

A nighttime photograph of a city skyline. In the foreground, a multi-lane highway curves through the frame, with long-exposure light trails from cars creating vibrant streaks of white, yellow, and red. The background is filled with several tall office buildings, their windows glowing with warm yellow 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

Q1 / 2017

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

© De esta edición:
2017, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org
Tel.: +34 91 602 5221

Abril, 2017.

Servicio de Estudios de MAPFRE

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Elena Martín Benito

Enrico Mendola

María Jesús Michel Warckmeister

Johannes Rojas Díaz

Mónica Lisset Velásquez Roldán

Contenido

Resumen ejecutivo	7
--------------------------------	---

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global: actualización	11
1.2 Balance de riesgos en economías seleccionadas	17
1.2.1 Estados Unidos	17
1.2.2 Eurozona	21
1.2.3 España	25
1.2.4 Alemania	28
1.2.5 Italia	30
1.2.6 Reino Unido	32
1.2.7 Japón	34
1.2.8 Turquía	36
1.2.9 México	39
1.2.10 Brasil	41
1.2.11 Argentina	43
1.2.12 China	45
1.2.13 Indonesia	47
1.2.14 Filipinas	49

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización y previsiones	51
2.1.1 Mercados globales	52
2.1.2 Eurozona	55
2.1.3 España	57
2.1.4 Turquía	57
2.1.5 Estados Unidos	58
2.1.6 Brasil	58
2.1.7 México	59
2.1.8 China	60
2.1.9 Reaseguro	61
2.2 Tendencias regulatorias	61

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas y sectoriales	65
--	----

Índice de gráficas, tablas y recuadros	73
---	----

Referencias	77
--------------------------	----

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2017: actualización al primer trimestre

Durante el cuarto trimestre de 2016 la actividad global continuó acelerándose con tasas de crecimiento trimestrales cercanas a 1%. Si bien existe cierta disonancia entre los datos de encuestas y los datos “duros”, los datos del índice de gestores de compras (PMI), así como los de producción y comercio global (IP y WFI), permiten anticipar un buen pulso económico también durante el primer trimestre de 2017.

En términos anuales, se espera un crecimiento global durante 2017 cercano al 3,1%. Esto supone una leve aceleración con respecto al año pasado, pero dista mucho de los registros anteriores a la crisis global. La actividad económica durante 2017 se sustentará en un mejor desempeño de los mercados desarrollados, en el crecimiento de China, y en algo más de resiliencia respecto de lo anticipado inicialmente por parte de los mercados emergentes. Así, se estima que durante este año los mercados desarrollados crecerán cerca del 1,9%, en tanto que los emergentes lo harían en 4,6%.

Inflación

La dinámica de inflación global apenas ha cambiado respecto a lo que se anticipaba al inicio de este año, si bien se han moderado las expectativas de re-inflación global, liderada por la esperada expansión fiscal en los Estados Unidos y, en términos generales, a nivel global. Aunque la

inflación ha repuntado como consecuencia de algunos efectos base y del ciclo de precios de materias primas, la inflación subyacente permanece contenida en la mayor parte del mundo desarrollado. En un entorno de expectativas de inflación anclada, los efectos energéticos y de la laxitud monetaria pasada, pronto se diluirán. En este contexto se espera, por tanto, una inflación global cercana al 2% a lo largo de 2017.

Balance de riesgos en el escenario central

En general, el escenario central de la economía global (así como los escenarios adscritos a este) no ha cambiado respecto al anticipado al inicio de 2017. No obstante, a partir del desarrollo de la política económica en Estados Unidos (resistencias legislativas y poca certidumbre sobre su proceso de implementación), y de la acumulación de vulnerabilidades globales (apalancamiento global, exuberancia en el precio de activos, riesgos soberano-financieros, etc.), el escenario base para lo que resta de 2017 sesga a la baja los riesgos para el crecimiento y la inflación.

Este escenario de riesgo podría activarse por una mala comunicación de la política monetaria de los Estados Unidos, o bien por la materialización de alguno de los riesgos extremos (de cola) en Europa (ligados al euroescepticismo o a la vulnerabilidad soberano-financiera de algunos Estados miembros de la región). En este sentido, las elecciones en Francia y el desarrollo político en Italia son elementos clave a monitorizar durante los próximos meses.

Política monetaria

Se espera que la Reserva Federal de los Estados Unidos ajuste de manera ordenada su política monetaria con subidas graduales de tipos de interés hasta 2019, alternada con la normalización de su balance solo a partir de finales de 2018. En este contexto, en 2017 se esperan dos subidas adicionales que ubiquen el tipo de interés entre 1,5% y 1,75% a final de año, destacando que la incertidumbre sobre esta previsión es grande especialmente en lo relacionado con la implementación de la política fiscal, el diseño institucional de la regulación financiera e, incluso, por la propia integración de la Reserva Federal en un futuro próximo.

En la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM), la política monetaria permanece inalterada pese a que el panorama de actividad económica e inflación es más benigno. Sin embargo, ha surgido ya el debate sobre la normalización del balance del Banco Central Europeo (BCE), llegándose a plantear la eventual secuencia de dicha normalización: eliminación de tipos negativos, subida gradual de tipos de interés y, finalmente, normalización del balance a partir de finales de 2019. No es aún parte de la comunicación del BCE, pero sin duda ese proceso va a alterar la guía de expectativas del mercado.

