonía global actual, aunque frágil y condicional al desempeño de la administración Trump. Esta visión tiene un fuerte sesgo hacia un escenario menos benigno.*

La aceleración de la demanda e inflación asegurarán la continuidad del proceso de normalización monetaria. Se espera que la Reserva Federal suba tipos al menos dos veces tanto en 2017 como en 2018, ubicando el coste de financiación entre el 1,75% y el 2% a final del 2018. Igualmente, se espera que continúe o se acelere el proceso de venta de activos del balance de la Reserva Federal (*Tapering QE*), lo que llevaría los tipos largos a converger antes a su equilibrio y alcanzar 2,75%-3% a finales de 2018 (véanse las Gráficas 1.4.1-a y 1.4.1-b).

El sesgo de la política monetaria provocaría una apreciación del dólar frente a todas las monedas, especialmente contra aquellas que cíclicamente distan del momento de la economía de Estados Unidos (euro y monedas de los países Latinoamericanos).

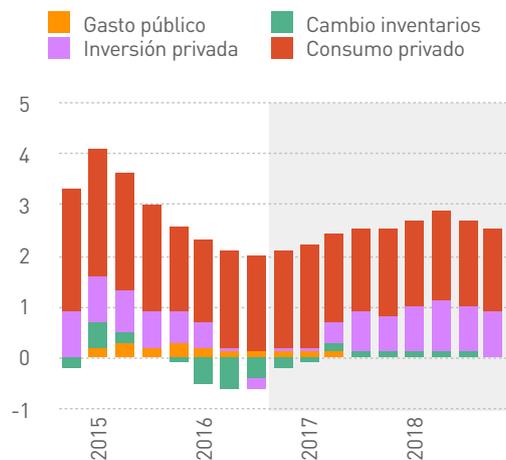


**Gráfica 1.4.1-c**  
Estados Unidos: descomposición  
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)

**Gráfica 1.4.1-d**  
Estados Unidos: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)

**Tabla 1.4.1**  
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	2,2	1,7	2,5	2,6	1,6	2,3	2,5
Contribución de la demanda doméstica	2,1	1,4	2,1	3,3	1,6	2,4	2,7
Contribución de la demanda externa	0,1	0,3	0,2	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1
Contribución del consumo privado	1,0	1,0	1,9	2,2	1,8	1,7	1,7
Contribución de la inversión	1,2	0,6	0,5	0,8	0,1	0,5	0,9
Contribución del consumo público	-0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,0
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,1	1,3	2,5	3,2	1,6	2,3	2,6
Consumo total (% a/a, media)	1,0	0,8	2,2	2,9	2,3	2,2	2,1
Inversión (% a/a, media)	6,3	3,0	4,2	3,8	0,7	2,5	4,6
Exportaciones (a/a en %)	0,4	0,5	0,6	0,0	0,1	0,3	0,4
Importaciones (a/a en %)	-0,4	-0,2	-0,4	-1,2	-0,1	-0,4	-0,5
Tasa de paro (final período)	7,8	6,9	5,7	5,0	4,7	4,6	4,6
Inflación (final período)	1,9	1,2	1,2	0,4	1,8	2,2	2,2
Balance fiscal (% PIB)	-8,9	-5,4	-4,9	-4,5	-4,9	-5,0	-5,4
Balance comercial (% PIB)	-4,8	-4,4	-4,5	-4,4	-4,1	-4,0	-4,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,8	-2,2	-5,7	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7
Tipo de interés oficial (fin período)	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,9	1,7
Coste medio de financiación	0,2	0,2	0,2	0,3	0,7	1,2	1,9
Tipo de cambio vs euro (fin período)	1,30	1,36	1,25	1,10	1,05	1,01	1,00
Crédito privado (% a/a, media)	2,9	7,6	7,7	2,3	3,6	6,2	5,0
Crédito familias (% a/a, media)	-0,3	0,8	2,4	2,5	3,2	5,1	5,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,3	3,4	4,8	5,7	5,4	4,2	4,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-1,9	2,2	2,9	2,2	4,2	3,6	2,6

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de la Reserva Federal)

## 1.4.2 Eurozona

### Resistencia (limitada) a la incertidumbre gracias al BCE

Los más recientes indicadores de perspectiva (PMIs y expectativas de consumo) han sido relativamente benignos hacia el final de 2016, lo que ha hecho que el crecimiento total esperado en este año se ubique en 1,7%, debido íntegramente a la aportación de la demanda doméstica.

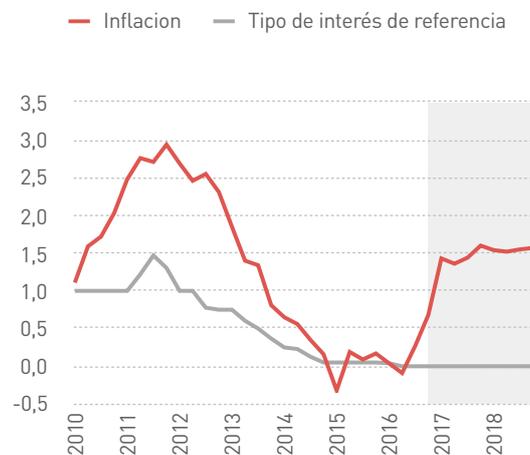
Los riesgos nacidos en 2016 se acentuarán durante los años siguientes produciendo un deterioro de la inversión y del consumo pese a una mejora del crédito. En un contexto de mayor contracción de la demanda externa, esto producirá una

desaceleración en el crecimiento del PIB hasta el entorno del 1,4%, en media, durante 2017 y 2018. La ausencia de presiones en la inflación subyacente (mercado laboral amplio, crecimiento de salarios contenido) y el ciclo de materias primas aún en incipiente recuperación, mantendrán la inflación lejos del objetivo del Banco Central Europeo (2%).

El compromiso de apoyo a la estabilidad financiera del BCE y la atonía de los precios, mantendrán el sesgo de la política monetaria fuertemente acomodaticio. El BCE mantendrá sin cambios los tipos de interés en el horizonte cercano, a la par que continuará con el programa de compras<sup>20</sup>, al menos hasta final de 2017 (aunque a un ritmo inferior al actual, €60 millardos al mes). La atonía de crecimiento, inflación y tipos de interés mantendrán la prima temporal de los tipos muy limitada, anticipando tipos de largo plazo contenidos (1,55% en 2018). Dado el contexto de inflación, tipos de interés y actividad económica, se espera que el euro se mantenga, en media, cerca de la paridad con el dólar durante los próximos años.

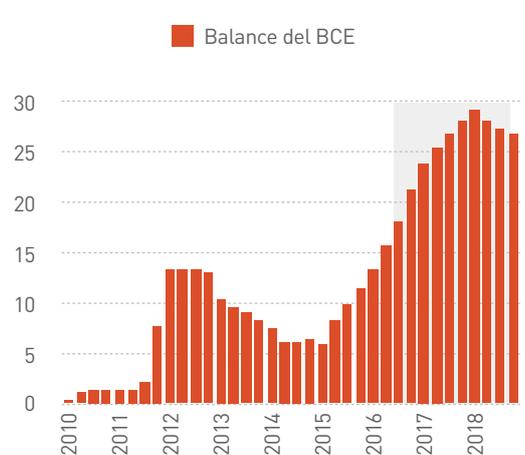
- *Los efectos en la actividad económica colaterales del Brexit, de la incertidumbre política y de los problemas en el sector bancario (Italia), son aún imperceptibles pero los riesgos aumentan.*
- *La actividad se desacelerará como consecuencia de una menor aportación de la demanda doméstica y externa. La política fiscal será en términos globales neutra.*
- *La política monetaria continuará siendo extremadamente acomodaticia<sup>19</sup>; no se anticipan cambios en el programa de compras del BCE hasta inicios del 2018, ni subidas en los tipos de interés hasta 2019.*

Gráfica 1.4.2-a  
Eurozona: inflación y política monetaria,  
2010-2018



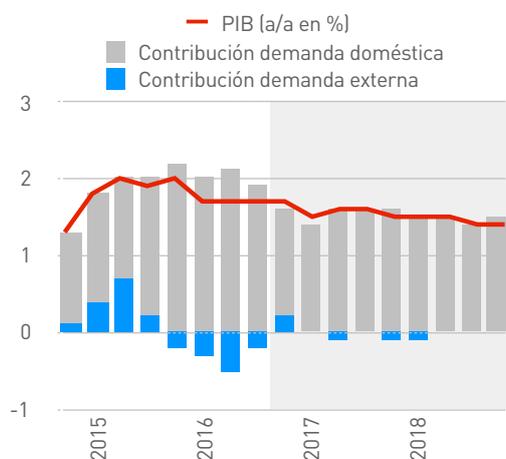
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BCE)

Gráfica 1.4.2-b  
Eurozona: balance del BCE (% del PIB),  
2010-2018



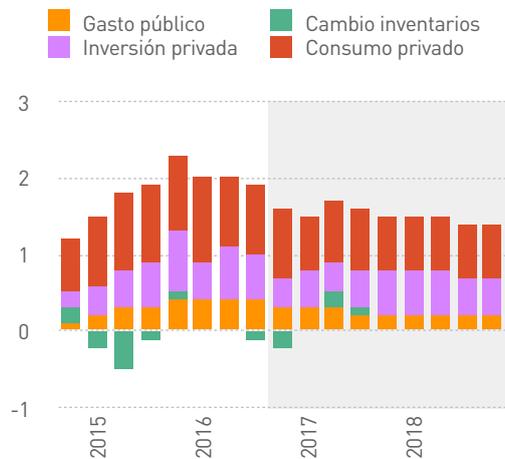
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BCE)

**Gráfica 1.4.2-c**  
Eurozona: descomposición  
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BCE)

**Gráfica 1.4.2-d**  
Eurozona: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BCE)

**Tabla 1.4.2**  
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	-0,9	-0,2	2,5	1,9	1,7	1,5	1,4
Contribución de la demanda doméstica	-2,3	-0,6	0,7	1,7	1,8	1,6	1,5
Contribución de la demanda externa	1,4	0,4	0,5	0,3	-0,2	0,0	0,0
Contribución del consumo privado	-0,6	-0,3	0,5	1,0	0,9	0,8	0,7
Contribución de la inversión	-0,7	-0,5	0,1	0,6	0,6	0,5	0,5
Contribución del consumo público	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,3	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	-2,3	-0,6	1,2	1,7	1,9	1,6	1,5
Consumo total (% a/a, media)	-0,9	-0,3	0,8	1,7	1,8	1,3	1,2
Inversión (% a/a, media)	-3,3	-2,4	1,4	2,9	2,8	2,3	2,7
Exportaciones (a/a en %)	1,2	1,0	2,2	2,7	1,1	1,2	1,3
Importaciones (a/a en %)	0,2	-0,6	-1,1	-3,7	-1,3	-1,3	-1,4
Tasa de paro (final período)	11,8	11,9	11,4	10,5	9,8	9,3	9,0
Inflación (final período)	2,3	0,8	0,2	0,2	0,7	1,6	1,6
Balance fiscal (% PIB)	-3,6	-3,0	-2,6	-2,1	-1,8	-1,5	-1,3
Balance comercial (% PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impulso fiscal (% PIB)	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,2	2,2	-5,7	3,1	3,2	2,5	2,3
Tipo de interés oficial (fin período)	0,8	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Coste medio de financiación	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,1
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,30	1,36	1,25	1,10	1,09	1,01	1,02
Tasa de ahorro	12,3	12,4	12,5	12,4	12,6	12,5	12,5
Crédito familias (% a/a, media)	0,4	-0,6	-0,1	1,0	1,5	2,1	2,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,9	-1,5	0,8	7,1	1,1	1,4	2,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	11,8	1,7	4,2	17,7	0,3	0,7	1,3

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BCE)

### 1.4.3 España

#### Hacia una senda más moderada

El PIB español ha crecido por encima del 3% en los últimos seis trimestres y la creación de empleo sigue siendo robusta. A diferencia de los años anteriores, el crecimiento del empleo ha sido compatible con el aumento de la productividad acelerando el crecimiento de los salarios reales. En 2016, el saldo exterior terminará en superávit por cuarto año consecutivo y el sistema bancario, pese a los problemas de rentabilidad derivados de los bajísimos tipos de interés, continúa fortaleciéndose.

A futuro se espera una des-aceleración paulatina de la demanda

doméstica, lo que, en un contexto de similar aportación del sector exterior, conducirá a un crecimiento del PIB más moderado que el registrado en los dos últimos años. Menores crecimientos de la renta producirán una moderación en el consumo y en el ahorro hasta valores anteriores a 2016. Las vulnerabilidades de la economía española se corregirán muy lentamente, el paro se reducirá cíclicamente hasta niveles consistentes con el paro estructural (16% en 2018), y las familias continuarán desapalancándose de manera moderada frenando así el consumo y el ahorro.

El foco de las vulnerabilidades de la economía española se centrará ahora en las cuentas públicas, siendo el déficit corriente y la deuda pública el principal obstáculo para implementar medidas expansivas de demanda.

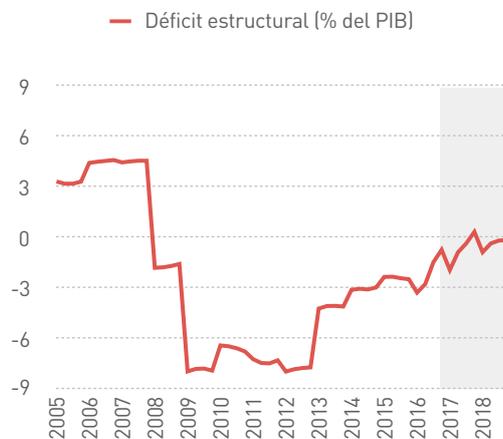
- **2017-2018: transición hacia un contexto económico de crecimiento más cercano al 2% que al 3% como venía siendo hasta ahora.**
- **La política fiscal vuelve a ser restrictiva. Las recientes medidas implican revertir dos tercios de las rebajas de impuestos de 2015-2016.**
- **El ciclo de materias primas anticipa una inflación acercándose al 2% durante 2017, pese a un crecimiento más moderado.**
- **Las mayores expectativas de inflación global conducen a un mayor rendimiento soberano (aumento de tipos de interés de largo plazo, pese al sesgo acomodaticio del BCE).**

Gráfica 1.4.3-a  
España: tasa de paro,  
2014-2018



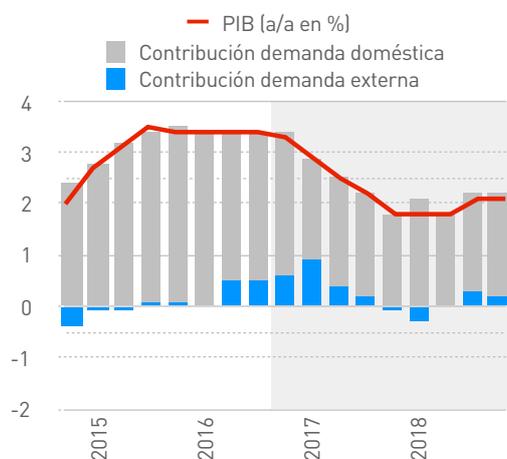
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del INE)

Gráfica 1.4.3-b  
España: déficit público estructural,  
2005-2018



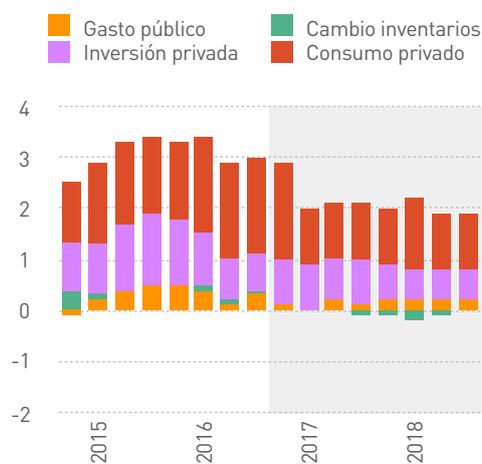
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del INE)

**Gráfica 1.4.3-c**  
España: descomposición  
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del INE)

**Gráfica 1.4.3-d**  
España: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del INE)

**Tabla 1.4.3**  
España: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	-2,9	-1,7	2,5	3,2	3,4	2,4	1,9
Contribución de la demanda doméstica	-5,1	-2,9	1,3	3,2	3,0	2,0	1,9
Contribución de la demanda externa	2,2	1,2	0,1	0,0	0,4	0,4	0,2
Contribución del consumo privado	-2,2	-1,6	0,9	1,5	1,9	1,1	1,2
Contribución de la inversión	-1,9	-0,7	0,4	1,2	0,8	0,8	0,6
Contribución del consumo público	-1,0	-0,4	-0,1	0,4	0,2	0,1	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	-5,2	-3,0	1,9	3,3	3,1	2,1	2,0
Consumo total (% a/a, media)	-4,0	-2,7	1,1	2,6	2,8	1,6	1,9
Inversión (% a/a, media)	-8,7	-3,3	3,8	6,0	3,9	3,9	2,9
Exportaciones (a/a en %)	0,3	1,3	1,6	1,3	1,4	1,3	1,1
Importaciones (a/a en %)	1,6	0,1	-1,1	-2,4	-0,9	-1,1	-1,0
Tasa de paro (final período)	25,8	25,7	23,7	20,9	18,7	17,1	16,0
Inflación (final período)	3,0	0,0	-1,0	0,0	1,0	1,0	1,0
Balance fiscal (% PIB)	-10,3	-7,1	-6,0	-5,1	-4,5	-3,1	-2,7
Balance comercial (% PIB)	-2,8	-1,4	-2,2	-2,0	-1,3	-0,8	-1,0
Impulso fiscal (% PIB)	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,7	0,7	0,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,0	0,0	-5,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Tipo de interés oficial (fin período)	0,8	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Coste medio de financiación	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,1
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,30	1,36	1,25	1,10	1,05	1,01	1,00
Tasa de ahorro	8,9	9,9	9,0	8,4	9,2	8,7	8,8
Crédito familias (% a/a, media)	-3,8	-5,3	-4,7	-0,7	1,0	1,0	1,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,6	-9,0	-5,0	-4,1	-0,2	3,9	1,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,1	-17,6	-11,1	-5,3	-29,2	-22,6	-23,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del INE)