Es importante destacar que la comunicación de la normalización del balance del BCE requerirá extremar la cautela, especialmente en un entorno de todavía bajos tipos de interés, fragilidad en las carteras globales, importante estrés financiero aún acrecentado con curvas de tipos de interés cada vez más planas, sobrevaloración de activos, apalancamiento en dólares y la previsible reducción de liquidez en monedas fuertes por la reducción de estímulos.

En el entorno de los principales mercados emergentes, la política monetaria es selectiva y diversa. Turquía y México mantienen un sesgo de endurecimiento de la política monetaria desde la laxitud y para estabilizar su moneda incluso en un entorno de actividad relativamente moderado, mientras que Brasil la suaviza. Los dos primeros han incrementado el

coste medio de financiación por encima de 300 puntos básicos (pbs) y aún es previsible un mayor endurecimiento de la política monetaria. En México, la actividad económica ha mostrado mayores signos de resistencia que los anticipados, lo que permitirá al Banco Central proseguir con la defensa del peso subiendo tipos de interés hasta el entorno del 7%. En China, el Banco Central (PBoC) ha aumentado los tipos de interés desde noviembre, señalando que evita que las condiciones monetarias sean demasiado laxas. Las políticas monetaria y financiera en China seguirán teniendo un sesgo macro prudencial buscando la intervención cambiaria, la corrección y la restricción de excesos, y la estabilización de flujos de cartera. Otros mercados emergentes (Argentina, Filipinas e Indonesia) también verán su política monetaria endurecerse.

Tipos de cambio

Algunos eventos han tenido un impacto considerable en la relación euro-dólar. Las expectativas más alcistas (de actividad, inflación y tipos de interés) en Estados Unidos favorecen la apreciación de dólar, pero la ausencia en la materialización de expectativas de re-flación de manera visible la tamiza. Por su parte, en la UEM, los cambios en el lenguaje del BCE y la reducción de tensiones políticas podrían favorecer la apreciación del euro. El resultado final podría ser el mantenimiento de cierta tendencia depreciatoria del euro, pero más tamizada que antes. Así, se espera un euro cotizando a 1,01 frente al dólar hacia el final de año. El sesgo en este caso, unido a expectativas no cumplidas por parte de la nueva administración federal en los Estados Unidos y a un lenguaje más alcista del BCE, sería a la baja (es decir, de apreciación del euro).

En los principales mercados emergentes, la perspectiva es diversa. En Brasil y Turquía, se espera una mayor depreciación de la moneda local en línea con las vulnerabilidades reales y financieras presentes en estos momentos en ambas economías, las cuales, además, podrían acentuarse ante el desarrollo de la política doméstica. En China, se prevé que la intervención del PBoC buscará la estabilización del renminbi en niveles depreciados hasta finales de 2017.

Para el peso mexicano, por su parte, la perspectiva es de estabilización en torno a los niveles actuales, siempre y cuando los riesgos derivados de su relación con Estados Unidos no se recrudezcan y la política monetaria de la Reserva Federal no se acelere. Para el resto de las monedas, se prevé que, en general, muestren moderadas tendencias deprecatorias contra el dólar, dada la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos y su efecto sobre los flujos de cartera globales.

Riesgos

A nivel global, los riesgos parecen manar del desempeño de la política económica de Estados Unidos, especialmente si se incumplen las expectativas del mercado acerca de su política de re-flación y si los precios de activos (actualmente no alineados con fundamentales) sufren una severa corrección (deuda corporativa, precios suelo comercial, valoración de renta variable). En este sentido, es muy relevante que el proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal sea ordenado y bien comunicado, para no dar lugar a un proceso parecido al *tapering* de 2013 con efectos en las carteras globales.

En Europa, los resultados políticos de las elecciones en Francia podrían configurar un evento sistémico, especialmente si en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales y en las legislativas de junio resulta victorioso un partido euroescéptico.

En los mercados emergentes, por su parte, las vulnerabilidades están unidas al fuerte apalancamiento de corporativos, en algunos casos en dólares. En China, además, el riesgo con implicaciones globales nace de la relación entre el sector inmobiliario, los mercados financieros y la gestión de la política económica. Destaca que se han tomado medidas para enfriar la economía, y algunos procesos de inflación de activos y de volatilidad nominal (tipo de cambio, entre otros) se han apaciguado.

Mercados aseguradores

Por lo que se refiere a la industria aseguradora global, se prevé una aceleración durante los próximos dos años (en línea con las previsiones generales de la actividad económica), siendo los mercados emergentes quienes encabezan ese crecimiento, lo cual es consistente con la relación positiva que existe entre el incremento de las primas globales y el repunte de los tipos de interés e inflación.

Si bien las previsiones para el negocio asegurador global son de aceleración, se confirma que tanto en el segmento de los seguros de Vida como en el de No Vida el desempeño seguirá siendo superior en los mercados emergentes respecto a las economías desarrolladas, debido a su mayor sensibilidad al crecimiento económico dada la existencia de una significativa brecha de protección del seguro.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global: actualización

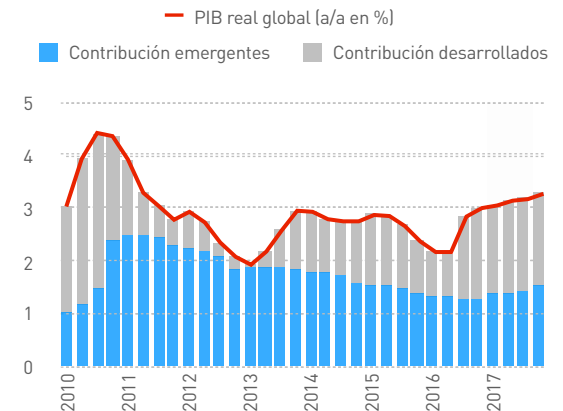
Aspectos generales

El 2016 finalizó, tal y como se esperaba, con una moderada aceleración de la actividad económica que ubica el crecimiento global en el 3,1% para el conjunto del año. Al **crecimiento de la economía global** contribuyeron más de lo anticipado los mercados emergentes (4,1%), mientras que las economías desarrolladas lo hicieron al 1,7%. En conjunto, la actividad se mantuvo aún por debajo del crecimiento de largo plazo de la economía global, tal como se anticipaba en el anterior informe (ver *Panorama Económico y Sectorial 2017*, Enero 2017).