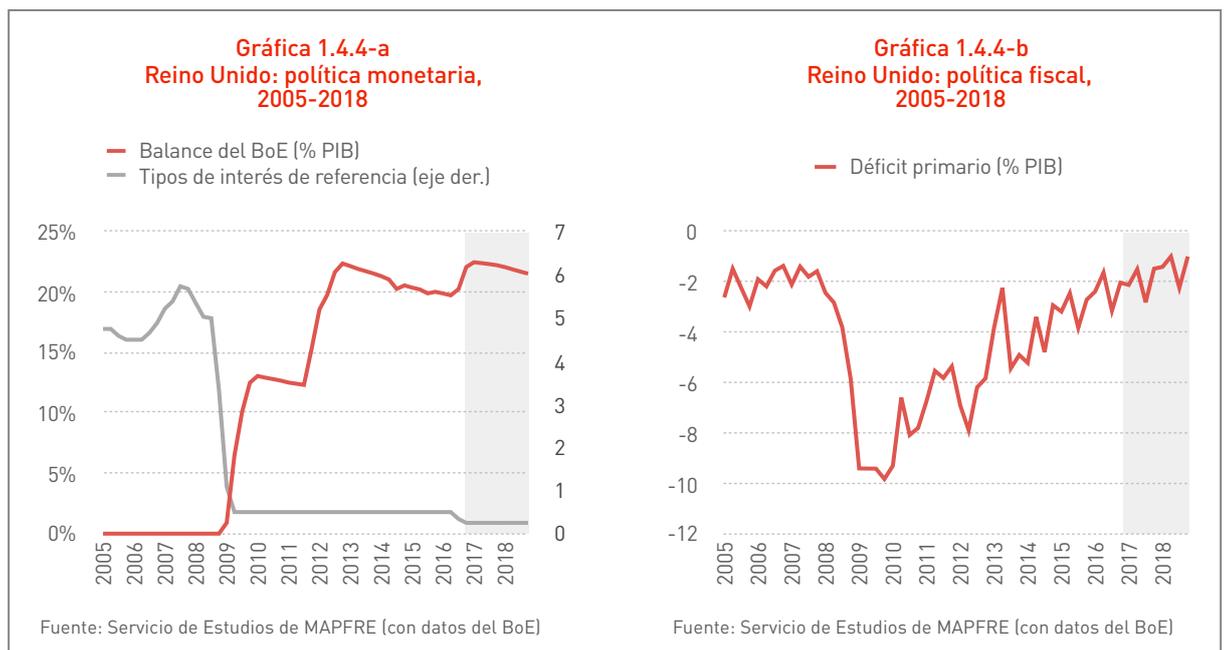
## 1.4.4 Reino Unido

### Esperar el desarrollo del Brexit

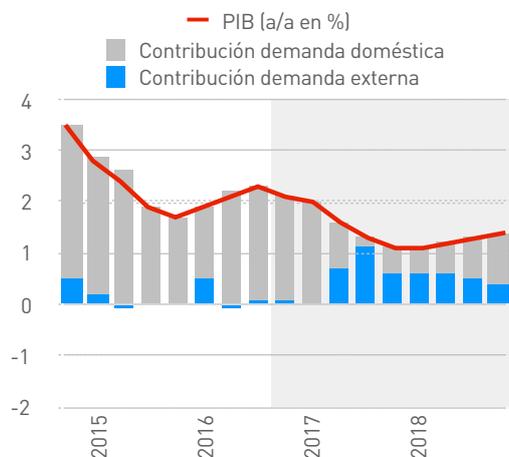
Los datos de alta frecuencia recibidos a finales de 2016 han sido heterogéneos pero indican que la mayor parte de la actividad de la economía de Reino Unido se deriva del consumo doméstico y de la exportación, mientras que la producción industrial y la demanda residencial permanecen contenidas (en anticipación a los efectos del Brexit). Eso lleva a descontar un crecimiento en 2016 que todavía será similar al registrado en 2015 y con la misma naturaleza. Durante los próximos años, sin embargo, el clima de incertidumbre pasará factura a través del canal de expectativas a la actividad económica, afectando fundamentalmente a la inversión y al consumo (tendencia a un mayor ahorro con motivo precaución). Se espera que el crecimiento mantenga una composición más sesgada aún a los componentes de demanda que no requieran comprometer gasto en capital (residencial, maquinaria, inversión extranjera directa, etc.). El PIB crecerá, en media, 1,4% los próximos dos años. La política fiscal será un fuerte apoyo para el consumo, siendo previsible un impulso fiscal superior al 1%, en media, durante este periodo.

- *Señales mixtas por el lado de la demanda no dan cuenta aún del efecto real del Brexit. La economía británica crecerá marginalmente menos en 2016.*
- *El desempeño en 2017 y 2018 estará condicionado al desarrollo y resultado del Brexit. Se espera una fuerte desaceleración (no una recesión).*
- *La política monetaria mantiene el sesgo acomodaticio aún indefinidamente, en línea con la incertidumbre pre/post Brexit (tipos de interés en 0,25% hasta 2019).*
- *Determinación en la política fiscal, la cual acompañará apoyando al consumo y a la inversión.*

El Banco de Inglaterra mantendrá la laxitud monetaria (tipos de interés estables en 0,25%) durante el dicho periodo y mantendrá el balance estático pero sin reinvertir las rentabilidades a la espera de ver cómo se desarrolla la negociación del Artículo 50 que idealmente se ejecutaría al final de la primera mitad de 2017. El hecho de que la negociación se realice relativamente temprano en el año es relevante para permitir el mayor margen de maniobra posible a las autoridades británicas. Por ahora, el resultado esperado se aproxima más a un acuerdo en el marco de la Organización Mundial del Comercio que a cualquier otra posibilidad. La reciente declaración de la Primera Ministra, Theresa May, así lo indica.

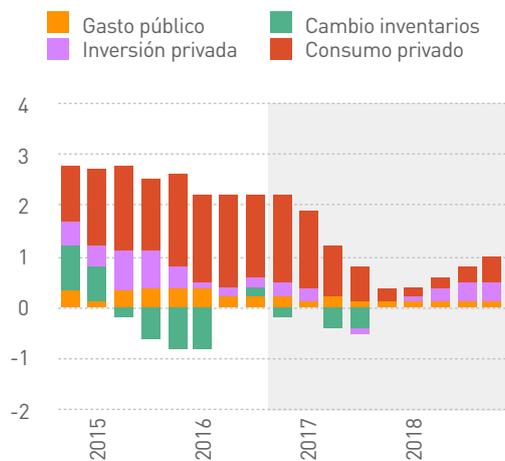


**Gráfica 1.4.4-c**  
Reino Unido: descomposición  
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BoE)

**Gráfica 1.4.4-d**  
Reino Unido: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BoE)

**Tabla 1.4.4**  
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	1,3	1,9	2,5	2,2	2,1	1,5	1,3
Contribución de la demanda doméstica	2,1	1,9	2,7	2,2	1,9	0,9	0,7
Contribución de la demanda externa	-0,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,6	0,4
Contribución del consumo privado	1,2	1,0	1,3	1,6	1,7	0,9	0,3
Contribución de la inversión	0,4	0,5	0,6	0,6	0,2	0,1	0,3
Contribución del consumo público	0,3	0,1	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,2	1,9	3,6	2,2	2,0	0,9	0,7
Consumo total (% a/a, media)	1,8	1,3	2,2	2,3	2,4	1,2	0,5
Inversión (% a/a, media)	2,4	3,2	6,7	3,4	1,1	0,3	1,8
Exportaciones (a/a en %)	0,2	0,3	1,0	0,8	0,8	0,8	1,1
Importaciones (a/a en %)	-0,9	-1,1	-0,5	-2,2	-0,8	-0,3	-0,5
Tasa de paro (final período)	4,7	3,8	2,6	2,3	2,3	2,6	2,5
Inflación (final período)	2,7	2,1	0,9	0,1	1,3	2,7	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-8,3	-5,7	-5,6	-4,3	-3,7	-3,3	-2,8
Balance comercial (% PIB)	-6,6	-6,9	-6,7	-6,8	-6,9	-6,4	-5,9
Impulso fiscal (% PIB)	0,4	0,5	1,9	1,1	1,1	1,3	1,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,7	-4,4	-5,7	-5,3	-5,3	-3,1	-2,0
Tipo de interés oficial (fin período)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
Coste medio de financiación	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,61	1,62	1,58	1,52	1,25	1,26	1,26
Tipo de cambio vs euro (fin período)	1,24	1,19	1,27	1,39	1,15	1,25	1,23
Tasa de ahorro	8,4	6,7	6,8	6,1	5,4	4,9	5,0
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	1,2	2,1	3,1	3,9	2,3	1,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,0	-2,5	-3,9	-1,5	0,0	3,2	2,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,6	7,2	-10,3	-13,7	-0,1	3,0	3,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BoE)

## 1.4.5 Japón

### Vientos de cola pero desempeño limitado

La revisión estadística oficial revela que el crecimiento de la economía de Japón durante los últimos dos años ha sido mayor de lo inicialmente estimado. A este factor debe sumarse el mayor dinamismo en el resto del mundo y una depreciación (aún no concluida) del yen que favorecerán la contribución del sector exterior.

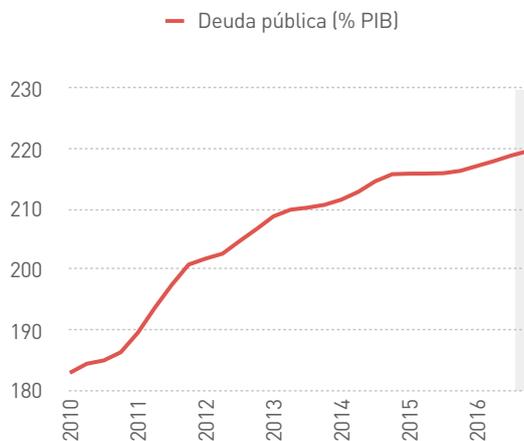
Adicionalmente, es previsible que en este contexto el apoyo de políticas de demanda (tanto monetarias como fiscales) contribuirá al crecimiento adicional del PIB japonés en aproximadamente 0,25%, en promedio, durante los próximos dos años.

La inflación en Japón se mantiene muy baja, pero se abandonan los temores de entrar en deflación, lo que hasta ahora era un factor de especial relevancia dado el elevado nivel de apalancamiento del sector público.

Por otra parte, Japón continuará con su política monetaria heterodoxa (centrándose en la curva de tipos de interés y no en el objetivo de inflación), a fin de proteger su sistema financiero, con especial énfasis en el sector asegurador de Vida. Sin embargo, parece que el camino por recorrer dentro de las políticas monetarias heterodoxas (el mayor entre todos los países desarrollados) se ha agotado.<sup>21</sup>

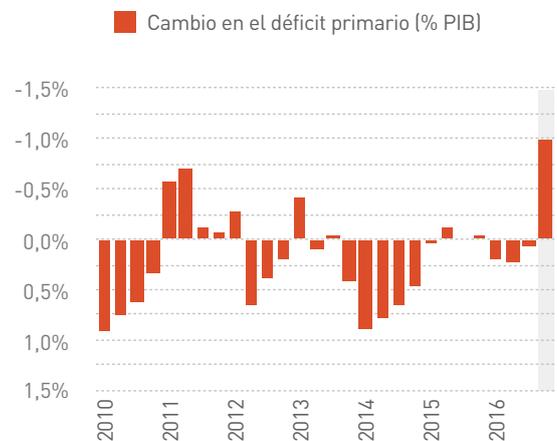
- *La revisión de la contabilidad nacional hecha en diciembre de 2016 revela que el crecimiento en Japón fue mayor de lo inicialmente estimado.*
- *Aunque aparentemente limitado, las perspectivas son favorables gracias a la demanda exterior, el impulso fiscal y la depreciación del yen.*
- *El yen mantendrá la depreciación actual (o incluso mayor), dado el creciente diferencial de tipos de interés largos con Estados Unidos.*
- *El impulso fiscal en Japón será amplio, rozando 1% del PIB, y en un contexto en el que se mantendrá el sesgo de la política monetaria actual.*

Gráfica 1.4.5-a  
Japón: deuda pública (% PIB),  
2010-2016



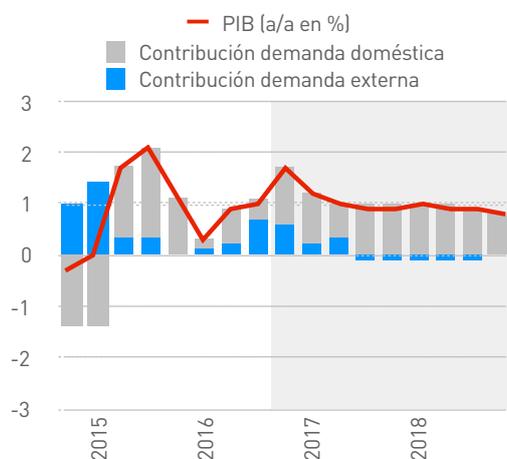
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Statistics Bureau)

Gráfica 1.4.5-b  
Japón: impulso fiscal  
(cambio en déficit primario), 2010-2016



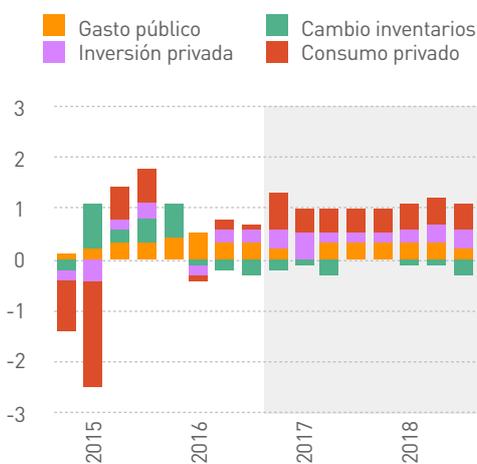
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Statistics Bureau)

**Gráfica 1.4.5-c**  
Japón: descomposición  
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Statistics Bureau)

**Gráfica 1.4.5-d**  
Japón: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Statistics Bureau)

**Tabla 1.4.5**  
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	1,5	2,0	2,5	1,3	1,0	1,0	0,9
Contribución de la demanda doméstica	2,4	2,4	-0,3	0,7	0,6	0,9	1,0
Contribución de la demanda externa	-0,8	-0,4	0,6	0,5	0,4	0,1	0,0
Contribución del consumo privado	1,2	1,4	-0,5	-0,2	0,2	0,5	0,5
Contribución de la inversión	0,8	1,1	0,3	0,0	0,2	0,3	0,4
Contribución del consumo público	0,3	0,3	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,3	2,4	0,3	0,7	0,6	0,9	0,9
Consumo total (% a/a, media)	2,0	2,2	-0,6	0,2	0,7	0,9	1,0
Inversión (% a/a, media)	3,5	5,0	2,9	0,2	0,9	1,2	1,7
Exportaciones (a/a en %)	0,0	0,1	1,4	0,6	0,0	0,1	0,2
Importaciones (a/a en %)	-0,9	-0,5	-1,0	-0,5	0,4	0,0	-0,3
Tasa de paro (final período)	4,2	3,9	3,5	3,3	3,0	2,7	2,5
Inflación (final período)	-0,2	1,5	2,5	0,2	0,0	0,4	0,7
Balance fiscal (% PIB)	-8,3	-8,1	-5,9	-5,1	-5,0	-6,2	-5,7
Balance comercial (% PIB)	-0,9	-1,7	-2,0	-0,1	1,0	1,0	1,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,0	0,9	-5,7	3,1	3,7	4,0	4,0
Tipo de interés oficial (fin período)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Coste medio de financiación	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Tipo de cambio vs USD (fin período)	81,3	100,4	114,6	121,4	108,8	117,5	117,5
Tipo de cambio vs euro (fin período)	105,4	136,8	142,8	133,0	118,2	118,2	120,4
Crédito privado (% a/a, media)	0,9	3,6	1,6	2,2	0,9	2,9	2,6
Crédito familias (% a/a, media)	-0,5	0,9	1,3	2,0	2,1	0,8	0,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,7	-0,1	0,7	0,5	1,2	1,9	2,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	4,3	3,9	8,5	7,6	-2,4	3,1	2,6

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Statistics Bureau)

## 1.4.6 Turquía

### Tensiones en un contexto complejo

Los activos y variables nominales de la economía turca continúan experimentando una fuerte volatilidad al tenor de las tensiones domésticas y geopolíticas vividas durante los últimos meses, especialmente tras el fallido golpe de Estado.

Este contexto se está trasladando a la actividad económica dado el deterioro de las expectativas y de las condiciones financieras y de crédito (*spreads* altos, restricciones de crédito, deterioro de la moneda). La producción industrial, la venta eléctrica y especialmente el sector servicios (turismo), presentan un panorama complejo. El PIB crecerá más de 1 punto porcentual por debajo de su potencial en 2017.

- *Entorno de incertidumbre y volatilidad pasan factura a través del nivel de actividad económica, cuya dinámica se contrae en 2016.*
- *La política monetaria y fiscal se encuentran volcadas a apoyar el crecimiento. La inflación se está desacelerando y ya no es una prioridad para el banco central.*
- *Los impulsos fiscales y monetarios se harán visibles en el nivel de actividad económica de 2017 y 2018, pero el aumento de la incertidumbre y los problemas políticos podrían contrarrestar parte de su efecto.*
- *Se espera un crecimiento medio cercano al 3,2% los próximos dos años, aún por debajo de su potencial.*
- *Las salidas de flujos de cartera derivadas de la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos y de los problemas locales pesarán sobre el comportamiento del tipo de cambio.*

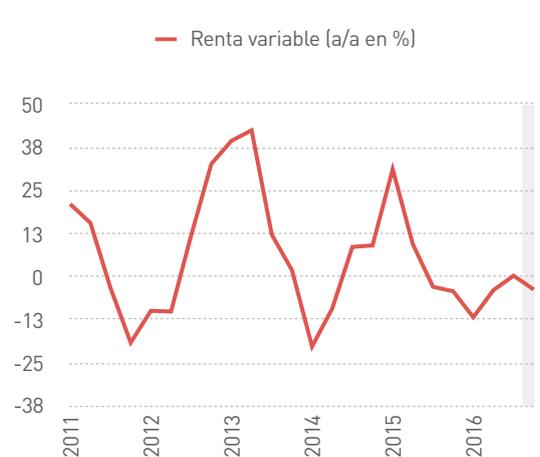
Por otra parte, la inflación se desacelera y permite mayor apoyo monetario por parte del banco central (CBRT) que ha llevado el coste de financiación hasta el 8%. El CBRT favorecerá, a corto plazo, el apoyo a la actividad pese al deterioro de la lira turca, pero es previsible que retome el objetivo de inflación y la protección de su moneda durante el 2018, cuando se prevé que reemprenda la senda de subida de tipos. A futuro se espera un moderado incremento de la actividad económica, sobre todo guiada por el consumo, mientras que el sector exterior y la inversión permanecerán neutros. La lira continuará depreciándose en línea con los recortes de tipos de interés, la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos y la salida de flujos del país.

**Gráfica 1.4.6-a**  
Turquía: prima riesgo deuda en USD  
y reservas, 2010-2016



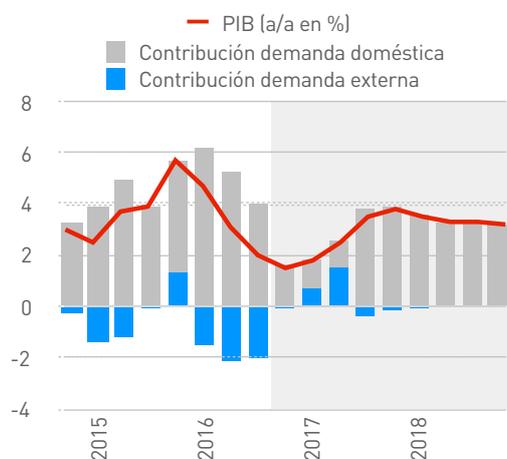
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de CRBT)

**Gráfica 1.4.6-b**  
Turquía: desempeño del mercado (en renta  
variable), 2011-2016



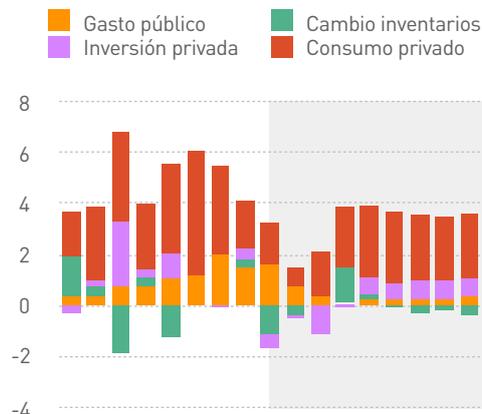
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de CRBT)

**Gráfica 1.4.6-c**  
Turquía: descomposición  
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de TURKSTAT)

**Gráfica 1.4.6-d**  
Turquía: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de TURKSTAT)

**Tabla 1.4.6**  
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	2,2	4,2	2,5	3,9	2,8	2,9	3,4
Contribución de la demanda doméstica	-1,9	6,7	1,0	4,3	4,2	2,5	3,3
Contribución de la demanda externa	4,1	-2,6	2,1	-0,3	-1,4	0,4	0,0
Contribución del consumo privado	-0,3	3,4	1,0	3,2	3,0	2,0	2,6
Contribución de la inversión	-0,7	1,1	-0,3	0,9	-0,1	-0,1	0,8
Contribución del consumo público	0,7	0,7	0,5	0,8	1,6	0,3	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	-1,8	6,7	1,0	4,2	4,2	2,4	3,3
Consumo total (% a/a, media)	0,4	5,3	1,9	5,0	5,6	2,9	3,5
Inversión (% a/a, media)	-2,7	4,3	-1,3	3,9	-0,4	-0,6	3,5
Exportaciones (a/a en %)	4,5	0,0	2,0	-0,2	0,2	0,6	0,9
Importaciones (a/a en %)	0,1	-2,7	0,1	-0,1	-1,7	-0,2	-0,9
Tasa de paro (final período)	8,6	9,3	10,7	10,5	11,6	10,5	10,3
Inflación (final período)	6,8	7,5	8,8	8,2	7,3	8,4	5,8
Balance fiscal (% PIB)	-2,1	-1,2	-1,3	-1,2	-1,5	-1,9	-1,5
Balance comercial (% PIB)	-8,3	-9,7	-8,0	-6,7	-5,8	-7,0	-6,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-6,1	-7,7	-5,7	-4,5	-4,7	-5,7	-5,3
Tipo de interés oficial (fin período)	5,7	4,5	8,3	7,5	8,0	8,6	7,3
Coste medio de financiación	5,9	6,2	9,1	9,4	8,7	8,9	7,7
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,79	2,02	2,26	2,91	3,22	3,58	3,50
Tipo de cambio vs euro (fin período)	2,32	2,75	2,82	3,19	3,50	3,60	3,59
Crédito privado (% a/a, media)	19,8	28,8	23,2	23,0	11,6	11,3	10,9
Crédito familias (% a/a, media)	15,9	24,0	16,3	12,5	6,1	10,5	11,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	21,5	31,1	30,1	29,9	9,9	1,8	8,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	13,1	24,3	22,4	26,4	4,2	6,8	10,6

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de TURKSTAT)

## 1.4.7 México

### Un entorno de desafíos

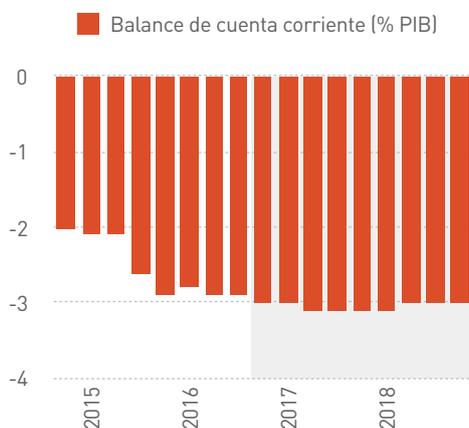
El crecimiento económico se mantendrá débil a lo largo de 2017-2018, y los riesgos a la baja (con sesgo negativo) son elevados. El consumo privado, que ha venido apoyando el crecimiento del PIB, permanecerá como principal motor del crecimiento, aunque a tasas muy inferiores a la vista del nivel de empleo y el crecimiento salarial. De hecho, se contrajo al final del año 2016. Por su parte, el consumo público, que ha servido de sustento hasta ahora, también está sometido a presión ante las restricciones presupuestarias que enfrenta el gobierno. La inversión y el sector exterior podrían tener una contribución débil (o incluso negativa en el caso del segundo), dado el perfil que anticipa la relación con la

nueva administración federal en los Estados Unidos. Esto afectará especialmente a la industria automovilística estadounidense deslocalizada en México.

- *Crecimiento sub-par del PIB en 2016; los fundamentales permanecen débiles.*
- *A futuro el crecimiento seguirá siendo débil, con una aportación del sector exterior negativa y una demanda doméstica crecientemente dependiente del consumo.*
- *El tipo de cambio se ha depreciado fuertemente a consecuencia, principalmente, de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos y continuará sujeto a presión durante los próximos dos años. El endurecimiento de la política monetaria podría resultar insuficiente para revertir sustancialmente la depreciación del peso.*
- *La política fiscal se encuentra limitada para apoyar el crecimiento.*
- *Los riesgos están sesgados negativamente. El principal se deriva de la política comercial y migratoria de la nueva administración en los Estados Unidos.*

El tipo cambio se ha deteriorado hasta niveles superiores a 21 pesos por dólar y aún podría haber margen para una depreciación mayor una vez se conozcan los planes comerciales y migratorios de la administración Trump, y si se intensifica el descontento social propiciado por el ajuste en el precio de la gasolina. El Banco de México no podrá permitirse un diferencial notable con la política monetaria de los Estados Unidos a fin de defender la moneda y frenar la inflación importada, por lo que es previsible que aún se presenten subidas a los tipos de interés varias veces más durante los próximos años.

Gráfica 1.4.7-a  
México: balance de cuenta corriente (% PIB),  
2014-2018



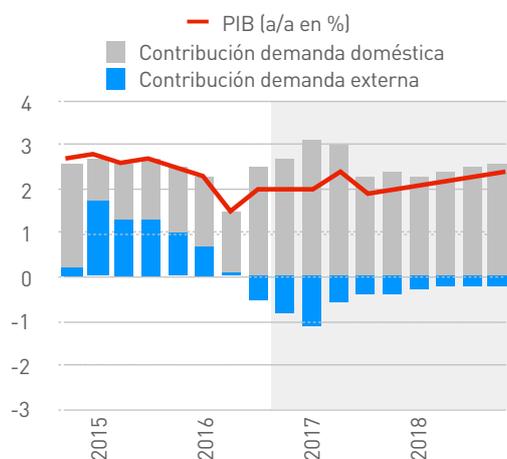
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Banxico)

Gráfica 1.4.7-b  
México: tipo de cambio vs USD,  
2014-2018



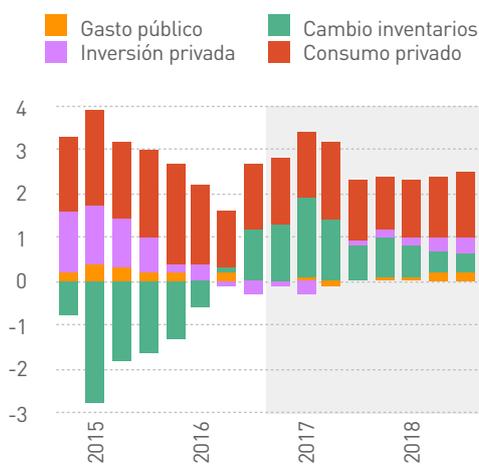
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Banxico)

**Gráfica 1.4.7-c**  
México: descomposición  
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de INEGI)

**Gráfica 1.4.7-d**  
México: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de INEGI)

**Tabla 1.4.7**  
México: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	3,8	1,6	2,5	2,6	2,0	2,1	2,2
Contribución de la demanda doméstica	3,4	2,0	1,4	1,3	2,1	2,7	2,4
Contribución de la demanda externa	0,4	-0,4	0,8	1,3	-0,1	-0,6	-0,2
Contribución del consumo privado	3,1	1,7	1,2	2,1	1,5	1,5	1,5
Contribución de la inversión	1,1	-0,3	0,3	0,8	0,0	0,0	0,3
Contribución del consumo público	0,4	0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,4	2,0	2,0	1,3	2,1	2,7	2,4
Consumo total (% a/a, media)	4,5	2,3	1,8	3,0	2,0	1,9	2,1
Inversión (% a/a, media)	4,8	-1,5	2,9	3,9	-0,1	-0,1	1,6
Exportaciones (a/a en %)	1,9	0,7	2,2	3,3	-0,3	0,0	0,7
Importaciones (a/a en %)	-1,5	-1,1	-1,2	-2,7	0,2	-0,7	-0,9
Tasa de paro (final período)	4,9	4,6	4,4	4,2	4,0	4,3	4,5
Inflación (final período)	4,1	3,7	4,2	2,3	3,3	3,5	3,1
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-2,3	-3,2	-3,4	-2,9	-2,4	-2,4
Balance comercial (% PIB)	0,0	-0,1	-0,2	-1,3	-1,5	-1,7	-1,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,4	-2,5	-5,7	-2,9	-3,0	-3,1	-3,0
Tipo de interés oficial (fin período)	4,5	3,6	3,0	3,0	5,0	6,3	5,9
Coste medio de financiación	4,7	3,7	3,2	3,2	5,2	6,4	6,0
Tipo de cambio vs USD (fin período)	12,95	13,02	13,90	16,76	19,87	19,87	19,59
Tipo de cambio vs euro (fin período)	16,79	17,72	17,37	18,36	21,60	20,00	20,07
Crédito privado (% a/a, media)	15,0	13,9	10,8	13,6	15,3	6,4	5,5
Crédito familias (% a/a, media)	11,3	9,1	8,2	8,4	12,8	7,5	5,9
Tasa de ahorro	13,4	13,3	12,3	11,9	11,9	11,7	12,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,4	15,4	9,8	-11,4	2,2	10,8	9,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de INEGI)

## 1.4.8 Brasil

### Necesario recuperar la credibilidad

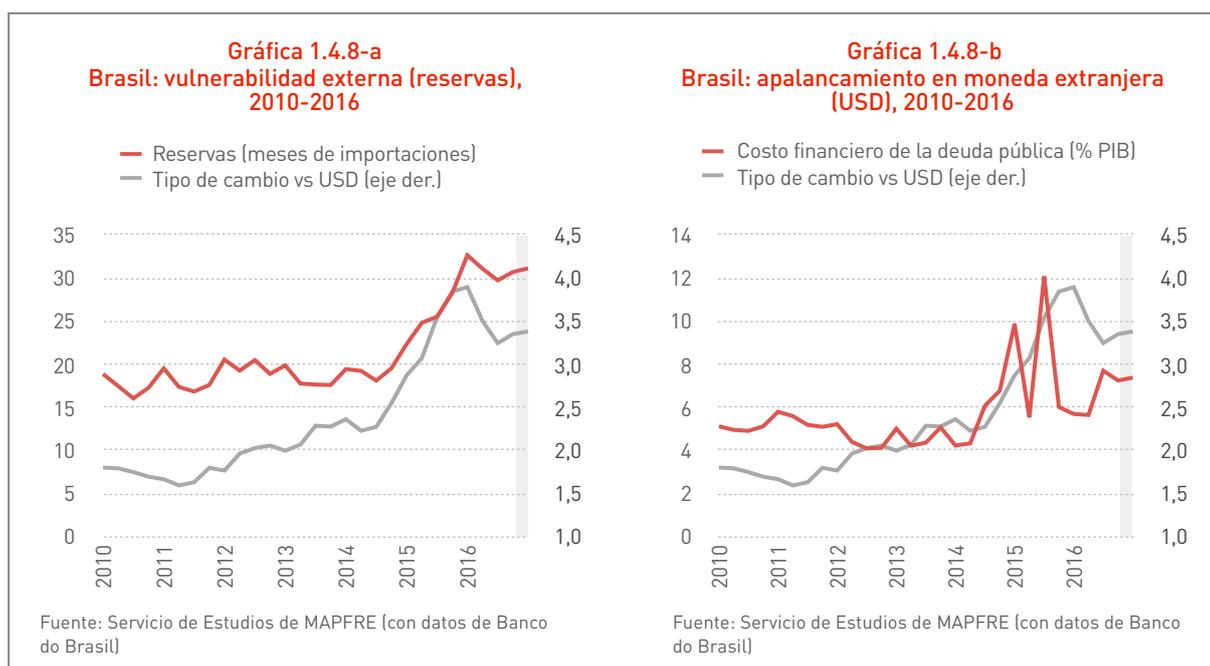
Con el dato de PIB al tercer trimestre de 2016, Brasil acumula casi tres años en recesión y sitúa la previsión realista del PIB del 2016 en el entorno del -3.4% anual dados los datos más recientes de producción industrial y de ventas minoristas.

Esta valoración es consistente con una aportación negativa de la demanda doméstica de -5,5%, que ha más que compensado el buen desempeño de la demanda exterior. A futuro, el banco central tendrá que continuar recortando tipos de

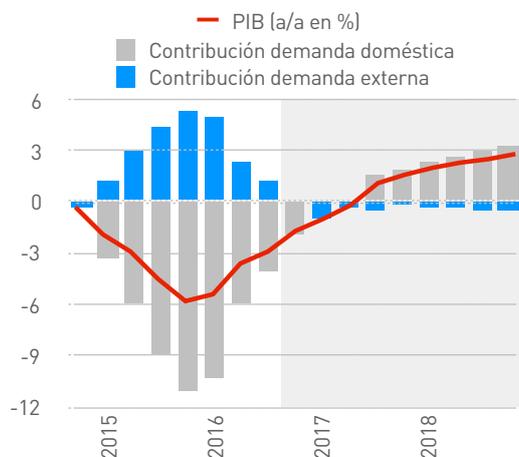
interés agresivamente, a pesar de la inflación (superior al 7,7% en su último dato y muy por encima del objetivo de 4,5%), a fin de apoyar al consumo y la inversión. Se espera que el banco central recorte entre 400 y 500 pbs durante los próximos dos años.

- **Desempeño económico actual débil y con bajas perspectivas de recuperación en el corto plazo.**
- **La inflación se mantendrá elevada pero el banco central recortará tipos de interés agresivamente en 2017 para estimular la economía.**
- **La recuperación dependerá de la credibilidad del banco central y del gobierno. Será clave frenar el deterioro de la prima de riesgo y la depreciación del real brasileño.**

Lo anterior es importante en el clima de baja credibilidad institucional e incapacidad de control de las expectativas de inflación actual. La fuerte volatilidad del real durante el 2015-2016 tuvo importantes consecuencias en términos de coste financiero de la deuda en dólares. En un contexto en el que además se endurece la política monetaria de la Reserva Federal, el problema es aún mayor. El apoyo monetario podría verse acompañado de impulsos fiscales equivalentes, en media, de cerca de medio punto de PIB durante el transcurso de los próximos dos años. De cumplirse lo anterior, se espera que en 2017 la economía brasileña salga de la recesión y haga *breakeven* apoyada en la demanda doméstica, para acelerarse hasta 2,4% en 2018. Los tipos de interés se ubicarían en el entorno del 9% en esa fecha. La recesión provocaría que el déficit de la cuenta corriente se reduzca mucho durante esos dos años (de manera retrasada), lo que, unido a las reservas actuales, proporcionaría un margen amplio al banco central para soportar de mejor manera el efecto de los *shocks* externos.

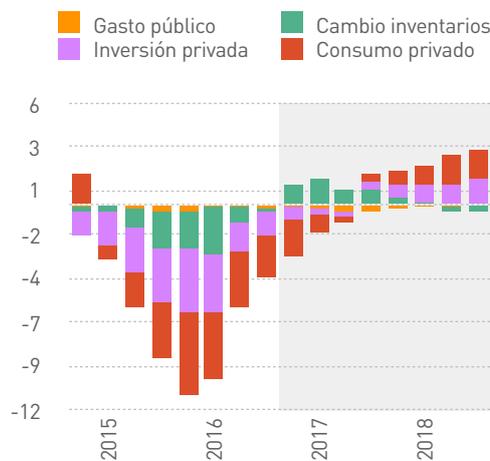


**Gráfica 1.4.8-c**  
Brasil: descomposición  
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)

**Gráfica 1.4.8-d**  
Brasil: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)

**Tabla 1.4.8**  
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	1,9	3,0	2,5	-3,8	-3,4	0,4	2,4
Contribución de la demanda doméstica	2,1	4,0	0,5	-7,3	-5,5	0,8	2,8
Contribución de la demanda externa	-0,2	-1,0	0,0	3,5	2,1	-0,5	-0,4
Contribución del consumo privado	2,3	2,3	1,5	-2,7	-2,9	0,0	1,7
Contribución de la inversión	0,2	1,2	-0,8	-2,9	-1,8	0,1	1,3
Contribución del consumo público	0,4	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,0	3,7	0,2	-6,8	-5,3	0,8	2,7
Consumo total (% a/a, media)	3,3	3,1	2,0	-3,4	-3,5	-0,3	1,9
Inversión (% a/a, media)	0,8	5,8	-4,1	-14,0	-9,6	0,8	7,7
Exportaciones (a/a en %)	0,0	0,3	0,2	0,7	0,5	-0,2	0,5
Importaciones (a/a en %)	-0,2	-1,3	0,4	2,3	1,5	-0,3	-0,9
Tasa de paro (final período)	6,9	6,2	6,5	9,0	12,2	12,3	11,7
Inflación (final período)	5,6	5,8	6,5	10,4	7,4	4,7	4,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,3	-3,0	-6,0	-10,2	-9,3	-9,2	-7,5
Balance comercial (% PIB)	0,7	0,0	-0,3	1,0	2,6	2,2	2,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,0	-3,0	-5,7	-3,2	-1,0	-1,1	-1,3
Tipo de interés oficial (fin período)	7,3	9,6	11,3	14,3	14,0	10,3	9,2
Coste medio de financiación	7,2	9,6	11,3	14,2	14,1	10,2	9,2
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,06	2,28	2,55	3,84	3,35	3,28	3,39
Tipo de cambio vs euro (fin período)	2,67	3,10	3,19	4,21	3,64	3,30	3,47
Crédito familias (% a/a, media)	17,6	16,4	14,1	10,0	4,3	6,9	12,5
Tasa de ahorro	13,4	14,1	11,7	9,2	9,2	9,0	8,8
Impulso fiscal (% PIB)	-0,8	-0,5	-2,2	-1,3	-0,8	0,2	0,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)

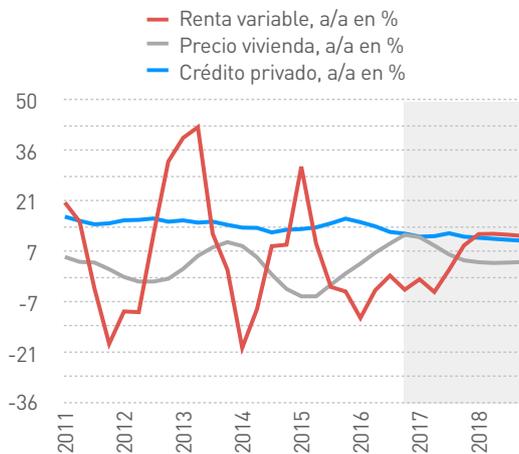
## 1.4.9 China

### Cumpliendo el objetivo del gobierno, los riesgos aumentan.

En 2016 se espera que la economía china crezca 6,7% cumpliendo así con el objetivo fijado por el gobierno (6,5%), gracias a un crecimiento robusto en la inversión (residencial y equipo), y el consumo público y privado que han hecho que la contribución de la demanda doméstica supere la atonía vivida en el sector exterior. Una inflación moderada y el compromiso explícito del *Politburó* de apoyar el crecimiento, mantuvieron (y mantendrán) un sesgo de política monetaria laxo. El tipo de interés de intervención se sitúa en 2%, lo que ahonda en la depreciación continuada del renminbi frente al dólar. El banco central intenta modular la depreciación de la moneda a través de la venta de reservas en dólares y de momento lleva consumidos casi tres billones de dólares. Esta acción no es inocua para la pendiente de la curva estadounidense de tipos de interés que encuentra resistencias a su perfilamiento debido a la venta de *Treasuries* por parte de China. Los apoyos monetario y fiscal serán importantes para sostener la demanda doméstica en el futuro y compensar en parte la atonía del sector exterior. Conforme al escenario central, se espera que China crezca, en media, cerca del 6% durante los dos próximos años (con riesgos a la baja). Los riesgos siguen presentes pese a que el residencial da signos de mejora; la venta de casas supera el 35% en el tercer trimestre de 2016, y los precios en las ciudades más importantes (*Tier 1*) crecen con fuerza, aunque no así los precios en ciudades menores. La traslación de ahorro entre activos (residenciales y cartera) en un contexto de gestión desordenada por parte de las autoridades financieras y monetarias, pondría en peligro la estabilidad financiera, especialmente en un contexto como el actual en el que se está limitando el crédito.