Respecto al **primer trimestre de 2017**, nuestra expectativa es de mantenimiento del momento actual con un crecimiento de los países desarrollados y emergentes de 1,9% y 4,6%, respectivamente. Esto conduciría a un crecimiento total de 3,1%. De igual forma, mantenemos nuestra visión de aceleración muy gradual de la actividad económica a lo largo de 2017-2018. Igualmente, conservamos el escenario central de nuestro informe anterior, aunque la evidencia acerca de la nueva administración federal en los Estados Unidos anula cualquier hipotético sesgo al alza en las previsiones, a la par que el sesgo a la baja se acentúa.

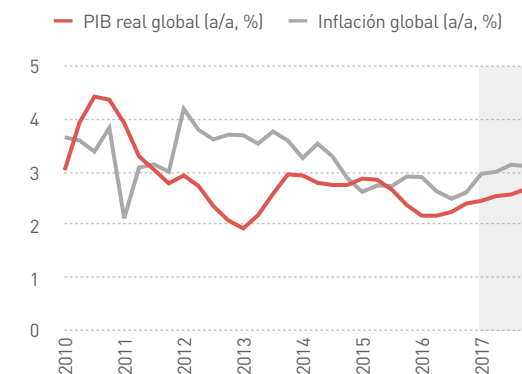
- *Leve aunque muy moderada aceleración de la actividad económica global.*
- *Los mercados emergentes han sido los protagonistas del primer trimestre del año.*

Gráfica 1.1-a
Global: contribución al crecimiento por regiones,
2010-2017



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

Gráfica 1.1-b
Global: crecimiento e inflación, 2011-2016



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

Tendencias relevantes

A inicios de 2017 se ha apreciado cierta disonancia entre, por una parte, las lecturas de los indicadores de confianza (PMIs, confianza consumidores, valoración de la renta variable y deuda corporativa) y, por la otra, lo que por el momento se extrae de datos los formales como la producción industrial y el índice comercial global (véase la Gráfica 1.1-c). Esta disonancia podría estar siendo creada por la **expectativa de re-flación** vinculada a una esperada expansión de la política fiscal tanto en los Estados Unidos como a nivel global.

Sin embargo, las métricas relativas a la re-flación permanecen moderadas: los tipos de interés de largo plazo ven limitado de momento el impulso alcista registrado en el cuarto trimestre de 2016, especialmente en Estados Unidos y en la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM) donde las ganancias registradas en la prima temporal (por plazo) se están diluyendo. Asimismo, el precio de los bonos indizados a la inflación son consistentes con una reversión de las expectativas.

Por otra parte, los flujos de cartera volvieron a países emergentes buscando rentabilidades equivalentes a la estadounidense. En parte, este proceso permitió una leve recuperación y estabilización en niveles depreciados de sus monedas (China y México, mayormente).

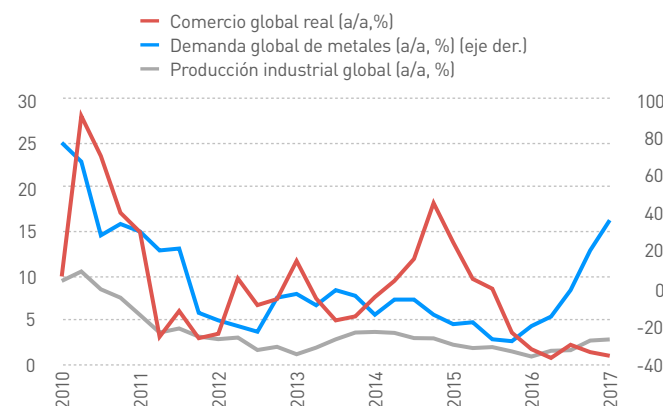
El menor ímpetu en los tipos de interés de largo plazo y la moderación de las expectativas de inflación han contenido, por el momento, parte del impulso apreciatorio del dólar frente al resto de monedas, aunque éste necesariamente proseguirá en línea con las divergencias de política monetaria entre Estados Unidos y el resto del mundo.

A grandes rasgos, la **política monetaria** a nivel global continúa siendo dispar y condicionada por las diferencias en el momento económico de las diferentes economías (mayor en los mercados desarrollados que en los emergentes), las presiones inflacionistas, los flujos de cartera globales, la defensa de la moneda china, las determinaciones de la Reserva Federal de

los Estados Unidos, y otros factores como la complementariedad y viabilidad de una política fiscal más laxa. En general, la divergencia en la intensidad y en el sentido de la política monetaria en los Estados Unidos pone presión en la política monetaria global (véase la Gráfica 1.1-d):

- En **Estados Unidos** continúa el curso de normalización monetaria pero dentro de la gradualidad y extremando la correcta comunicación de sus expectativas sobre inflación y consumo. La reducción de estímulos (tapering) de la Reserva Federal de 2013 recuerda los efectos de una política monetaria mal anticipada por el mercado (volatilidad de tipos de interés y de tipo de cambio, agotamiento de reservas, refugio de flujos de capital y presión a la baja selectiva en determinados activos, apreciación de pasivos, etc.), por lo que resulta muy relevante el enfoque gradualista del FOMC (Federal Open Market Committee) en marzo en el que queda patente el esfuerzo por equilibrar la normalización monetaria con la contención de la volatilidad financiera.