- El crecimiento resiste en el entorno de 6,7% en 2016 en línea con los objetivos del gobierno, con el sector servicios compensando parte de la debilidad de las manufacturas.
- El crecimiento convergerá lentamente hacia tasas más moderadas, y las vulnerabilidades domésticas y externas se exacerbarán.
- Se mantienen los riesgos derivados de la relación entre los desajustes del sector residencial, el exceso de crédito y la estabilidad financiera.
- La depreciación del renminbi no alivió el deterioro de la demanda externa. El banco central ha consumido casi tres billones de dólares en reservas hasta ahora.

Gráfica 1.4.9-a  
China: precio de los activos depositarios del ahorro, 2011-2018



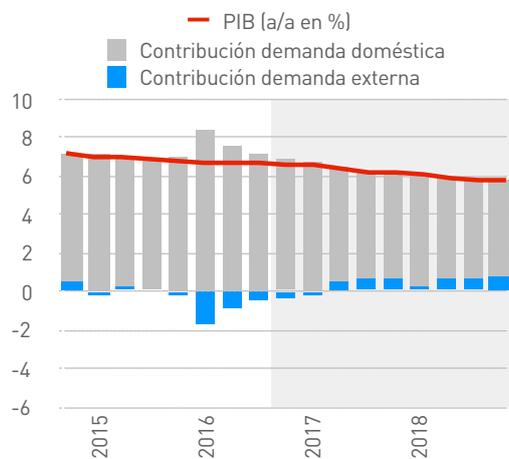
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BoPRC)

Gráfica 1.4.9-b  
China: tipo de cambio y fortaleza externa, 2010-2016



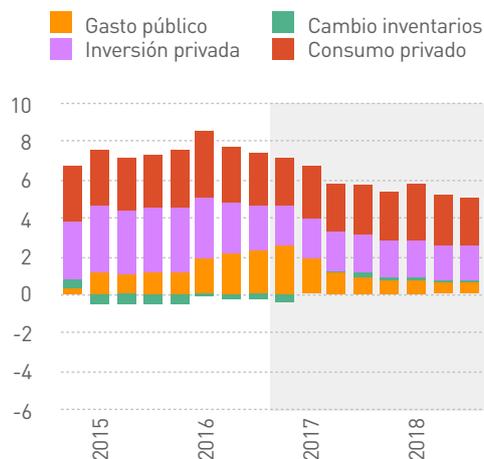
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BoPRC)

**Gráfica 1.4.9-c**  
China: descomposición  
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BoPRC)

**Gráfica 1.4.9-d**  
China: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BoPRC)

**Tabla 1.4.9**  
China: principales agregados macroeconómicos

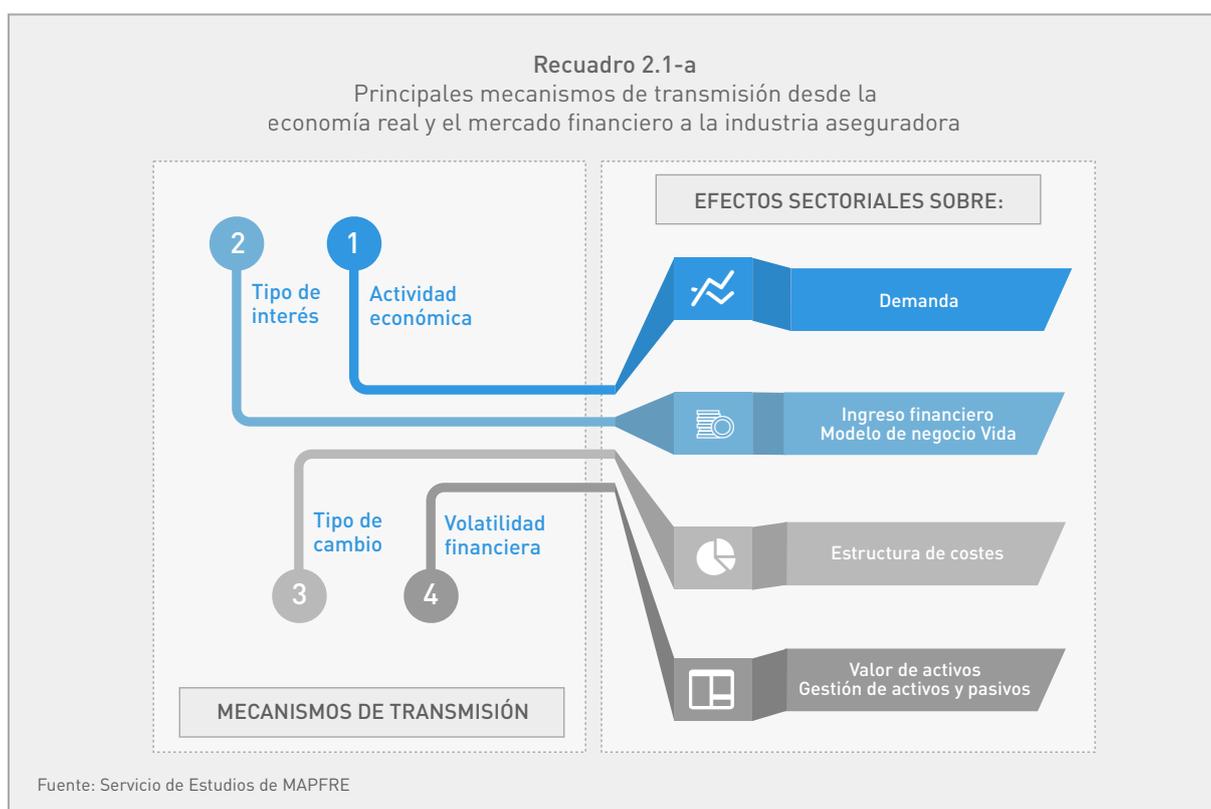
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	7,8	7,8	2,5	6,9	6,7	6,3	5,9
Contribución de la demanda doméstica	7,7	7,9	5,7	6,9	7,5	5,9	5,3
Contribución de la demanda externa	0,1	-0,1	1,6	0,0	-0,8	0,4	0,8
Contribución del consumo privado	3,6	3,0	3,1	2,9	2,9	2,7	2,7
Contribución de la inversión	3,9	4,2	2,2	3,4	2,6	2,0	1,9
Contribución del consumo público	0,8	0,6	0,4	1,1	2,2	1,1	0,6
Demanda doméstica (% a/a, media)	8,0	8,1	7,2	7,1	7,7	6,0	5,4
Consumo total (% a/a, media)	8,7	7,2	7,1	8,0	9,7	7,3	6,3
Inversión (% a/a, media)	8,7	9,3	6,9	7,5	5,7	4,4	4,2
Exportaciones (a/a en %)	1,5	2,3	2,0	0,5	0,5	0,9	1,1
Importaciones (a/a en %)	-1,6	-2,6	-1,5	-0,9	-0,9	-0,7	-1,1
Tasa de paro (final período)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Inflación (final período)	2,1	2,9	1,5	1,5	2,2	2,7	2,8
Balance fiscal (% PIB)	-1,6	-1,8	-1,8	-3,4	-4,9	-5,4	-5,0
Balance comercial (% PIB)	3,6	3,7	4,2	5,2	4,4	3,9	3,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,5	1,5	-5,7	3,0	2,2	1,4	1,2
Tipo de interés oficial (fin período)	2,3	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Coste medio de financiación	3,1	4,2	3,3	2,5	2,6	2,8	2,9
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,24	6,09	6,15	6,39	6,83	6,95	6,86
Tipo de cambio vs euro (fin período)	8,10	8,29	7,68	7,00	7,42	6,99	7,03
Crédito privado (% a/a, media)	16,1	15,4	13,4	14,8	13,7	11,6	10,6
Tasa de ahorro	37,8	39,8	39,7	39,9	39,4	38,8	38,3

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BoPRC)

## 2. Panorama sectorial

### 2.1 Condicionantes del desempeño del sector asegurador

La actividad aseguradora se encuentra condicionada por un conjunto de factores de naturaleza macro-económica. Entre ellos destacan el ritmo de la actividad económica, el nivel y trayectoria de los tipos de interés, el comportamiento de los tipos de cambio y el grado de volatilidad que presenten los mercados financieros (véase el Recuadro 2.1-a). Esos factores tienen impacto sobre el nivel de la demanda de los productos de seguros, sobre los ingresos y la estructura de costes, sobre el valor de los activos, sobre la capacidad de gestionarlos en relación a los pasivos de las entidades e, incluso, sobre la viabilidad de cierta parte del modelo de negocio en el seguro de Vida.



#### Actividad económica

En primer término, **existe una clara bien documentada correlación entre el ciclo económico y el desempeño del sector asegurador. Ciclos económicos expansivos conducen a un crecimiento de las primas para las entidades aseguradoras y viceversa. Es importante destacar que, en esa pro-ciclicidad, la elasticidad-ingreso de la demanda por seguros es mayor a menores índices de penetración del seguro** (primas/PIB). Esto se explica porque las economías emergentes presentan menores niveles de saturación que las economías avanzadas en términos de productos de seguros, y aumentos en los niveles de ingreso conducen a un crecimiento más que proporcional en la demanda de ese tipo de productos financieros. La Gráfica R-2.1-b muestra el análisis empírico que ilustra la alta correlación entre el ciclo económico y las primas de seguros.

### Recuadro 2.1-b Pro-ciclicidad del sector asegurador

El **ciclo económico** es el proceso de fluctuación de largo plazo que muestra la economía entre períodos de crecimiento (fase expansiva del ciclo) y de recesión (fase contractiva del ciclo). De manera general, los factores que determinan la evolución del ciclo económico tienen que ver con el nivel de ahorro e inversión en la economía, la política monetaria y el nivel de los tipos de interés, las características de la política fiscal, el nivel de empleo, y las expectativas de los agentes económicos, entre otros.

El **sector asegurador presenta la característica de un comportamiento pro-cíclico**. Esto es, que su ritmo de crecimiento es altamente sensible y sincrónico respecto a los cambios en el desempeño económico general. La Gráfica R-1 ilustra el comportamiento pro-cíclico de la industria de los seguros a lo largo del período 2000-2015, a partir de la comparación entre las tasas de crecimiento anual del producto interior bruto a nivel global, y las tasas de crecimiento de las primas de seguros en el mundo.

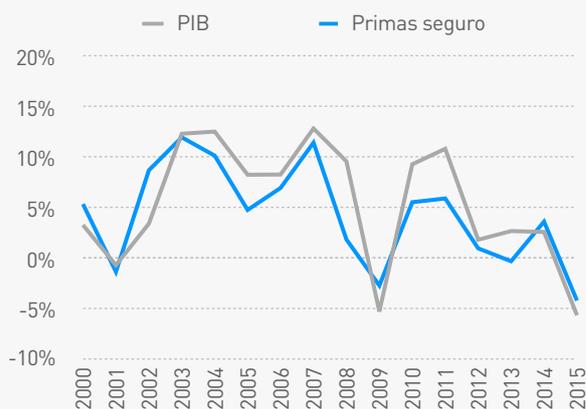
Son varias las razones que parecen explicar el comportamiento pro-cíclico de la actividad aseguradora. La más importante (y de carácter más estructural) tiene que ver con la **naturaleza del seguro y su función en la economía**. En virtud de que el seguro es un producto financiero que permite compensar y dispersar riesgos derivados de la actividad económica, en la medida en que esta se expande lo hace también la demanda de coberturas aseguradoras.

En el caso del segmento de los seguros de No Vida, la demanda de los seguros que cubren los riesgos ligados tanto a la propiedad como a la responsabilidad frente a terceros, tiende a elevarse cuando el ciclo económico se encuentra en ascenso, ya que la intensificación de la actividad económica implica una mejoría de la actividad empresarial, así como un mayor nivel de consumo de las familias. De manera análoga, en lo que se refiere al segmento de los seguros de Vida, los períodos de expansión económica aumentan también la capacidad de ahorro de los individuos y familias, favoreciendo la contratación de productos de protección, inversión y jubilación a través de los cuales se canaliza una porción de ese ahorro a objetivos de mediano y largo plazos.

Existen otros factores que pueden incidir para enfatizar y, en algunos casos, amplificar el efecto de la pro-ciclicidad de la actividad aseguradora. Uno de ellos está vinculado a las **características del modelo de negocio asegurador**, en el cual, para evitar un proceso de selección adversa, la rigurosidad del proceso de suscripción de riesgos aumenta en los períodos de crisis y tiende a relajarse en los períodos de expansión económica. Otro está ligado al efecto de las **nuevas regulaciones basadas en riesgo** que se van extendiendo gradualmente a nivel internacional. Este nuevo tipo de normativa establece las cargas de capital en función del nivel de riesgo al que se encuentran expuestas las entidades aseguradoras, el cual, en general, tiende a aumentar en la parte baja del ciclo, contrayendo la capacidad de crecimiento de dichas entidades. Y, adicionalmente y como medida preventiva, estas regulaciones crean un incentivo en las entidades al aumento de los niveles de capitalización (mediante la introducción de márgenes prudenciales) en momentos de recesión económica, cuando vislumbran situaciones de incertidumbre que podrían llevarlas a enfrentar potenciales incumplimientos respecto de los niveles de capitalización mínimos previstos conforme a los requerimientos normativos.

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

**Gráfica R-2.1-b**  
**Crecimiento del PIB vs Sector Asegurador global,**  
**2000-2015**  
(tasas de crecimiento anual de montos en USD nominales)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del FMI y Swiss Re)

## Tipos de interés

**El entorno de bajos de tipos de interés derivados de la aplicación de políticas monetarias expansivas afecta al sector asegurador en dos dimensiones. Por una parte, impacta de manera especialmente negativa al comportamiento del ramo de los seguros de Vida.** En un entorno de esas características resulta muy complejo comercializar productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, ya que no es posible ofrecer unos tipos garantizados mínimos que haga atractiva su compra manteniendo una operación técnica sana por parte de las entidades aseguradoras. Así, la aplicación sostenida de políticas de expansión monetaria puede afectar la viabilidad misma del modelo de negocio de las operaciones de Vida, limitando su uso como un canal alternativo para la canalización de ahorro de mediano y largo plazos. **Y por otra parte, aunque en menor medida, tanto el negocio asegurador de No Vida como el de Vida riesgo se ven afectados también por un entorno de bajos tipos de interés al reducirse el ingreso financiero, limitándose su capacidad para complementar la rentabilidad técnica del negocio asegurador con la rentabilidad derivada de la inversión de sus activos.** En este entorno, ratios combinados por encima de cien puntos porcentuales no son sostenibles en el tiempo. Inversamente, los entornos de tipos de interés altos son especialmente favorables para los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, teniendo igualmente un efecto beneficioso para los productos de No Vida, al poder apalancar la rentabilidad técnica con la rentabilidad financiera derivada de la inversión de las primas.

## Tipos de cambio

**La depreciación de los tipos de cambio es también un factor que puede incidir de manera negativa en la estructura de costes y, por tanto, en la rentabilidad del sector asegurador. Este mecanismo de transmisión es especialmente relevante en aquellos mercados y ramos en los que el coste de los siniestros está vinculado a reparaciones, servicios, tratamientos médicos, productos o maquinaria objeto de importación.** Por su naturaleza, este efecto puede ser de especial relevancia en los países emergentes. Por otra parte, **la depreciación cambiaria afecta también al coste del reaseguro al tratarse de contratos que se negocian en divisas fuertes, lo que resulta en una afectación particularmente relevante en la estructura de costes de las protecciones contra riesgos de naturaleza catastrófica.** En ambos casos, el impacto de la depreciación cambiaria presiona al alza el nivel de las primas y, consecuentemente, puede implicar una reducción de la demanda de productos de seguros.

## Volatilidad financiera

Finalmente, un ambiente de volatilidad financiera afecta también al desempeño de la actividad aseguradora. De manera general, **las variaciones de los tipos de interés afectan la valoración de los activos en el balance de las entidades aseguradoras. Más aún, la volatilidad financiera tiene un impacto particularmente relevante en las entidades aseguradoras que mantienen carteras de inversión ligadas a los seguros de Vida.**

Las caídas de tipos de interés afectan no únicamente a la posibilidad de realizar nuevos negocios en el ramo de los seguros de Vida. Las carteras de ese tipo de seguros existentes en el balance de las aseguradoras también se ven afectadas si las entidades vendieron productos con tipos garantizados altos y no tuvieron la cautela de invertir a plazos similares a la duración de los compromisos asumidos. Al caer los tipos de interés, la reinversión de los activos que respaldan esas obligaciones de seguros podría hacerse a tipos inferiores a los garantizados, derivando en una pérdida. De igual forma, es posible que opten por reinvertir en activos de mayor riesgo con el fin de tratar de poder atender sus compromisos, convirtiendo una pérdida real en una pérdida potencial, e implicando una carga mayor de capital regulatorio derivado de los mayores niveles de riesgos asumidos.

Por último, un incremento de las primas de riesgo de las carteras o un deterioro de las calificaciones crediticias de los activos, también inciden negativamente en las entidades aseguradoras al incurrir en pérdidas derivadas de las valoraciones de sus carteras de activos.

## 2.2 El contexto económico actual y su impacto en la demanda aseguradora

### Marco conceptual

Como se ha planteado en este informe, la demanda en el sector asegurador, tanto en los segmentos de Vida como en los de No-Vida, es sensible al desempeño de las variables que gobiernan el consumo y el ahorro en la economía. En este sentido, el crecimiento de la renta, el esfuerzo financiero (ligado a los tipos de interés y al apalancamiento), la propensión a consumir y a ahorrar (gobernados por las expectativas y ligados a la aversión al riesgo) se han visto afectados por el desarrollo de los eventos post-Lehman.

La crisis financiera trajo consigo una fuerte contracción de la renta, del empleo y de la riqueza. Esto deprimió el consumo, la propensión a ahorrar (y a consumir) y, por tanto, produjo una contracción en la contratación de seguros de riesgo y ahorro. En este marco general, se experimentó adicionalmente un ingente esfuerzo de desapalancamiento en los hogares y en el sector corporativo, lo que (en un contexto de tensiones financieras, y renta y beneficios deprimidos) contribuyó aún más a reducir la contratación.

**Tras la “gran moderación” post-Lehman, los síntomas (bajos tipos de interés, baja inflación y bajo crecimiento) dan cuenta del estancamiento secular de la economía. Este contexto tiene tres implicaciones fundamentales sobre la demanda aseguradora:**

1. **Es síntoma de que la capacidad de crecimiento de largo plazo de la economía se ha reducido severamente y, consecuentemente, sus perspectivas de crecimiento también serán mermadas.** En un contexto de aún elevado apalancamiento, el estancamiento secular retrasa el desapalancamiento familiar y recrudece la retroalimentación entre depresión de la actividad, deflación y dinámica de la deuda. Los agentes dedican crecientes cantidades a amortizar el principal de la deuda y, por lo tanto, menores cantidades son dedicadas al consumo. La contratación de productos aseguradores de No Vida es consistente con la atonía de la actividad y la generación de primas tiende a reducirse en este contexto.
2. **En un entorno de tipos de interés bajos e incapacidad de reacción de la política monetaria, la economía es más vulnerable ante *shocks* y más proclive a caer en recesión.** Esto es más severo, además, en contextos de elevados niveles de apalancamiento en moneda extranjera (como ocurre en los países de Latinoamérica). *Shocks* de este tipo se canalizan a través de la balanza por cuenta corriente e infringen una corrección del tipo de cambio severa. Asimismo, afecta a la consolidación en monedas fuertes de la cuenta de pérdidas y ganancias al depreciarse el tipo de cambio. Es decir, se materializa el riesgo cambiario junto con el riesgo de tipo de interés.
3. **El estancamiento secular es una amenaza para la estabilidad del sistema financiero puesto que suele estar unido a un peor desempeño operativo, a menores márgenes de intereses, a una mayor tolerancia de riesgo, y a un peor nivel de solvencia y encaje de plazos.** Todos estos elementos afectan al sector asegurador, sobre todo al centrado en productos de Vida ahorro, en los que crecientemente es más complicado honrar los compromisos de una renta asegurada. Pérdida de rentabilidad, solvencia y credibilidad del negocio son daños directos inmediatos ante este problema.

Ahora bien, en un escenario de re-flación el crecimiento tiene visos de reactivarse aunque sea temporalmente. Asimismo, las sendas de tipos de interés y la tasa de ahorro también tenderán a corregir al alza y, aunque habrá diferencias de desempeño entre países desarrollados y emergentes y entre tipos de negocio asegurador, la expectativa es que con el escenario central que se maneja en este informe presenciemos un crecimiento saludable de las primas tanto del negocio No Vida como del negocio de Vida.

## Expectativas del negocio asegurador

En este informe se ha estimado a través de un modelo de datos de panel la relación de las variables macroeconómicas más importantes con el desempeño de la demanda del sector asegurador medido por la dinámica de sus primas. El ejercicio se ha hecho para el negocio asegurador total distinguiendo entre mercados emergentes y mercados desarrollados.

Empleando el Escenario Base de este informe, el ejercicio de simulación anticipa que las primas del negocio total a nivel global (medidas como la mediana de sus tasas de crecimiento) crezcan, en media, cerca del 8% entre 2016 y 2018, en términos nominales. Los países desarrollados crecerían alrededor del 6% y los emergentes por encima del 10%. En ambos casos, esto implica una aceleración del negocio asegurador tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes. Este resultado es consistente con la elasticidad positiva general del incremento de las primas globales ante el repunte de los tipos de interés y de la inflación, síntoma del proceso de re-flación global descrito a lo largo del informe.

Conviene destacar que pese a que a nivel global las previsiones generales son de mayor aceleración del negocio asegurador, a nivel de negocio de No Vida el desempeño va a ser superior en los mercados emergentes. Se espera un crecimiento de las primas No Vida cercano al 5,3% en promedio, entre 2016 y 2018 de manera global, el cual, sin embargo, será cercano al 6% en los mercados emergentes y al 2% en los desarrollados. Esto pareciera ser así porque la sensibilidad de los mercados emergentes al crecimiento de la renta es superior (elasticidad superior a uno), y porque en esos países la brecha de protección del seguro es aún amplia y las necesidades de convergencia resultan en crecimientos mayores.

Es de destacar que la previsión de desempeño del negocio No Vida sea menos vigorosa (aunque positiva) que el desempeño total del sector. Esto hace pensar que gran parte del impulso del crecimiento de las primas a nivel global estará implícitamente relacionado con el negocio del seguro de Vida ahorro (no modelizado en este informe). Esto pareciera ser así dado el previsible repunte en los tipos de interés de largo plazo a nivel global y, especialmente, entre los países desarrollados, aunque como se ha señalado antes la sensibilidad en ambas regiones a los tipos siempre es positiva, síntoma de la pro-ciclicidad del negocio asegurador.

**Tabla 2.2**  
**Crecimiento mediano de las primas por línea de negocio y región**  
(crecimiento nominal, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Mercado asegurador total</b>														
Total	9,8	11,3	13,8	9,5	3,3	8,2	5,5	8,1	7,9	7,2	5,6	6,9	8,1	8,6
No Vida	12,3	13,4	14,7	7,9	3,9	8,8	4,2	6,8	8,6	8,3	5,9	4,2	6,0	5,7
<b>Mercados emergentes</b>														
Total	10,8	15,7	17,7	14,7	5,7	9,3	8,9	9,6	11,1	7,7	8,4	10,3	10,7	11,2
No Vida	12,2	12,3	15,4	13,2	4,9	8,3	11,6	9,0	8,5	6,9	7,4	5,1	7,1	6,4
<b>Mercados desarrollados</b>														
Total	8,9	6,1	6,1	2,8	1,2	5,5	1,9	3,7	3,3	6,4	1,9	4,8	6,3	6,9
No Vida	4,3	3,4	2,9	3,5	2,3	3,3	3,6	3,9	3,1	3,1	2,4	1,8	2,9	2,5

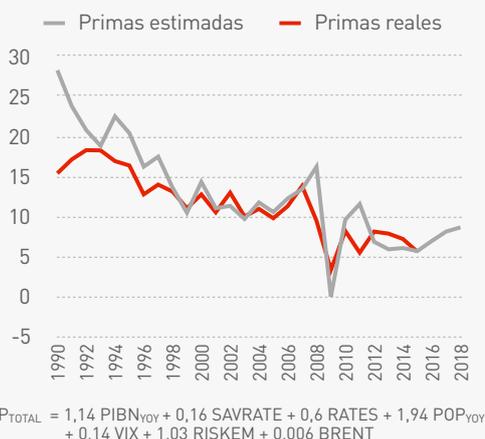
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

## Recuadro 2.2

### Análisis de los factores determinantes de la dinámica de las primas en el sector asegurador

Como parte de este informe se preparó una colección de modelos estimados para el sector asegurador global (total y No Vida). Son modelos estimados a través de una "pooled regression" sobre una base de datos en panel de 73 países (45 emergentes y 28 desarrollados) observados en frecuencia anual desde 1990 hasta 2015 (N=1865). Ambos modelos emplean como variables dependientes la variación de las primas nominales (totales en un caso y No Vida en el otro) obtenidas de la base global de Swiss Re. El modelo distingue con variables auxiliares los efectos diferenciadores entre mercados emergentes y mercados desarrollados. El ajuste de ambos modelos presenta R<sup>2</sup> superiores al 90%. Como se describe a continuación, aunque las sensibilidades son consistentes entre sí, hay marcadas diferencias en la respuesta del crecimiento de las primas a los fundamentales macroeconómicos dependiendo de la línea de negocio y la región.

**Gráfica R-2.2-a**  
Total: ajuste y previsiones del modelo para el mercado total (crecimiento mediano, %)

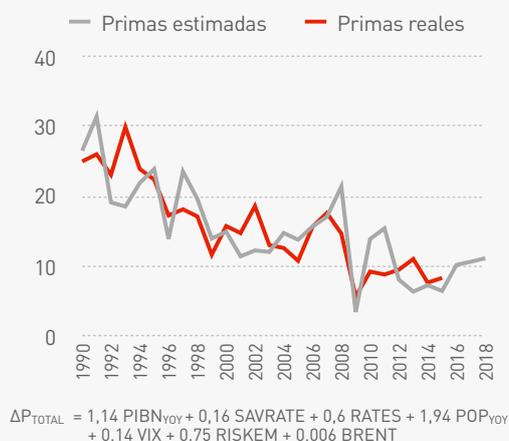


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

#### Análisis modelo Total

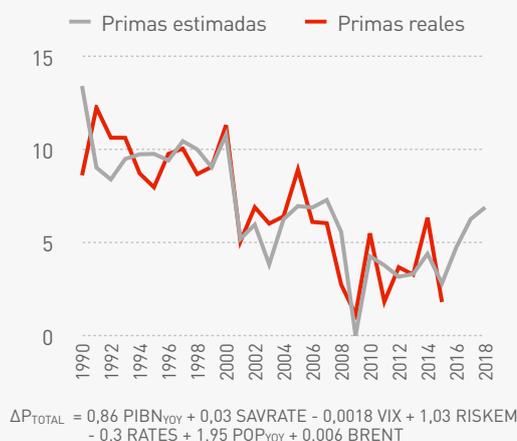
- Primas totales pro-cíclicas con mayor sensibilidad en mercados emergentes que en mercados desarrollados (debido a su menor niveles de penetración, primas/PIB).
- La sensibilidad de las primas totales a la tasa de ahorro también es positiva; incrementos en la propensión a ahorrar incrementan la demanda aseguradora. Este efecto también es mayor entre los mercados emergentes.
- Mercados desarrollados y emergentes incrementan su demanda al subir los tipos de interés (sensibilidad a la canalización de ahorro a través de mecanismos de seguro de Vida).

**Gráfica R-2.2-b**  
Total: ajuste y previsiones del modelo para mercados emergentes (crecimiento mediano, %)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

**Gráfica R-2.2-c**  
Total: ajuste y previsiones del modelo para mercados desarrollados (crecimiento mediano, %)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

### Recuadro 2.2 (continuación)

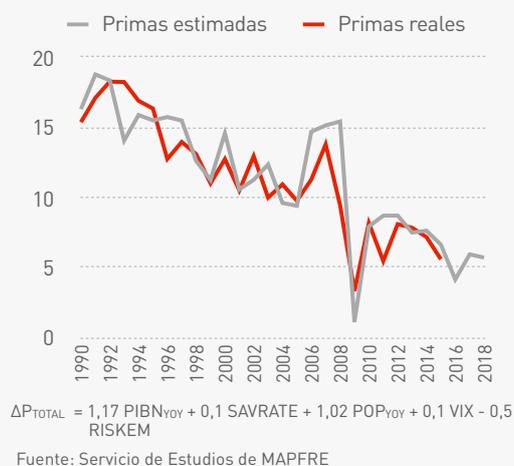
Análisis de los factores determinantes de la dinámica de las primas en el sector asegurador

- La sensibilidad al crecimiento de la población es similar en ambas regiones (positiva y superior a uno).
- Los mercados emergentes aumentan la demanda de seguro total al incrementarse la percepción al riesgo global mientras que los mercados desarrollados la reducen. La cobertura social juega un papel en el signo de la relación.

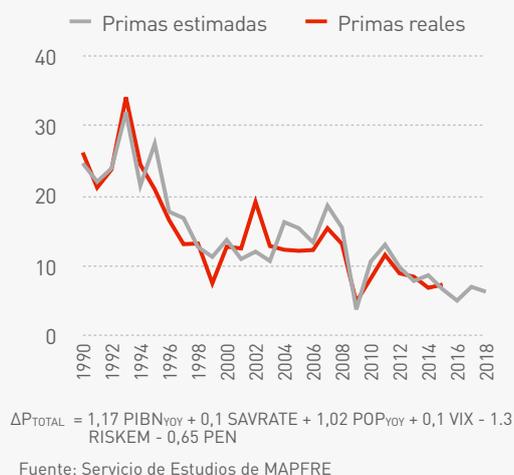
#### Análisis modelo No Vida

- El modelo para el negocio No Vida es similar al modelo total en su sensibilidad al crecimiento de la renta y a la tasa de ahorro, con ligeras diferencias de sensibilidad pero con iguales signos en la elasticidad que garantizan su pro-ciclicidad. La respuesta de las primas al crecimiento del PIB es superior en los mercados emergentes que en los mercados desarrollados, y lo mismo ocurre con la sensibilidad del modelo a la tasa de ahorro.
- Sin embargo, el modelo No Vida tiene dos diferencias importantes frente al modelo total; particularidades que versan sobre la naturaleza del negocio al que está dedicada: *la cobertura del riesgo físico*. Por un lado: (i) la elasticidad del negocio No Vida a los tipos de interés no es significativa, y (ii) su sensibilidad a la aversión al riesgo global tiene el signo contrario que en el modelo global. Estos dos hechos están relacionados con el hecho de que este tipo de seguros no trata de preservar el ahorro por lo que la remuneración de éste (los tipos de interés) y la volatilidad financiera y/o la incertidumbre local (el VIX y el RISKEM) no incrementarían el deseo de asegurarse.

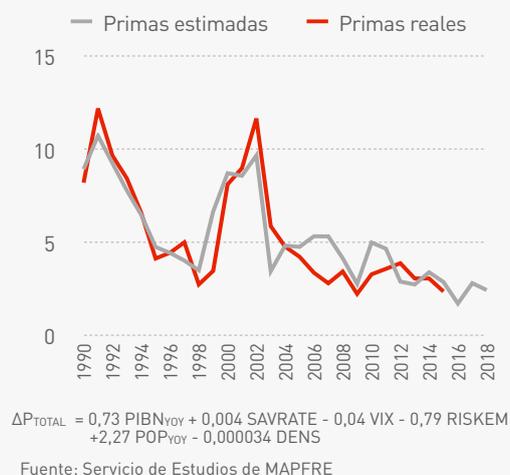
**Gráfica R-2.2-d**  
No Vida: ajuste y previsiones del modelo para el mercado total (crecimiento mediano, %)



**Gráfica R-2.2-e**  
No Vida: ajuste y previsiones del modelo para mercados emergentes (crecimiento mediano, %)



**Gráfica R-2.2-f**  
No Vida: ajuste y previsiones del modelo para mercados desarrollados (crecimiento mediano, %)



## 2.2.3 Síntesis de las expectativas para las principales regiones

### Estados Unidos

El panorama económico previsto para **Estados Unidos** permite pensar en una mejoría de las condiciones necesarias para el desarrollo del sector asegurador en los negocios de No Vida y Vida riesgo, si se materializan las expectativas de crecimiento del PIB por encima del 1,6% de 2016. Asimismo, las subidas graduales previstas de los tipos de interés de largo plazo pueden ser favorables para el desarrollo del negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias, al permitir el ofrecimiento de tipos garantizados mayores y mejorar la situación de las entidades en términos del apropiado casamiento de las duraciones en sus carteras. Finalmente, el fortalecimiento del dólar podrá ser igualmente favorable para el desempeño técnico del negocio de No Vida.

### Unión Europea

La previsión económica para la **Unión Europea** de desaceleración en el crecimiento del PIB apunta, en general, a un entorno menos optimista para el desarrollo del sector asegurador, dada la alta correlación entre el crecimiento económico y el crecimiento de las primas de seguros, especialmente relevante en el caso del negocio de No Vida y de Vida riesgo. Asimismo, la prolongación del entorno de bajos tipos de interés en la Eurozona anunciada por el Banco Central Europeo, será desfavorable para el desarrollo del negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias. Un eventual repunte de la inflación podría llevar a reconsiderar en el futuro la política monetaria en la Unión Europea, pero todavía es muy prematuro pensar que esto vaya a materializarse en el corto o incluso medio plazo dado el entorno de bajo crecimiento económico, de manera que pudiese apoyar el desarrollo del negocio asegurador en el segmento de Vida.

### España

En línea con el contexto económico, 2016 ha sido un año favorable para el sector asegurador en **España** con crecimientos que, a falta de los datos del último trimestre, podrían situarse por encima del 4% agregado para el ramo de No Vida, representado en torno al 4,9% y 4,5% en los ramos de autos y salud, respectivamente. El ramo de Vida tuvo igualmente un buen comportamiento con un crecimiento en primas y provisiones técnicas que pueden situarse en torno al 25% y al 5,9%, respectivamente, a diferencia de las caídas sufridas en años anteriores<sup>22</sup>. En cuanto a la previsión para 2017, la moderación prevista en las tasa de crecimiento del PIB y la continuación del desapalancamiento moderado de las familias lleva a pensar en una correlativa moderación en el crecimiento de los negocios de No Vida y Vida riesgo, fuertemente vinculados al crecimiento económico. Por otro lado, a pesar de la mejoría experimentada en 2016, la persistencia del entorno de bajos tipos de interés continúa siendo un lastre para los negocios de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales.

### Turquía

Las previsiones de crecimiento económico para **Turquía**, en torno al 3,2% (aún por debajo de su potencial), deberían traducirse en un crecimiento del negocio asegurador en los ramos de No Vida y Vida riesgo, si se tiene en cuenta la alta correlación en ambos crecimientos y la mayor elasticidad de la demanda de seguros en economías emergentes con bajos niveles de penetración. Asimismo, los altos tipos de interés, en general, son favorables para los productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias. Sin embargo, existen importantes factores que llevan a pensar en un panorama con desafíos, debido a la alta volatilidad derivada de las tensiones domésticas y geopolíticas. Si bien tipos altos son favorables para el negocio de Vida, la volatilidad en los tipos crea un ambiente desfavorable, ya que subidas y bajadas bruscas dificultan su comercialización y conllevan riesgos de rescates masivos. Asimismo, el deterioro de los diferenciales de crédito de las inversiones es perjudicial para el sector. Lo mismo lleva a concluir el deterioro previsto de su moneda.