Gráfica 1.1-c
Global: indicadores de actividad global, 2010-2017



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

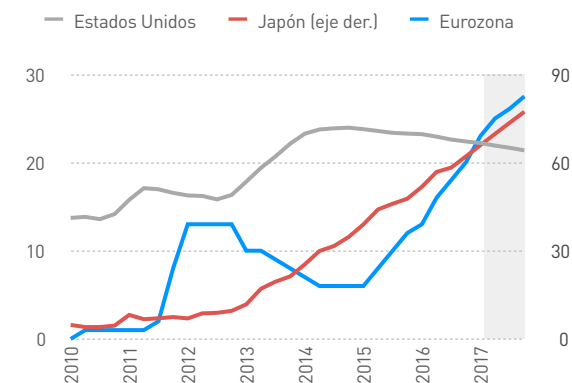
La presidenta de la Reserva Federal, J. Yellen, ha subrayado la necesidad de retirar el “QE_infinity”¹ del ideario de los mercados. Para ello, podrían vislumbrarse subidas graduales de tipos de interés (el consenso anticipa tipos en torno a 1,5-1,75% hacia finales de 2017) seguidos de nuevas subidas de tipos en 2018, pero acompañados de pasos en la normalización del balance de la Reserva Federal, primero con la no reinversión de rentabilidades y, más adelante, con la venta gradual de activos (esperando que el valor de activos en balance pase de 23% a 10% del PIB entre 2019 y 2025).

- La **Eurozona**, el Banco Central Europeo (BCE) se halla más lejos de la normalización y aún garantiza compras de activos a un ritmo de 60 millardos de euros hasta diciembre 2017, el fin de tipos negativos a inicios de 2018 y un hipotético inicio de subidas de tipos en 2019. Aunque no se habla todavía de ventas de activos, el hecho de conocer el cronograma permite identificar la secuencia y anticipar una reducción del balance a partir de 2020, hecho que ha permitido que el mercado acuñe ya el término *eurotapering*, refiriéndose a dicha normalización.

Es importante destacar que la dinámica conjunta de la Reserva Federal y el BCE anticipa (pese a las diferencias en su secuencia) mayor escasez de liquidez global en monedas fuertes a finales de 2019 (el dólar y el euro representan el 85% del total global), con las consiguientes implicaciones que tiene para las empresas en mercados emergentes la financiación en esas divisas.

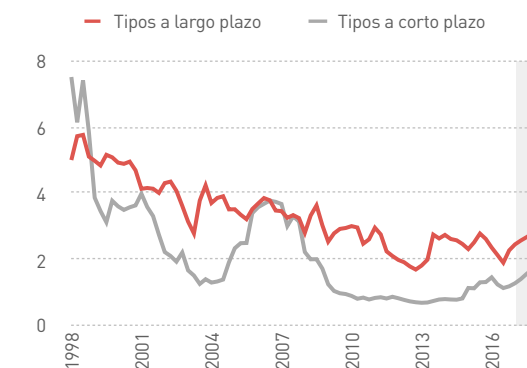
- En **Japón** la política monetaria se ha centrado en garantizar tipos de interés positivos (o cero) en los tramos largos de la curva. Sin embargo, la presión sobre la prima temporal (por plazo) de Estados Unidos pone presión sobre este objetivo y obliga a ventas/compras de bonos japoneses/estadounidenses más agresivas, alterando el yen.
- En el caso de **China**, la política prudente con un ligero sesgo restrictivo para proteger el renminbi ha implicado ventas de *treasuries* de los Estados Unidos, imprimiendo con ello mayor presión al alza para la curva de tipos de interés estadounidense.

Gráfica 1.1-d
Global: balance de bancos centrales (% del PIB), 2010-2017



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

Gráfica 1.1-e
Global: pendiente de la curva global de tipos de interés de corto y largo plazos (%), 1998-2016



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

Curvas planas se añaden a los problemas del sector financiero

Pese al sesgo crecientemente restrictivo de la política monetaria de los Estados Unidos, la **estructura temporal de tipos de interés** mantiene aún un perfil muy poco pronunciado² y dicho perfil, además, se está reduciendo en línea con el aplanamiento de la prima temporal sufrido durante los últimos meses de 2016, pese al esperanzador repunte inicial³.

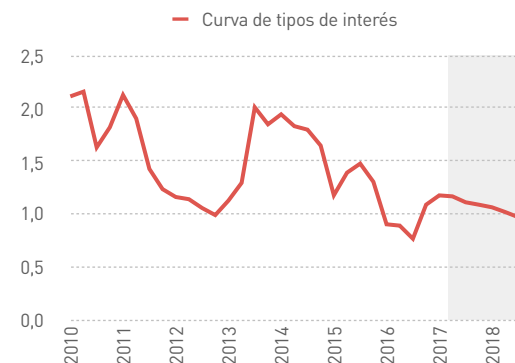
Si bien la política de re-flación está activando moderadamente las expectativas de crecimiento, inflación y tipos de interés, el consenso comienza a admitir que los incrementos paulatinos de los tipos oficiales no se están trasladando proporcionalmente al resto de la curva y, en consecuencia, están provocando un desplazamiento hacia arriba del nivel y no de la pendiente de la curva, lo que añade a los problemas tradicionales de financiación de pasivos del sector financiero un entorno de coste de capital más oneroso. Se trata de una situación similar a la que se vivió en 2005, la cual fue también producida por el efecto del riesgo de duración⁴ (*Duration Risk*) sobre las carteras globales, aunque entonces se debió a la acción del ahorro mayoritariamente chino y hoy parece obedecer a la acción global de los bancos centrales en forma de atesoramiento de *treasuries* de plazos largos.