## México

La debilidad del proceso de crecimiento económico previsto para **México**, aunado al deterioro en la cotización de su divisa derivado de las presiones de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, anticipan un panorama de crecimiento y desempeño igualmente débil para los ramos de No Vida y Vida riesgo de su sector asegurador. El panorama para el ramo de Vida ahorro y de rentas vitalicias podría ser favorable dadas las subidas previstas en los tipos de interés por parte del banco central y las perspectivas de sostenimiento de una política monetaria restrictiva. No obstante, la volatilidad observada es alta, lo cual tiene también un efecto nocivo en los referidos negocios ya que, al igual que sucede en otras economías emergentes, la fluctuación de las variables financieras dificulta la comercialización de estos productos y conllevan riesgos potenciales de rescates masivos.

## Brasil

Las expectativas de salida de la recesión de la economía en **Brasil** en 2017 podrían suponer un cambio de tendencia para el crecimiento y desempeño del sector asegurador, tanto de No Vida como de Vida. No obstante, se prevé todavía un entorno complicado teniendo en cuenta la debilidad del desempeño económico, la volatilidad de los tipos de interés, así como el potencial deterioro del tipo de cambio y de las primas de riesgo de las inversiones en cartera. Las previsiones de recortes agresivos de tipos por parte de la autoridad monetaria pueden ser positivas por las plusvalías que producen en la valoración de las carteras, y aún una oportunidad puntual para la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias pero, una vez se produzcan, se vuelve más complicado el desarrollo de este negocio, de especial relevancia en este país. Asimismo, estas medidas podrían conllevar un deterioro de su moneda, con el consiguiente impacto negativo en los resultados del negocio asegurador. Esta situación podría mejorar a medio plazo, si finalmente se consolidan las previsiones y la posterior vuelta al crecimiento en 2018.

## China

La previsión de un entorno económico favorable en **China** es positiva para las perspectivas de su sector asegurador, dada su aún reducida tasa de penetración del seguro (propia de las economías emergentes), que conlleva una mayor elasticidad en el crecimiento de las primas ante crecimientos del PIB. Es de destacar que el gobierno chino tiene entre sus objetivos explícitos para la actividad aseguradora el incrementar la tasa de penetración. El crecimiento del PIB en 2016, cerca del 6,7%, junto con unas expectativas de crecimiento en torno al 6% anual para el período 2017-2018, conforman un entorno especialmente favorable para el desarrollo de los negocios de No Vida y Vida riesgo, teniendo además en cuenta que el peso de la inversión residencial y en bienes de equipo es significativo en estas expectativas de crecimiento. Por otra parte, la previsión de políticas monetarias acomodaticias laxas de bajos tipos de interés por parte del banco central, tratando de evitar una apreciación de su moneda, hacen prever un panorama más complejo para la comercialización de productos de Vida ahorro y rentas vitalicias.

## Reaseguro

En cuanto al **negocio de reaseguro**, 2016 ha sido un año positivo desde el punto de vista de su comportamiento técnico. La siniestralidad por catástrofes naturales ha repuntado ligeramente respecto a los cuatro años anteriores pero ha sido en cualquier caso baja<sup>23</sup>, con un ratio combinado de No Vida en torno al 93%-94% (algo superior al del año anterior) y la rentabilidad de los recursos propios en torno al 9%. No obstante, incluso manteniéndose la siniestralidad en los niveles de los últimos cinco años, se prevé un empeoramiento de estos ratios en 2017 por el efecto del entorno de bajos tipos de interés y de la liberación en 2016 de excesos de reservas de ejercicios anteriores acumuladas en los balances de algunas reaseguradoras. Teniendo en cuenta solo ambos efectos, se ha estimado que el ratio combinado podría subir en 2017 a niveles en torno al 94%-96% y la rentabilidad de los recursos propios caer a niveles en torno al 7%.<sup>24</sup>

Por otro lado, el buen comportamiento de la siniestralidad por catástrofes naturales desde el año 2011 y las mejoras en la esperanza de vida por debajo de lo previsto en algunos países, está empujando a la baja los precios del reaseguro. Lo mismo sucede con las catástrofes provocadas por el hombre, más o menos estables desde los atentados de las torres gemelas en 2001. Esto implica un riesgo adicional para las reaseguradoras en el caso de un repunte de la siniestralidad proveniente de eventos catastróficos en 2017, similar al de los años 2001 (torres gemelas), 2004 (tsunami asiático) o 2011 (tsunami-Japón, Fukushima).

## 2.3 Principales macro-tendencias

### Big data

Como en 2016 (y los años inmediatos anteriores), en 2017 las entidades aseguradoras proseguirán con el empleo del llamado **Big Data para propósitos de análisis y segmentación de clientes (creando perfiles individualizados de los consumidores), así como para la gestión de los servicios que se derivan de sus productos.** Las posibilidades del *Big Data* (definido como un gran volumen de información a la que puede accederse a una gran velocidad y con información muy variada proveniente por diversas fuentes digitales) se ha ampliado desde dos perspectivas. Desde el punto de vista de la oferta, en la medida en que los consumidores acceden, cada vez más, a puntos de contacto en los cuales esa información puede ser recopilada. Y desde el punto de vista de la demanda, en la medida en que las entidades aseguradoras tienen acceso a nuevas herramientas informáticas que les permiten llevar a cabo un análisis apropiado de ese gran volumen de información.

*Desde el punto de vista de la actividad aseguradora, la mayor parte de las principales macro-tendencias observadas en 2016 seguirán desarrollándose a lo largo de 2017.*

### Nuevos entrantes no tradicionales

**Desde 2014 se ha observado la tendencia a la participación de nuevos actores no tradicionales en el mercado financiero. Bajo el concepto general de *FinTech*, se han venido desarrollando empresas financieras que emplean las tecnologías de la información y la comunicación para ofrecer servicios financieros a menores costes.** Esta tendencia (que en 2016 se desarrolló especialmente en el sector financiero bancario) ha mostrado la emergencia de nuevos entrantes dentro del sector asegurador, bajo los esquemas denominados *InsurTech* y *Peer-to-Peer Insurance*, que han reformulado el principio de la mutualización de riesgos a partir del empleo de las tecnologías de la información y la economía colaborativa. A los casos conocidos como el de *Friendsurance* en Alemania, se han añadido en 2016 otros como el de *Lemonade* en los Estados Unidos.

### Ampliación de canales de distribución

El ambiente general de estancamiento secular que presencia la economía global, aunado a la pro-ciclicidad de la actividad aseguradora, han incrementado de manera significativa la intensidad de la competencia en el mercado. En ese contexto, **las entidades aseguradoras continuarán enfatizando en la ampliación de sus canales de distribución como una forma de tener éxito en un mercado más competido.** A los canales tradicionales a través de agentes, agentes exclusivos y corredores, así como al empleo de los acuerdos de bancaseguros para la utilización de la infraestructura de sucursales bancarias, se seguirá sumando en 2017 el desarrollo y aprovechamiento de canales digitales en los que primará el proceso de segmentación de clientes por parte de las entidades aseguradoras.

### Uso de tecnología en el negocio del automóvil e internet de las cosas

En el caso del ramo del seguro del automóvil, la incorporación de avances tecnológicos para el apoyo a la conducción de los vehículos (conducción semi-autónoma), así como los desarrollos orientados a la conducción autónoma por parte de las principales empresas automotrices, seguirán avanzando en 2017 y manifestando su impacto sobre el negocio asegurador. **Las entidades aseguradoras continuarán adaptando tanto su operación (considerando los efectos de la incorporación de estas tecnologías dentro de sus procesos de tarificación), como sus modelos de negocio (identificando la reducción de la relevancia de ciertos riesgos y la emergencia de otros a los que será necesario brindar cobertura adecuada) a esta nueva realidad del negocio del automóvil.**

**Asimismo, las entidades aseguradoras seguirán avanzando en el empleo del denominado *internet de las cosas***; esto es, la obtención de información a través de la utilización de sensores que permiten captar información que genera el uso de diversos dispositivos empleados en la vida diaria (automóviles, apartados domésticos, dispositivos de uso personal), con el propósito de identificar las necesidades y riesgos de sus clientes. En la medida en que, por una parte, se ha ampliado el uso de ese tipo de dispositivos por parte de los consumidores y, por la otra, que se cuenta con sistemas mejorados para obtener y gestionar la información que estos producen, las entidades aseguradoras podrán ampliar el uso de este tipo de mecanismos en las líneas de los seguros tanto de No Vida (automóviles, hogar) como en los relacionados con el cuidado de la salud.

### Seguro basado en uso

También ligado primordialmente al seguro del automóvil, en 2017 **proseguirá la tendencia hacia el desarrollo de los seguros basados en uso (*Usage-Based Insurance*)**. Como parte de los procesos de segmentación de clientes, las entidades aseguradoras seguirán avanzando en el diseño y ofrecimiento de productos más competitivos que en los que la prima del seguro se ligue al uso (PAYD, *Pay-as-you-drive*) o al comportamiento (PHYD, *Pay-how-you-drive*) de los conductores. El desarrollo de este tipo de seguros estará ligado al avance en el uso de dispositivos (bien sea originalmente incluidos en el equipamiento de los automóviles, o añadidos por parte de las propias entidades aseguradoras conforme a las condiciones de sus pólizas) que permitan identificar el nivel de uso y las características de conducción asociadas a los vehículos asegurados.

### Gestión basada en apps

Otra tendencia que seguirá manifestándose en 2017 por parte de las entidades aseguradoras es la que tiene que ver con **el empleo de aplicaciones informáticas (*apps*) para realizar la gestión del negocio**. Tomando ventaja del continuo avance en la tecnología para el desarrollo de aplicaciones móviles y la cada vez más amplia utilización de éstas por parte de los consumidores, las entidades aseguradoras avanzarán en su empleo tanto para la gestión de diferentes procesos del negocio (tales como la contratación de seguros, el seguimiento a las condiciones de las pólizas contratadas o la gestión de los siniestros), como para el seguimiento de las condiciones de riesgo de sus asegurados (como por ejemplo para los seguros de salud o para los de automóviles en los esquemas de PAYD).

**Recuadro 2.3**  
Principales macro-tendencias en el sector asegurador en 2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

## Adaptación al cambio en patrones demográficos

Como ha venido ocurriendo en los años recientes, **2017 seguirá estando marcado por la necesidad de las entidades aseguradoras de ajustar sus productos (e incluso sus modelos de negocio) al cambio en los patrones demográficos.** Este ajuste estará determinado primordialmente por las tendencias al envejecimiento de la población (lo que afectará el diseño de los productos de pensiones y vida, con efectos contrapuestos en cada caso), pero también por las variaciones en los patrones de migración que afectarán los procesos de segmentación de clientes y diseños de productos.

## Efectos del cambio climático

**Los cambios en el clima del mundo constituyen una tendencia que ha venido dominando las preocupaciones en el ámbito de los seguros para la protección en contra de los riesgos de la naturaleza,** la mayor parte de ellos con potenciales efectos catastróficos (de baja frecuencia y alta severidad). En 2017, ésta seguirá siendo una macro-tendencia presente entre los aseguradores de No Vida, en la medida que se trata de un proceso de muy largo plazo que anualmente va manifestando nuevas características que implican el ajuste continuo de productos y condiciones de aseguramiento, en especial ante los efectos del cambio climático asociados a modificaciones en los patrones de urbanización.

## Riesgos cibernéticos

En línea con lo ocurrido en los últimos años, **la necesidad de los clientes hacia la protección frente a posibles ataques a sus sistemas informáticos (ataques cibernéticos), seguirá implicando un aumento de la demanda de este tipo de seguros.** No obstante, se trata de un riesgo (emergente aún) sobre el que las entidades aseguradoras (y en especial las reaseguradoras globales) deberán todavía seguir aprendiendo y recopilando información, a fin de determinar con mayor precisión su grado de asegurabilidad mediante los mecanismos tradicionales de compensación idiosincrática de riesgos. Paralelamente, otros riesgos asociados al empleo de nuevos instrumentos y dispositivos electrónicos (v.gr., el empleo de drones para diferentes propósitos comerciales y empresariales) generarán una creciente demanda de aseguramiento contra riesgos de responsabilidad.

## Convergencia regulatoria

Finalmente, a lo largo de 2017 **proseguirá el avance del proceso de convergencia de la regulación en materia aseguradora hacia modelos prudenciales basados en riesgo (dominados, en general, por la visión del esquema europeo de Solvencia II), así como en la implementación de medidas regulatorias ligadas a temas de riesgo sistémico y estabilidad financiera** tanto a nivel global como doméstico (en los principales mercados aseguradores a nivel global). En la siguiente sección de este informe se presenta un análisis detallado de esta macro-tendencia.

## 2.4 Tendencias regulatorias

### Tendencias globales

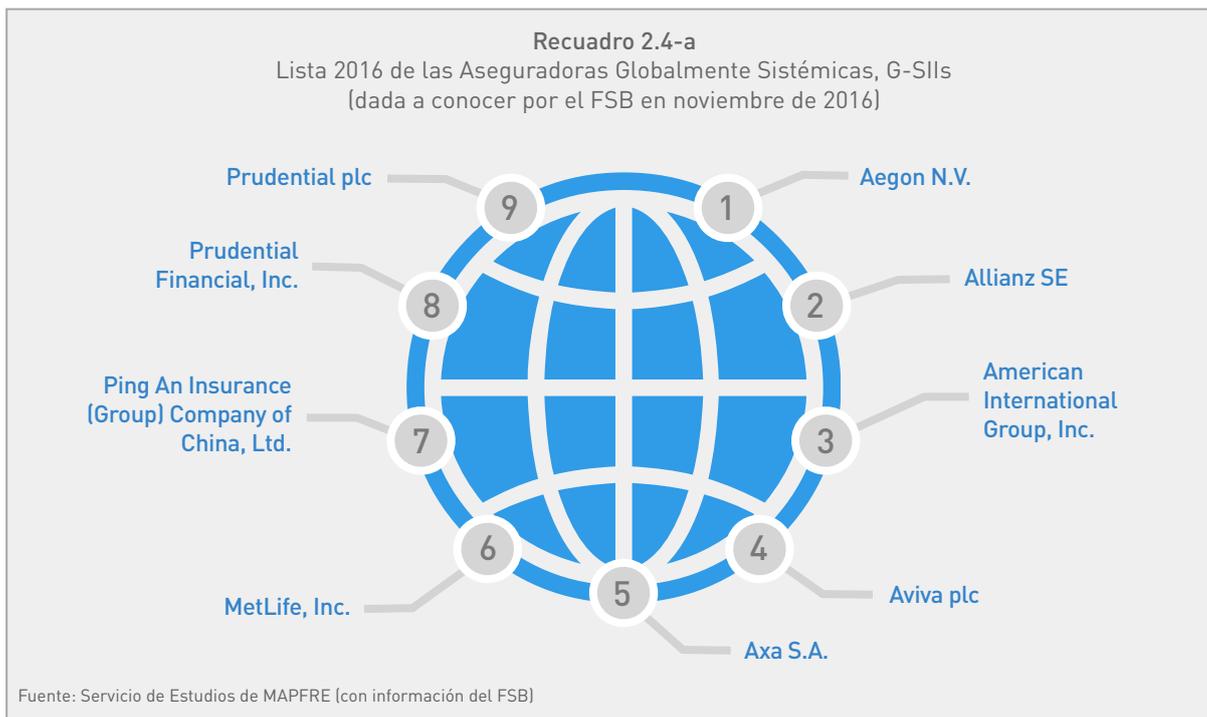
La Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS), en su rol de organismo internacional con el mandato de establecer normas de regulación y supervisión en materia de la actividad aseguradora y contribuir a la estabilidad financiera, continuará trabajando durante 2017 en los proyectos de elaboración de los marcos armonizados para la supervisión de solvencia, tanto de los grupos aseguradores calificados de importancia sistémica, como de los grupos aseguradores no sistémicos internacionalmente activos (IAIGs). Asimismo, y aunque todavía en estadios preliminares de discusión, la IAIS proseguirá los trabajos en torno a la conveniencia de establecer un marco armonizado en temas de resolución de estos grupos.

*Durante 2017 seguirá avanzando el proceso de convergencia de la regulación en materia aseguradora hacia requerimientos de capital basados en riesgos y valoraciones ajustadas a mercado, así como en la implementación de medidas regulatorias ligadas a temas de riesgo sistémico y estabilidad financiera.*

### Aseguradoras Globalmente Sistémicas (G-SIIs)

En cuanto a las Aseguradoras Globalmente Sistémicas (*Global Systemically Important Insurers*, G-SIIs), **el 21 de noviembre de 2016 el Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB), tras consultar a la IAIS, publicó la lista de grupos aseguradores considerados sistémicos<sup>25</sup>**, después de un debate para la fijación y selección de los grupos que reúnen los elementos determinantes de tal calificación.

**La lista de G-SIIs para 2016 mantuvo a las nueve entidades que habían sido consideradas como tales por el FSB el año previo** (véase el Recuadro 2.4-a). El año 2017 será crítico en este terreno, ya que la IAIS continuará depurando la metodología para la designación de la G-SIIs, así como para el cálculo de los requisitos adicionales de capital para estos grupos sistémicos, los cuales se deberían aplicar a partir de enero de 2019 sobre la lista de G-SIIs que publique el FSB en noviembre de 2017.



## Estándar Global de Capital (ICS)

Respecto del resto de grupos aseguradores no sistémicos pero internacionalmente activos (*Internationally Active Insurance Groups*, IAIGs), la IAIS continúa trabajando en el estándar internacional de capital regulatorio basado en riesgos y valoraciones ajustadas a mercado (*International Capital Standard*, ICS), elemento clave del denominado “ComFrame” o marco común para la supervisión de los IAIGs.

Es difícil anticipar conclusiones en cuanto al resultado de estos trabajos, dado que aún se está explorando varias opciones. **El objetivo de la IAIS es disponer de la versión 1.0 del ICS en el mes de julio de 2017, como un primer paso para alcanzar una versión final que permita obtener resultados comparables entre las distintas jurisdicciones que, conforme al calendario dado a conocer por la propia IAIS, sería adoptado por esa organización a finales de 2019** (véase el Recuadro 2.4-b).

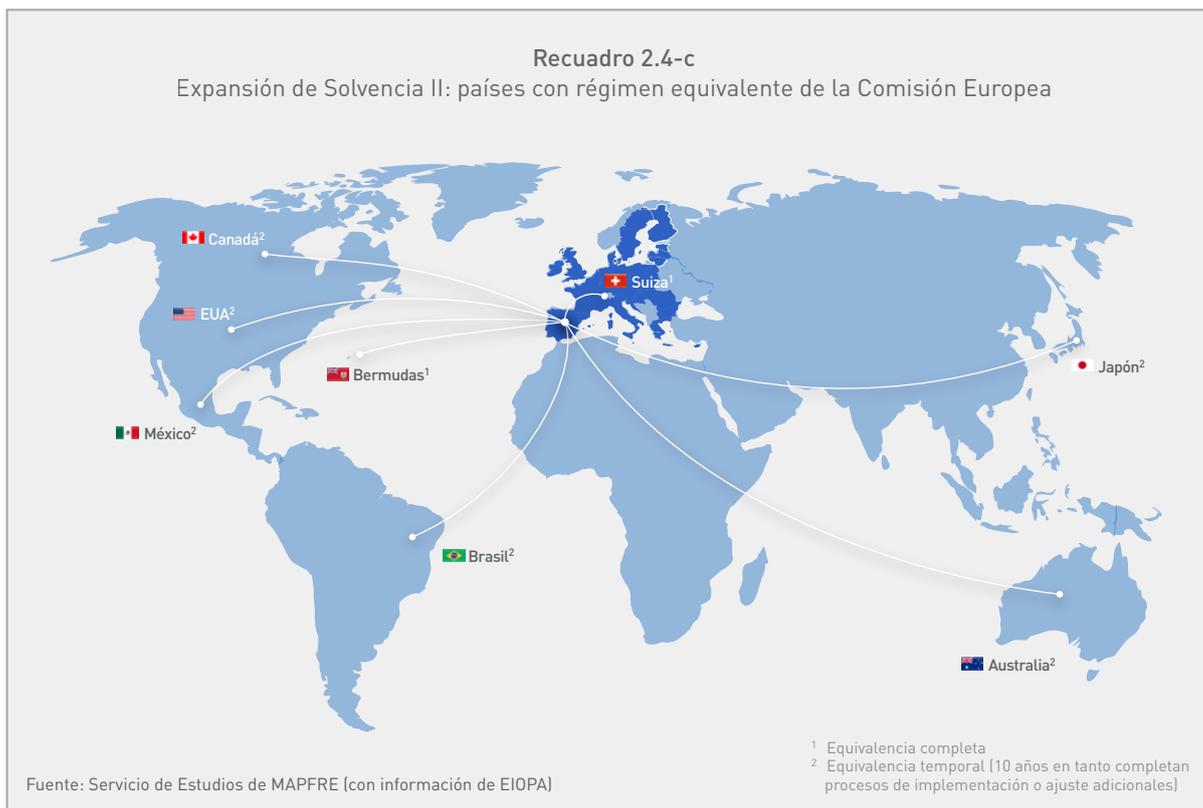


## Difusión de modelos tipo Solvencia II

De manera paralela al desarrollo de un estándar global de capital basado en riesgo por parte de la IAIS, **diferentes mercados han venido avanzando en la implementación de modelos regulatorios que modernicen sus marcos normativos. Para ello, un número creciente de ellos ha tomado como parámetro de referencia el modelo Solvencia II de la Unión Europea.** Lo anterior, buscando dos propósitos: (i) adoptar un sistema de solvencia basado en una más precisa medición de riesgos y en un sistema más sólido de gestión de los mismos, y (ii) crear un ambiente regulatorio local que se armonice con la operación de los principales grupos aseguradores a nivel global.

Tras la evaluación respectiva a cargo de la Autoridad Europea de Supervisión de Seguros y Pensiones (EIOPA), **hasta inicios de 2017 la Comisión Europea había otorgado equivalencia con Solvencia II a nueve regímenes regulatorios. De manera completa lo ha concedido a Suiza y Bermudas, y de manera provisional (sujeto a la implementación de normativas y a la realización de ajustes complementarios) a los regímenes de regulación de Australia, Brasil, Canadá, México, Estados Unidos y Japón** (véase el Recuadro 2.4-c).

Recuadro 2.4-c  
Expansión de Solvencia II: países con régimen equivalente de la Comisión Europea



Dado que la equivalencia que otorga la Comisión Europea simplifica los cálculos de las cargas de capital de las matrices ubicadas en la Unión Europea respecto de sus subsidiarias operando en diferentes lugares del mundo, es previsible que otras jurisdicciones avancen en procesos de equivalencia similares. **En estos momentos, en conjunto, los mercados sujetos a normas regulatorias equivalentes con Solvencia II representarían casi el 76% de las primas a nivel mundial** (véase el Recuadro 2.4-c).

## Estados Unidos

**En los Estados Unidos continúan los trabajos enmarcados en la denominada iniciativa de modernización de solvencia (*Solvency Modernization Initiative, SMI*) que dio inicio en junio de 2008.** En el ámbito de esta iniciativa, los supervisores estatales organizados en la *National Association of Insurance Commissioners* (NAIC) han introducido reformas relacionadas con la supervisión de grupos, reaseguro y gestión de riesgos de entidades aseguradoras, entre otras.

Paralelamente, el 13 de enero de 2017 se alcanzó un acuerdo en las negociaciones a alto nivel entre los Estados Unidos y la Unión Europea<sup>26</sup> que podrían llevar a reformas adicionales en los referidos ámbitos regulatorios. Cabe hacer notar que estas negociaciones se abrieron con anterioridad a las últimas elecciones presidenciales en aquel país y podrían verse afectadas tras el cambio de gobierno. El texto ha sido remitido al Congreso de los Estados Unidos, al Parlamento Europeo y al Consejo, que aún deben firmar y concluir formalmente el Acuerdo.

**La elección de la nueva administración federal también podría afectar a la arquitectura institucional regulatoria del sector asegurador**, actualmente conformada por los supervisores estatales, su asociación (la NAIC), la Reserva Federal (con competencias sobre los grupos aseguradores sistémicos) y la Oficina Federal de Seguros (FIO) del Departamento del Tesoro, que tiene su origen en el *Dodd Frank Act*. En este sentido, conviene destacar que Donald Trump prometió en su campaña revisar la normativa de los servicios financieros, lo cual podría tener alcances también para el caso del sector asegurador.

## América Latina

En la región de Latinoamérica prevalecen los sistemas regulatorios del tipo Solvencia I. No obstante, **se preve que en 2017 continúe la tendencia a nivel regulatorio de avanzar en mayores exigencias relativas a los sistemas de gobierno de las entidades aseguradoras orientadas a mejorar sus sistemas de gestión de riesgos (Pilar 2 de Solvencia II) y, en menor medida, en requerimientos adicionales de transparencia y revelación de información hacia el mercado (Pilar 3 de Solvencia II).**

Por otra parte, salvo en el caso de Chile (donde podría concretarse una modificación regulatoria que ha estado en proceso de revisión legislativa), no se prevén por el momento reformas integrales para la implantación de un Pilar I (del tipo Solvencia II) con exigencias cuantitativas de cálculo del capital regulatorio basado en riesgos, como la que ha entrado en vigor a principios de 2016 en México y, para algunos riesgos, en Brasil. No obstante, algunos otros mercados continúan con avances parciales en ese sentido, destacando los casos de Colombia y Perú.

## Unión Europea

### Solvencia II

A principios de 2016 entró en vigor Solvencia II, sustituyendo un sistema de cálculo del capital de solvencia regulatorio que estuvo en vigor durante más de cuarenta años (Solvencia I).

Dada la complejidad del nuevo sistema y el elevado número de parámetros calibrados con información histórica, **la propia normativa prevé dos revisiones sobre las que la Comisión Europea y EIOPA ya están trabajando. La primera revisión se refiere a los parámetros y factores aplicables en el cálculo del capital regulatorio bajo la fórmula estándar.** La Comisión Europea solicitó antes del verano de 2016 un consejo técnico a EIOPA<sup>27</sup> que sirva de base para una futura reforma, con el fin de actualizar algunos de los citados parámetros y factores en 2018. También le solicitó que aporte propuestas para introducir simplificaciones en la fórmula estándar, dados los comentarios recibidos de la industria sobre la complejidad del sistema<sup>28</sup>.

Se espera que EIOPA realice una consulta pública sobre su consejo técnico en 2017, antes de remitirlo definitivamente a la Comisión. La fecha límite prevista para la remisión es el 31 de octubre de 2017. Asimismo, la Comisión Europea dejó abierta la posibilidad de extender su solicitud a otros factores y parámetros relacionados con las cargas de capital que puedan suponer barreras no justificadas para la financiación a largo plazo, no cubiertos en la primera.

**La segunda revisión (de mayor calado) se contempla en la Directiva de Solvencia II y afectaría al contenido de la propia Directiva,** de considerarse necesario, en concreto al paquete de medidas relativas a los productos con garantías a largo plazo (paquete que incluye la extrapolación de la curva de tipos para el descuento de las provisiones técnicas, las medidas transitorias para su cálculo, el ajuste por volatilidad y el ajuste por casamiento); aspecto de especial sensibilidad para la industria aseguradora. La Comisión Europea debería proponer una posible reforma a más tardar en 2020. Por su parte, EIOPA debe elaborar anualmente un informe a remitir al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión Europea. El informe de 2017 será el primero en el que EIOPA disponga de información completa sobre el funcionamiento del nuevo sistema durante un año completo, por lo que será de especial relevancia. Se estima que el referido informe estará disponible en el cuarto trimestre de 2017 (véase el Recuadro 2.4-d).

### Pensiones privadas y fondos de pensiones

En el ámbito de las pensiones privadas, **en junio de 2016 el Consejo Europeo alcanzó un acuerdo político para reformar la Directiva relativa a los fondos de pensiones del sistema empleo<sup>29</sup>.** No se ha logrado alcanzar finalmente un acuerdo en lo relativo a la introducción de un Pilar I del tipo Solvencia II, con requerimientos cuantitativos para el cálculo de las valoraciones y los requisitos de solvencia.

La reforma se centra, por tanto, en la mejora del sistema de gobierno y gestión de riesgos de este tipo de instituciones, así como en reforzar las normas de transparencia. Después de su adopción formal por el Parlamento Europeo debería publicarse a principios de 2017 en el boletín oficial de la Unión Europea. El plazo previsto para su transposición es de 24 meses desde su publicación.

**También existe una línea de trabajo recientemente abierta en relación a la regulación de los fondos de pensiones individuales<sup>30</sup>.** De momento está siendo evaluada por la Comisión Europea, por lo que se encuentra en estado embrionario. Se estima que tomará forma el próximo año ya que se encuentra dentro de la iniciativa del Plan Juncker para estimular el mercado de capitales en la Unión Europea.

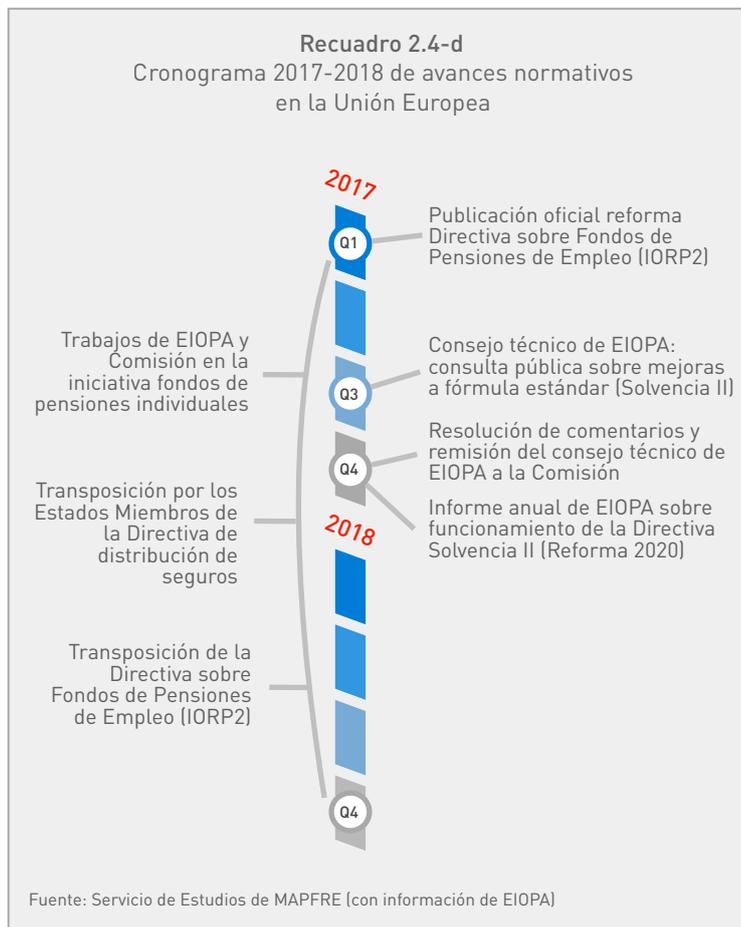
### Distribución de seguros

Por último, **durante 2017 continuarán los trabajos relativos a la transposición de la nueva Directiva de distribución de seguros**, que entró en vigor en febrero de 2016 y debe transponerse por los Estados Miembros antes del mes de febrero de 2018<sup>31</sup>.

### Reino Unido

En tanto no se consume formalmente su salida de la Unión Europea, todas las reformas comentadas resultarán de aplicación al Reino Unido. Asimismo, la normativa comunitaria seguirá siendo de aplicación a todas las filiales y demás entidades legales de los grupos aseguradores británicos que continúen localizadas en territorio de la Unión Europea, una vez consumada la salida del Reino Unido.

Cabe comentar que, como resultado de la concreción del Brexit, la capacidad de influencia del Reino Unido sobre la referida normativa desaparecerá o se verá muy mermada, dependiendo de la fórmula que finalmente resulte de las negociaciones. También se verán afectadas aquellas aseguradoras británicas que operen en territorio comunitario con una infraestructura mínima, mediante sucursales o en régimen de prestación de servicios, por la pérdida de la licencia única para operar en el referido territorio bajo esos regímenes.



## Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

**Tabla A-1**  
**Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto**  
(crecimiento anual, %)

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Estados Unidos</b>	1,7	2,4	2,6	1,6	2,3	2,5	1,7	2,4	2,6	1,5	1,5	1,1
<b>Eurozona</b>	-0,3	1,1	2,0	1,7	1,5	1,4	-0,3	1,1	2,0	1,6	1,0	1,0
Alemania	0,6	1,6	1,5	1,7	1,4	1,4	0,6	1,6	1,5	1,2	1,1	1,4
Francia	0,6	0,6	1,3	1,3	1,3	1,6	0,6	0,6	1,3	1,0	0,8	1,3
Italia	-1,7	-0,3	0,8	0,8	0,9	1,1	-1,7	-0,3	0,8	0,6	0,5	0,9
España	-1,7	1,4	3,2	3,4	2,4	1,9	-1,7	1,4	3,2	3,3	1,6	1,7
<b>Reino Unido</b>	1,9	3,1	2,2	2,1	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2	2,1	1,2	0,8
<b>Japón</b>	2,0	2,5	1,3	1,0	1,0	0,9	2,0	2,5	1,3	0,8	0,4	0,1
<b>Mercados emergentes</b>	5,0	4,6	4,0	4,2	4,6	4,8	5,0	4,6	4,0	4,2	3,9	4,0
<b>América Latina<sup>1</sup></b>	2,9	1,0	0,0	-0,6	1,6	2,1	2,9	1,0	0,0	-0,6	1,2	1,2
México	1,4	2,2	2,5	2,0	2,1	2,2	1,4	2,2	2,5	2,0	1,6	0,6
Brasil	3,0	0,1	-3,8	-3,4	0,4	2,4	3,0	0,1	-3,8	-3,3	0,1	2,3
<b>Emergentes europeos</b>	2,8	2,8	3,6	3,3	3,1	3,2	2,8	2,8	3,6	3,1	3,0	3,1
Turquía	4,2	3,0	4,0	2,8	2,9	3,4	4,2	3,0	4,0	2,8	2,7	3,1
<b>China</b>	7,8	7,3	6,9	6,7	6,3	5,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,0	4,4
<b>Asia (exc. China)</b>	4,3	4,2	4,3	4,2	4,4	4,3	4,3	4,2	4,3	4,2	4,0	3,9
<b>Mundo</b>	3,3	3,4	3,2	3,0	3,1	3,1	3,3	3,4	3,2	3,0	2,6	2,5

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del FMI)

<sup>1</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fecha de cierre de previsiones: 31 diciembre 2016.

**Tabla A-2**  
**Escenarios Base y de Riesgo: inflación**  
 (promedio anual, %)

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Estados Unidos</b>	1,5	1,6	0,1	1,3	2,3	2,2	1,5	1,6	0,1	1,2	2,1	2,4
<b>Eurozona</b>	1,3	0,4	0,0	0,2	1,5	1,5	1,3	0,4	0,0	0,3	1,1	1,0
Alemania	1,6	0,8	0,1	0,4	1,5	1,7	1,6	0,8	0,1	0,4	1,3	1,4
Francia	1,0	0,6	0,1	0,3	1,0	1,1	1,0	0,6	0,1	0,3	0,9	0,9
Italia	1,2	0,2	0,1	-0,1	0,5	0,8	1,2	0,2	0,1	-0,1	0,5	0,8
España	1,4	-0,1	-0,5	-0,2	1,2	1,4	1,4	-0,1	-0,5	-0,3	1,0	1,0
<b>Reino Unido</b>	2,6	1,5	0,1	0,7	2,5	2,1	2,6	1,5	0,1	0,7	2,4	1,6
<b>Japón</b>	0,3	2,8	0,8	-0,2	0,2	-0,2	0,3	2,8	0,8	-0,3	0,0	0,3
<b>Mercados emergentes</b>	5,5	4,7	4,7	4,5	4,4	4,2	5,5	4,7	4,7	4,5	4,4	4,2
<b>América Latina<sup>1</sup></b>	4,6	4,9	5,5	5,8	4,2	3,8	4,6	4,9	5,5	5,8	4,2	3,8
México	3,8	4,0	2,7	2,8	3,6	3,2	3,8	4,0	2,7	2,8	4,2	5,1
Brasil	6,2	6,3	9,0	8,9	5,4	4,4	6,2	6,3	9,0	8,9	5,4	4,4
<b>Emergentes europeos</b>	4,3	3,8	2,9	3,1	4,2	4,2	4,3	3,8	2,9	3,1	2,8	2,5
Turquía	7,5	8,9	7,7	7,7	8,5	7,1	7,5	8,9	7,7	7,8	7,4	6,6
<b>China</b>	2,6	2,0	1,4	2,0	2,4	2,5	2,6	2,0	1,4	1,9	2,4	3,0
<b>Mundo</b>	3,7	3,2	2,8	2,5	3,0	3,1	3,7	3,2	2,8	2,5	2,9	3,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del FMI)

<sup>1</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fecha de cierre de previsiones: 31 diciembre 2016.

**Tabla A-3**  
**Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años**  
 (promedio anual, %)

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Estados Unidos</b>	2,34	2,53	2,13	1,80	2,60	2,90	2,34	2,53	2,13	1,80	2,27	1,79
<b>Eurozona</b>	1,63	1,25	0,54	0,86	1,22	1,55	1,63	1,25	0,54	0,86	1,15	1,39

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del FMI)

Fecha de cierre de previsiones: 31 diciembre 2016.