Ciclo de petróleo y materias primas

Desde que se inició el año, el **crecimiento del precio del petróleo** se ha atemperado ligeramente, pasando de 57 USD/pb en enero, a 52 USD/pb en la actualidad. Sin embargo, el precio del barril de crudo Brent todavía continúa un 43% por debajo del precio registrado en 2014.

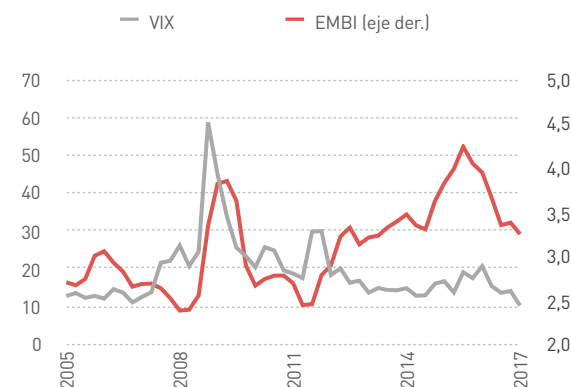
A este respecto, mantenemos nuestras previsiones del trimestre pasado, habida cuenta de que consideramos que 60 USD/pb podría ser el precio de equilibrio de largo plazo al que se ha de converger, y de que las fuerzas que actúan sobre la formación de precios de los hidrocarburos se mantienen (falta de capacidad productiva a precios bajos, inventarios agotándose, aumento de la demanda global y acuerdos de la OPEC sobre cantidades). Por ello, es previsible que el barril de crudo Brent cotice en ese precio (60 USD/pb) a finales de 2018.

Gráfica 1.1-f
Global: pendiente de la curva global de tipos de interés (%), 2010-2018



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

Gráfica 1.1-g
Global: apetito / aversión al riesgo, 2005-2017



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

Vulnerabilidades globales: apalancamiento y exuberancia

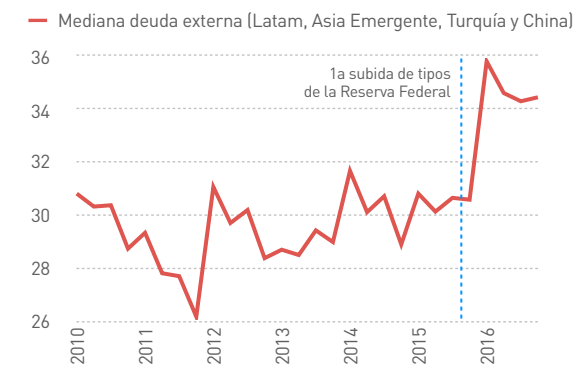
La **deuda global actual**, es decir, la acumulada por todos los agentes (tanto del sector privado como del sector público) se ha incrementado desde 2007 en 70 billones de dólares hasta alcanzar los 215 billones (325% del PIB global) al final de 2016. A este incremento han contribuido los mercados desarrollados en 33 billones (hasta alcanzar 160 billones, equivalente al 390% de su PIB) y los emergentes en 38 billones (hasta alcanzar 56 billones, el 215% de su PIB).

Comparativamente, los mercados emergentes son los que más se han apalancado desde el estallido de la crisis, mientras los desarrollados se desapalancaban. Ello ha ocurrido básicamente en el sector corporativo no financiero que crecientemente se financiaba en los mercados internacionales. Por ejemplo, la emisión de bonos corporativos en moneda local de países emergentes como Turquía, Chile y China fue de 31 millardos de dólares (185% de su PIB) durante 2007-2016, mientras que la emisión de bonos en dólares en ese lapso supuso 7 millardos de dólares (30% de su PIB).

Este fenómeno tiene tres implicaciones relevantes:

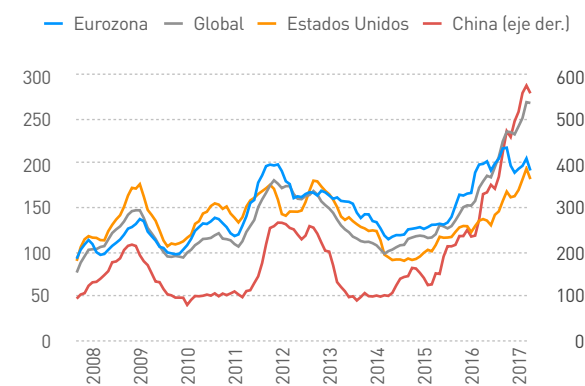
- Por un lado, plantea retos para el alcance en la implementación de la política fiscal, especialmente en un entorno de incrementos de los costes de financiación (por incrementos del tipo de interés global, de la prima de riesgo país y por la apreciación del dólar).
- Por otro lado, acentúa el desapalancamiento del sector corporativo que deberá dedicar crecientes recursos para costear la carga financiera de la deuda en detrimento de la inversión.
- Y por último, en un contexto de deficiente cobertura cambiaria o de debilidad de reservas internacionales, en el canal de flujos de cartera puede provocar que el riesgo cambiario se convierta en riesgo de crédito. En este sentido, el papel de los grandes inversores institucionales (en especial, el sector asegurador) en la estabilidad global de flujos resulta de la mayor importancia (véase el Recuadro 2.1.1-b).