**Tabla A-4**  
**Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio**  
 (promedio anual)

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>USD-EUR</b>	0,75	0,75	0,90	0,90	0,97	1,00	0,75	0,75	0,90	0,90	0,89	0,91
<b>EUR-USD</b>	1,33	1,33	1,11	1,09	1,03	1,00	1,33	1,33	1,11	1,09	1,12	1,09
<b>GBP-USD</b>	1,56	1,65	1,53	0,74	0,80	0,79	1,56	1,65	1,53	0,74	0,77	0,78
<b>USD-CNY</b>	6,20	6,14	6,23	6,64	6,95	6,90	6,20	6,14	6,23	6,64	6,95	6,80

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del FMI)

Fecha de cierre de previsiones: 31 diciembre 2016.

**Tabla A-5**  
**Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia**  
 (fin de período, %)

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Estados Unidos</b>	0,3	0,3	0,3	0,8	0,9	1,7	0,3	0,3	0,3	0,8	0,6	0,1
<b>Eurozona</b>	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del FMI)

Fecha de cierre de previsiones: 31 diciembre 2016.

**Tabla A-6**  
**Escenario Base: deuda pública neta**  
 (respecto al PIB, %)

	Escenario Base					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Estados Unidos</b>	80,8	80,3	79,8	82,2	82,3	82,1
<b>Eurozona</b>	67,8	68,3	67,6	67,4	67,0	66,2
Alemania	53,4	50,1	47,5	45,4	43,7	42,0
Francia	84,4	87,4	88,2	89,2	89,8	90,0
Italia	109,9	112,5	113,3	113,8	113,9	112,7
España	73,8	78,6	79,7	81,4	82,1	82,3
<b>Reino Unido</b>	77,6	79,5	80,4	80,5	80,3	80,0
<b>México</b>	40,4	43,2	47,6	49,7	49,7	49,4
<b>Brasil</b>	30,6	33,1	36,2	45,8	50,4	53,6
<b>Emergentes europeos</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Turquía	27,3	24,6	23,6	22,6	21,7	20,9
<b>Japón</b>	124,2	126,2	125,3	127,9	130,7	132,6

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del FMI)

Fecha de cierre de previsiones: 31 diciembre 2016.

# Índice de tablas, gráficas y recuadros

## Tablas

Tabla 1.3.	Administración Trump: posibles políticas y escenarios económicos . . . . .	26
Tabla 1.4.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos . . . . .	30
Tabla 1.4.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos . . . . .	32
Tabla 1.4.3	España: principales agregados macroeconómicos . . . . .	34
Tabla 1.4.4	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos . . . . .	36
Tabla 1.4.5	Japón: principales agregados macroeconómicos . . . . .	38
Tabla 1.4.6	Turquía: principales agregados macroeconómicos . . . . .	40
Tabla 1.4.7	México: principales agregados macroeconómicos . . . . .	42
Tabla 1.4.8	Brasil: principales agregados macroeconómicos . . . . .	44
Tabla 1.4.9	China: principales agregados macroeconómicos . . . . .	46
Tabla 2.2	Crecimiento mediano de las primas por línea de negocio y región . . . . .	51
Tabla A-1	Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto . . . . .	65
Tabla A-2	Escenarios Base y de Riesgo: inflación . . . . .	66
Tabla A-3	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años . . . . .	67
Tabla A-4	Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio . . . . .	67
Tabla A-5	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia . . . . .	67
Tabla A-6	Escenario Base: deuda pública neta . . . . .	68

## Gráficas

Gráfica 1.1-a	Global: tipos de interés de largo y corto plazos, 1998-2016 . . . . .	9
Gráfica 1.1-b	Global: crecimiento e inflación, 2001-2016 . . . . .	9
Gráfica R-1.1-c.	Esquema de la trampa de la liquidez . . . . .	12
Gráfica 1.1-c	Global: capacidad ociosa y gastos de capital, 2010-2016 . . . . .	13
Gráfica 1.1-d	Global: crecimiento de la demanda de materias primas, 2010-2016 . . . . .	13
Gráfica 1.1-e	Global: prima de riesgo de la deuda denominada en USD de economías seleccionadas, 2010-2016 . . . . .	14
Gráfica 1.1-f	Global: nivel de reservas (en meses de importaciones) de economías seleccionadas, 2010-2016 . . . . .	14
Gráfica 1.1-g	Global: impulso fiscal (% del PIB), 2006-2018 . . . . .	15
Gráfica 1.1-h	Global: endeudamiento del sector público (% PIB), 2010-2018 . . . . .	15
Gráfica 1.2-a	Global: Contribución al PIB global, 2010-2016 . . . . .	17
Gráfica 1.2-b	Global: producción industrial, 2010-2016 . . . . .	17
Gráfica 1.2-c	Global: producto global y comercio, 2010-2016 . . . . .	18
Gráfica 1.2-d	Global: producto en Latam y ciclo de los metales, 2010-2016 . . . . .	18
Gráfica R-1.1-a1	Global: oferta, demanda y reservas de petróleo, 2007-2018 . . . . .	19
Gráfica R-1.1-a2	Global: precios de gasolina y gas, 2007-2018 . . . . .	19
Gráfica 1.2-e	Global: ciclo de precios de las materias primas (a/a), 2010-2016 . . . . .	20
Gráfica 1.2-f	Global: crecimiento e inflación (%), 2010-2016 . . . . .	20
Gráfica R-1.1-b	Global: volatilidad soberana de mercados emergentes, 2002-2016 . . . . .	21

Gráfica 1.2-g	Global: indicador de desapalancamiento (crédito privado/PIB, 2007=100), 2008-2018 . . . . .	22
Gráfica 1.2-h	China: evolución de la deuda pública, 2005-2018 . . . . .	22
Gráfica 1.2-i	Global: tipos de interés de referencia, 2005-2018 . . . . .	23
Gráfica 1.2-j	Global: tamaño de QE en % del PIB, 2010-2016 . . . . .	23
Gráfica 1.3-a	Estados Unidos: política fiscal expansiva (expansión del déficit), 2010-2018 . . . . .	25
Gráfica 1.3-b	Estados Unidos: expectativas de beneficios y gasto de capital, 2010-2016 . . . . .	25
Gráfica 1.4	Posibles riesgos y escenarios económicos . . . . .	27
Gráfica 1.4.1-a	Estados Unidos: política monetaria y previsiones, 2009-2018 . . . . .	29
Gráfica 1.4.1-b	Estados Unidos: objetivo de inflación, 2009-2018 . . . . .	29
Gráfica 1.4.1-c	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	30
Gráfica 1.4.1-d	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	30
Gráfica 1.4.2-a	Eurozona: inflación y política monetaria, 2010-2018 . . . . .	31
Gráfica 1.4.2-b	Eurozona: balance del BCE (% del PIB), 2010-2018 . . . . .	31
Gráfica 1.4.2-c	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	32
Gráfica 1.4.2-d	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	32
Gráfica 1.4.3-a	España: tasa de paro, 2014-2018 . . . . .	33
Gráfica 1.4.3-b	España: déficit público estructural, 2005-2018 . . . . .	33
Gráfica 1.4.3-c	España: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	34
Gráfica 1.4.3-d	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	34
Gráfica 1.4.4-a	Reino Unido: política monetaria, 2005-2018 . . . . .	35
Gráfica 1.4.4-b	Reino Unido: política fiscal, 2005-2018 . . . . .	35
Gráfica 1.4.4-c	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	36
Gráfica 1.4.4-d	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	36
Gráfica 1.4.5-a	Japón: deuda pública (% PIB), 2010-2016 . . . . .	37
Gráfica 1.4.5-b	Japón: impulso fiscal (cambio en déficit primario), 2010-2016 . . . . .	37
Gráfica 1.4.5-c	Japón: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	38
Gráfica 1.4.5-d	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	38
Gráfica 1.4.6-a	Turquía: prima riesgo deuda en USD y reservas, 2010-2016 . . . . .	39
Gráfica 1.4.6-b	Turquía: desempeño del mercado (en renta variable), 2011-2016 . . . . .	39
Gráfica 1.4.6-c	Turquía: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	40
Gráfica 1.4.6-d	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	40
Gráfica 1.4.7-a	México: balance de cuenta corriente (% PIB), 2014-2018 . . . . .	41
Gráfica 1.4.7-b	México: tipo de cambio vs USD, 2014-2018 . . . . .	41
Gráfica 1.4.7-c	México: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	42
Gráfica 1.4.7-d	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	42
Gráfica 1.4.8-a	Brasil: vulnerabilidad externa (reservas), 2010-2016 . . . . .	43
Gráfica 1.4.8-b	Brasil: apalancamiento en moneda extranjera (USD), 2010-2016 . . . . .	43
Gráfica 1.4.8-c	Brasil: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	44
Gráfica 1.4.8-d	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	44
Gráfica 1.4.9-a	China: precio de los activos depositarios del ahorro, 2011-2018 . . . . .	45
Gráfica 1.4.9-b	China: tipo de cambio y fortaleza externa, 2010-2016 . . . . .	45
Gráfica 1.4.9-c	China: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	46
Gráfica 1.4.9-d	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	46
Gráfica R-2.1-b	Crecimiento del PIB vs Sector Asegurador global, 2000-2015 . . . . .	48
Gráfica R-2.2-a	Total: ajuste y previsiones del modelo para el mercado total . . . . .	52
Gráfica R-2.2-b	Total: ajuste y previsiones del modelo para mercados emergentes . . . . .	52
Gráfica R-2.2-c	Total: ajuste y previsiones del modelo para mercados desarrollados . . . . .	52
Gráfica R-2.2-d	No Vida: ajuste y previsiones del modelo para el mercado total . . . . .	53
Gráfica R-2.2-e	No Vida: ajuste y previsiones del modelo para mercados emergentes . . . . .	53
Gráfica R-2.2-f	No Vida: ajuste y previsiones del modelo para mercados desarrollados . . . . .	53

## Recuadros

Recuadro 1.1-a	Factores de oferta y demanda detrás del estancamiento secular . . . . .	10
Recuadro 1.1-b	La trampa de la liquidez . . . . .	12
Recuadro 1.2-a	Expectativas del precio del petróleo . . . . .	19
Recuadro 1.2-b	Expectativas de volatilidad financiera . . . . .	21
Recuadro 1.2-c	Panorama de tendencias de política monetaria . . . . .	24
Recuadro 2.1-a	Principales mecanismos de transmisión desde la economía real y el mercado financiero a la industria aseguradora . . . . .	47
Recuadro 2.1-b	Pro-ciclicidad del sector asegurador . . . . .	48
Recuadro 2.2	Análisis de los factores determinantes de la dinámica de las primas en el sector asegurador . . . . .	52
Recuadro 2.3	Principales macro-tendencias en el sector asegurador en 2017 . . . . .	58
Recuadro 2.4-a	Lista 2016 de las Aseguradoras Globalmente Sistémicas, G-SIIs . . . . .	60
Recuadro 2.4-b	Proyecto para el Estándar de Capital de Seguros (ICS) de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS): principales hitos . . . . .	61
Recuadro 2.4-c	Expansión de Solvencia II: países con régimen equivalente de la Comisión Europea . . . . .	62
Recuadro 2.4-d	Cronograma 2017-2018 de avances normativos en la Unión Europea . . . . .	64

## Referencias

- 1/ Véase el segundo apartado de este informe para una explicación de las implicaciones del estancamiento secular para el sector asegurador.
- 2/ J.M. Keynes, 1936.
- 3/ Puesto que  $i^* = \Delta y^* + \pi^*$ , en donde:  $i^*$  es el tipo de interés de equilibrio,  $\Delta y^*$  el crecimiento de largo plazo, y  $\pi^*$  la inflación objetivo (consistente con las expectativas de inflación).
- 4/ “Fiscal Pivot”, J.M. Keynes, 1936.
- 5/ A través de la reducción de los saldos reales (aumentando la relación capital/ahorro o, visto al revés, reduciendo y re-ubicando el exceso de ahorro global) al aumentar la brecha entre tipo actual y de equilibrio global ( $R^* - R$ ).
- 6/ Evitar así el *crowding out* cuando aumenten los tipos de interés y manejar las expectativas de inflación.
- 7/ El impulso fiscal, medido como la variación positiva del Déficit Estructural sobre el PIB, es cercano a cero.
- 8/ Paul Krugman estima que en el contexto actual, por cada punto % de PIB de impulso fiscal aumenta 1,5% el PIB esto es tres veces más del efecto que se tiene en tiempos normales.
- 9/ Equivalencia Ricardiana.
- 10/ El Comunicado del día 17 de noviembre de la Comisión Europea “Towards a Fiscal Stance for the Euro Area” dirigido al Consejo, al Parlamento y al Banco Central Europeo (BCE), se pone de manifiesto el cambio de visión de la Comisión cada vez más alejado del enfoque de estabilidad financiera y presupuestaria alemán (personificado en el ministro de finanzas alemán, Scheuble), y más orientado a apoyar la actividad y la inflación en la zona euro (en la línea de Junker). La Comisión Europea considera que el actual estado fiscal (cercano a la neutralidad) es un sub-óptimo y apunta a un impulso fiscal de 0,5% en la zona durante el 2017/2018. Sin embargo, precisa que el impulso fiscal se centrará en aquellos países superavitarios en su Cuenta Corriente (Alemania, Holanda, Finlandia, Austria), mientras que se abogará por el mantenimiento de la estabilidad financiera en los países periféricos y Francia. Este comunicado tiene como objetivo mostrar la intención de dinamizar el ahorro desde el centro de la Eurozona hacia la periferia, produciendo así un incremento del tipo de interés nominal en general.
- 11/ Los mercados emergentes se han visto especialmente penalizados durante el 2016 por tres factores: (i) el efecto de la desaceleración de la demanda china en los precios de las materias primas y en el comercio global; (ii) el ciclo del petróleo que alcanza su cota mínima en el primer trimestre de 2016 (37,7 USD/b Brent), y (iii) el cambio de sesgo de política monetaria de la Reserva Federal que origina una reversión de los flujos de cartera de mercados emergentes hacia los Estados Unidos similar a lo experimentado durante el “Taper Tantrum” del año 2013. Por su parte, los mercados desarrollados tuvieron un mejor desempeño pero en un contexto de debilidad como es el que corresponde al estancamiento secular caracterizado por la creciente moderación en el crecimiento, de la inflación y de los tipos de interés en general, especialmente los de largo plazo.
- 12/ Estados Unidos alcanza virtualmente el objetivo de inflación de la Reserva Federal, mientras que el proceso deflacionario vivido en Europa da señales de estarse agotando y muestra tasas bajas pero positivas de inflación.
- 13/ El movimiento hacia políticas aún más heterodoxas que la propia expansión cuantitativa (QE) ha encontrado fuertes resistencias desde el sector académico y financiero ya sea por los problemas de *funding gap* que provocan los tipos de largo plazo extremadamente bajos (UEM) en aseguradoras y fondos de pensiones, o por el efecto que los tipos de interés negativos (Japón, Suiza, UK) tiene sobre el margen de intereses del sector bancario.

14/ En su reunión de diciembre de 2016, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito, se mantuvieran sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente. El Consejo de Gobierno sigue esperando que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de sus compras netas de activos. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno ha decidido mantener las compras de su programa de compras de activos en su nivel actual de 80 millardos de euros mensuales hasta el final de marzo de 2017. A partir de abril de 2017, las compras netas continuarán a un ritmo mensual de 60 millardos de euros hasta el final de diciembre de 2017 o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. Si antes de entonces las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el progreso del ajuste sostenido de la senda de inflación, el Consejo de Gobierno prevé ampliar el volumen y/o la duración de este programa. Las compras netas se llevarán a cabo paralelamente a la reinversión del principal de los valores adquiridos en el marco de este programa que vayan venciendo. Para asegurar la continuación de la aplicación fluida de las compras de activos del Euro-sistema, el Consejo de Gobierno decidió introducir modificaciones en algunos de los parámetros del programa de compras de activos. Concretamente, el rango de vencimientos del programa de compras de activos públicos (PSPP) se ampliará haciendo elegibles también activos con vencimientos de un año (antes el mínimo eran dos). El programa de compra de activos (APP) con rentabilidades inferiores al tipo de depósitos serán permitidas, aunque los detalles están aún por conocerse.

15/ Tipo interés aplicable a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantienen sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente.

16/ Incluso suscitó el debate en torno a la monetización del déficit para la impulsar la generación de expectativas de inflación.

17/ Esta visión interpreta que la nueva administración Trump sería, implícitamente, consciente del debate en torno a los límites del crecimiento actual de Estados Unidos (estancamiento secular), de su efecto sobre el sector real y financiero a través de la inflación y los tipos de largo plazo cercanos a cero y de la incapacidad de la política monetaria para resolverlo en el contexto de la *Effective Lower Bound*. Bajo este supuesto, la administración Trump haría suya la corriente global de apostar por medidas de estímulo fiscal que apoyen la re-flación y el crecimiento, así como por la simplificación regulatoria al estilo de un *Reaganomics 2.0*. Sin embargo, obvia las consecuencias que el resto de las medidas va a tener por el lado de la oferta en el medio y largo plazos, ya que perpetúan alguna de las causas del estancamiento secular: caída de la población (políticas anti inmigración), competitividad (sustitución de importaciones y desigualdad) y regresividad fiscal.

18/ Porque los agentes anticipen que el aumento del déficit habrá de ser financiado en el futuro y ahorren; es decir, por Equivalencia Ricardiana.

19/ Dada la distancia existente aún para conseguir su objetivo de inflación y dado el compromiso de apoyo de Draghi a los mercados ante previsible incrementos de la aversión al riesgo (derivados de problemas político/soberano/financieros).

20/ Entorno Financiero Global - Política Monetaria\_22 11 2016.

21/ Expansión cuantitativa. Política de tipos negativos para el mercado monetario, *forward guidance*, anclaje de tipos de la curva e incluso menciones a la monetización de la deuda (*helicopter money*).

22/ Con datos de ICEA.

23/ Con datos de Munich Re, Swiss Re.

24/ Con datos de Swiss Re.

25/ Véase: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-publishes-2016-G-SII-list.pdf>

26/ Véase: [http://ec.europa.eu/finance/insurance/docs/solvency/international/170113-us-eu-joint-statement\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/insurance/docs/solvency/international/170113-us-eu-joint-statement_en.pdf)

27/ Véase: [http://ec.europa.eu/finance/insurance/docs/news/call-for-advice-to-eiopa\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/insurance/docs/news/call-for-advice-to-eiopa_en.pdf)

28/ Véase: [http://ec.europa.eu/finance/insurance/docs/news/160718-letter-guersent-bernardinoetter\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/insurance/docs/news/160718-letter-guersent-bernardinoetter_en.pdf)

29/ Véase: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10557-2016-ADD-1/en/pdf>

30/ Véase: [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2016/personal-pension-framework/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2016/personal-pension-framework/docs/consultation-document_en.pdf)

31/ Véase: [http://ec.europa.eu/finance/insurance/docs/consumers/mediation/160223-idd-faqs\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/insurance/docs/consumers/mediation/160223-idd-faqs_en.pdf)

## **AVISO**

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