Gráfica 1.1-h
Global: mediana de la deuda externa de
mercados emergentes (% del PIB), 2010-2016



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

Gráfica 1.1-i
Global: índices de incertidumbre de política económica,
2007-2017



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

Además de la vulnerabilidad derivada del apalancamiento, la economía internacional parece exponerse crecientemente a un riesgo derivado de la **exuberancia en la valoración de determinados activos** (renta fija corporativa desvinculada del riesgo de crédito, activos inmobiliarios por encima de fundamentales y renta variable con P/E extremadamente elevados) construido en un contexto de extrema liquidez y apetito por el riesgo que empuja la valoración de determinados activos de manera disonante con los fundamentales. Esta fase de exuberancia pareciera estar ligada a la expectativa de mayor crecimiento, actividad e inflación derivada del proceso de re-flación global. Un desajuste financiero, la alineación de los riesgos de crédito con los fundamentales económicos actuales o una mala comunicación de decisiones de política monetaria de la Reserva Federal pueden actuar como posible detonante de una situación de estrés financiero y económico global. Prueba del riesgo implícito que la disonancia entre fundamentales y expectativas tiene sobre el precio de los activos, se observa al contrastar el precio de las coberturas globales y el índice de aversión al riesgo.

Balance de riesgos

El **balance de riesgos es consistente con lo descrito en nuestro informe anterior**. A corto plazo, identificamos los siguientes. Primero, la posibilidad de una renovación de la noción del “estancamiento secular” a partir de la incapacidad de los Estados Unidos de implementar su política económica tal y como se había anticipado, en un contexto en el que parece haber alcanzado el máximo cíclico posible (actualmente en pleno empleo, 4,5% de tasa de paro), como ha quedado demostrado con la reforma sanitaria y el resto de reformas económicas (véase el Recuadro 1.2.1).

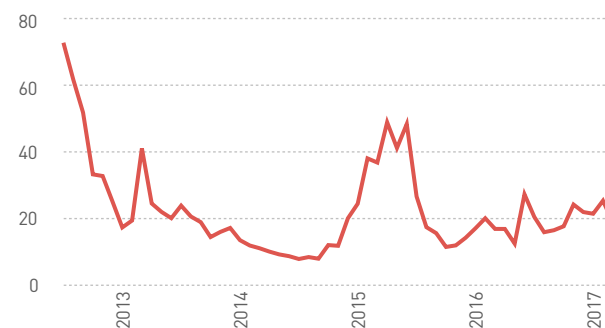
Segundo, problemas en la deuda corporativa de países emergentes (y algunos desarrollados) que impliquen un abultado riesgo de crédito no aflorado, con implicaciones para su financiación y que tenga efectos en el balance de otras entidades, con efectos en el crédito, la actividad económica, la inversión y el empleo.

Tercero, los problemas derivados de la geopolítica (que imprimen mayores *spreads* de riesgo) y con la propia política regional europea y la gobernanza regional. En un contexto de debilidad bancaria de algunos de los países relevantes que no pueden permitirse costes financieros adicionales (Italia) y que imprimen ya un visible riesgo de fragmentación de la Eurozona (véase la Gráfica 1.1-j) pese al retroceso visible del euroescepticismo capitalizado por los partidos populistas (véase la Gráfica 1.2.2-c).

Y cuarto, un riesgo latente de colapso real y financiero en China que, aunque no despreciable, ahora tiene una probabilidad menor al haberse activado medidas macro prudenciales severas para limitar el riesgo de crédito y la exuberancia de activos (medidas que aplican al sector residencial y al financiero).

Casi todos estos son riesgos que han incrementado su probabilidad frente al informe anterior, por lo que aunque el escenario central se mantiene intacto, los riesgos extremos obligan a la cautela.

Gráfica 1.1-j
Eurozona: Índice Sentix (probabilidad de fractura de la UEM),
2012-2017



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

1.2 Balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

Atemperando las expectativas

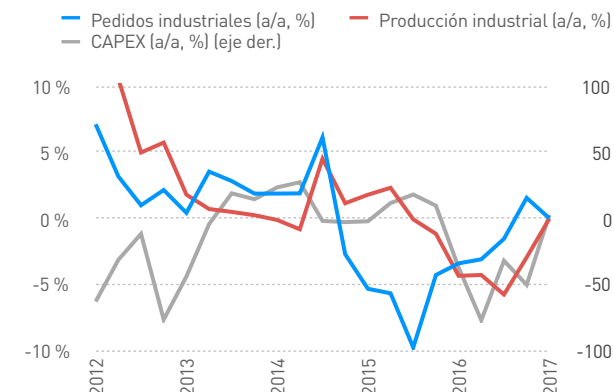
Como se anticipaba en nuestro informe anterior, la economía de Estados Unidos cerró 2016 con un crecimiento del 1,6%, tras registrar el PIB un aumento del 1,9% a/a durante el cuarto trimestre, apoyado fundamentalmente en el consumo privado y en la acumulación de inventarios.

No obstante, se espera que estos factores pierdan fuerza de manera transitoria en primer trimestre de 2017 a consecuencia de un menor dinamismo de la renta disponible real, dado el repunte transitorio de la inflación.

Por su parte, el dato de empleo de marzo (98 mil nuevos empleos vs 131 mil esperados) se explica esencialmente por un menor crecimiento del empleo en ventas minoristas. El dato no es malo ya que es consistente con el nivel actual de empleo (tasa de paro de 14,5%, que es considerada como pleno empleo), pero destaca el moderado crecimiento de los salarios en solo 2,7% (originado por la baja productividad) en un contexto de también moderada inflación.

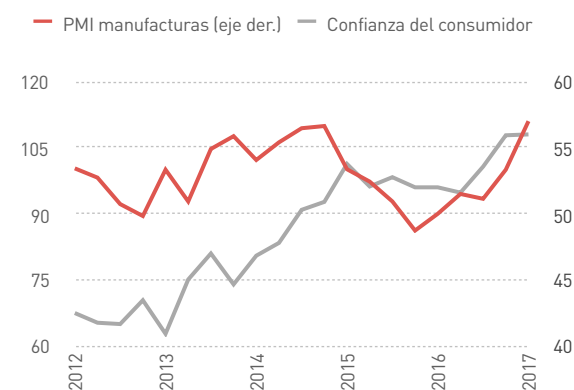
- *Se atemperan las expectativas sobre la política económica de la Administración Trump por las dificultades de implementación, especialmente la política fiscal.*
- *Se mantiene una visión positiva sobre la actividad y el empleo pero apoyada en la demanda doméstica con creciente protagonismo de la inversión.*
- *La Reserva Federal acelera el ritmo de normalización monetaria afianzando la apreciación del dólar.*
- *Los riesgos siguen mostrando sesgo a la baja. El riesgo de un ajuste financiero corporativo podría terminar pesando sobre las variables nominales (dólar y tipos de interés a largo plazo debilitados).*

Gráfica 1.2.1-a
Estados Unidos: indicadores de expectativas (1), 2012-2017



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

Gráfica 1.2.1-b
Estados Unidos: indicadores de expectativas (2), 2012-2017



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

Como contrapeso, cabe esperar un mejor desempeño de la inversión (en equipo y residencial) sostenido en mejores expectativas de inversión, balances corporativos saneados y un panorama energético aún benigno. Los indicadores adelantados (ISM), así como la propia dinámica de la renta variable (con elevados ratios P/E), así parecen anticiparlo. En lo que resta de año, todavía se espera una aceleración de la actividad (2,3% a/a) apoyada en la demanda doméstica gracias a ganancias salariales y de empleo, así como en el comercio exterior.

En general, se observan mayores riesgos a la baja en nuestra previsiones dada la lenta materialización de la política económica de la Administración Trump y, especialmente, las dificultades para activar la política fiscal anticipada inicialmente (véase el Recuadro 1.2.1). En vista del dinamismo en la actividad, el afianzamiento de las ganancias salariales y el repunte de los alquileres y costes sanitarios, es previsible que la inflación se acelere desde el primer trimestre del año registrando tasas consistentes con el objetivo de la Fed (+2%). La aceleración de la demanda e inflación asegurarán la continuidad del proceso de normalización de la política monetaria.

Recuadro 1.2.1
Avance en la implementación de principales
hitos en la agenda de política económica



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

Se espera que la Reserva Federal suba tipos de interés al menos dos veces más en lo que resta de 2017 (+25 pbs cada vez) ubicando la tasa de referencia entre el 1,5% y el 1,75% a final del 2017. Se espera también que en el segundo trimestre se acuerde la forma en que se materializará el proceso de normalización del balance de la Reserva Federal y que éste se inicie a finales de año con la no reinversión de rentabilidades durante gran parte de 2018, para pasar después a la venta de activos en 2019. Esto llevaría los tipos a largo plazo (10-y Tbill) a converger al 2,75-3% a finales de 2018.

Esta previsión (compartida con el mercado) ha provocado un incremento de la pendiente en la curva de tipos de interés (incremento de la prima temporal +50 pbs desde diciembre), aunque en los últimos meses la curva se ha aplanado visiblemente de manera consistente con lo apuntado en la sección global de este informe. Por su parte, el diferencial de política monetaria y el pulso re-flacionista (aunque sea retórico de momento) apuntalan una previsión del dólar que se mantendrá apreciado frente a las monedas de América Latina y a la par con el euro.

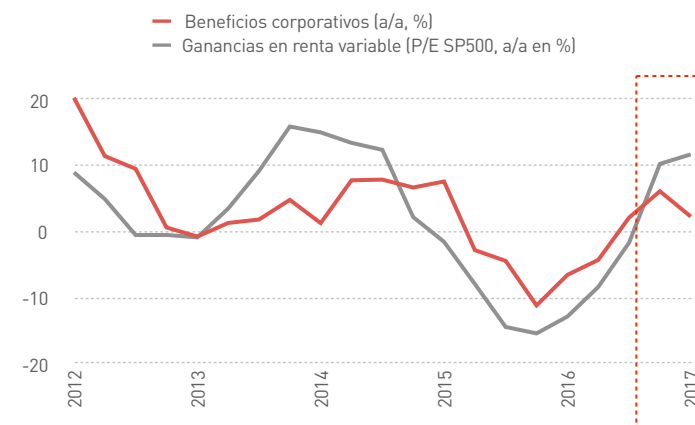
Además de las restricciones para llevar a cabo los planes que sirvieron de base en las elecciones, recientemente una sucesión de hechos obligan a poner atención en la modulación (si no contradicción) de la retórica del Presidente Trump que cambia las prioridades de política internacional, redefine la estrategia comercial, modula las expectativas de reforma fiscal y sanitaria, y devuelve la legitimidad a la Reserva Federal en un intento por adaptarse a la realidad y gestionar las expectativas al término de los 100 días de mandato⁵.

Los riesgos más inmediatos emanan de la incertidumbre respecto a la implementación de la política económica. La intensa actividad ejecutiva del Presidente Trump no ha encontrado correspondencia con la articulación creíble de la política económica, y lo formulado no contiene aún detalles que permitan valorarlo. A la par, la mayoría de las propuestas encuentran resistencia en ambos bandos del Congreso, lo que reduce la probabilidad de su ejecución. Un ejemplo reciente ha sido la derogada propuesta de reforma sanitaria que ha dificultado, además, la articulación de la política fiscal. Adicionalmente, la incertidumbre legislativa y ejecutiva parece justificar el creciente cuestionamiento de la legitimidad política de la nueva administración, así como temores de una pérdida de seguridad jurídica.

A nivel financiero, la preocupación de que la Reserva Federal sucumba a la presión de las expectativas del mercado y acabe subiendo tipos más rápido de lo previsto puede trasladarse a un *overshooting* del tipo de cambio que conviva, sin embargo, con un aplanamiento de la curva de tipos aunque a niveles de tipos de interés elevados. Este último riesgo gana especial

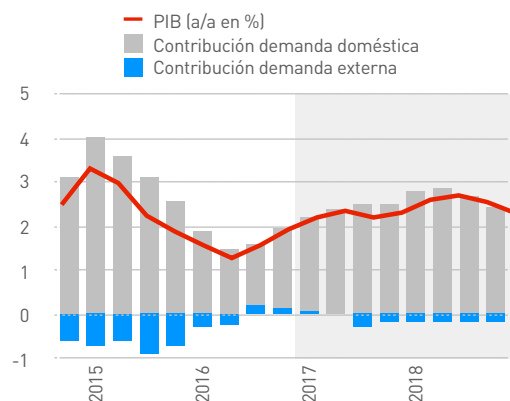
importancia en un momento en que el consenso de analistas comienza a especular sobre la disonancia existente entre el sector real (aún con dinamismo moderado) y la exuberancia encontrada en los mercados financieros. La valoración de la deuda corporativa y de la renta variable encuentra soporte en las expectativas de estímulo fiscal, pero todavía no en la inversión de las empresas.

Gráfica 1.2.1-c
Estados Unidos: desempeño de la bolsa vs corporativos,
2012-2017



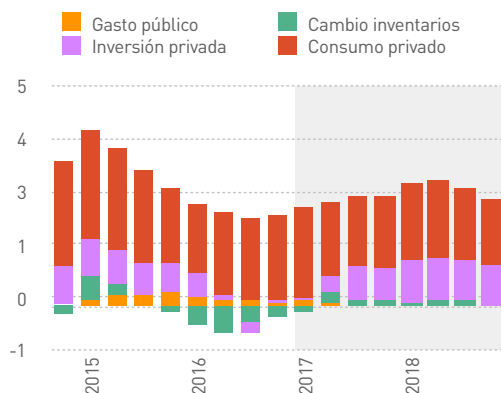
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.1-d
Estados Unidos: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

Gráfica 1.2.1-e
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 1.2.1
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	2,2	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	1,8	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	-0,4	-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	3,1	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 (a/a, final período)	1,9	1,3	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 (final período)	0,13	0,13	0,13	0,17	1,00	1,50	2,00
Tipo 10 años (final período)	1,71	2,75	2,28	2,19	2,09	2,72	3,00
Tipo de cambio vs euro (fin período)	1,31	1,37	1,11	1,13	1,05	1,01	1,04
Crédito privado (% a/a, media)	2,9	7,6	7,7	2,3	3,6	6,2	5,0
Crédito familias (% a/a, media)	-0,4	0,8	2,4	2,5	3,3	5,2	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 base en datos de la Reserva Federal)

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.2 Eurozona

Se mantiene el momento económico y tono acomodaticio de la política monetaria

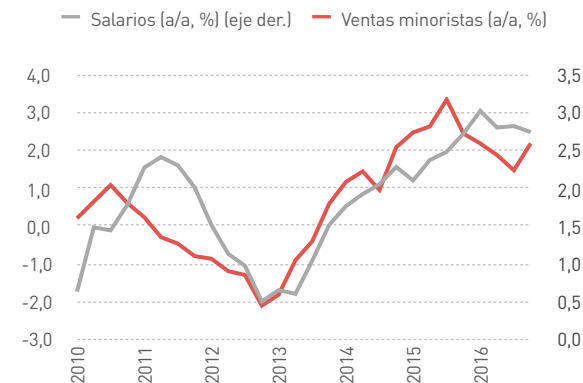
El año 2016 finalizó con un crecimiento anual promedio (1,7% a/a) superior a lo anticipado, gracias a un repunte de la actividad experimentado durante el cuarto trimestre de 2016 (0,5% t/t). Los últimos indicadores adelantados (PMIs y expectativas de consumo, entre otros) anticipan que el "momento" se mantendrá durante el primer trimestre de 2017.

Por otro lado, aunque en adelante se espera una desaceleración gradual que llevará al crecimiento a tasas alineadas con su tendencia de largo plazo, las expectativas de crecimiento son visiblemente superiores a las estimadas el trimestre pasado. Se espera un crecimiento promedio cercano al 1,5% entre 2017 y 2018 como consecuencia de un mejor entorno para la inversión empresarial y de la demanda global.

Durante este año, la actividad se apoyará en la demanda doméstica y, crecientemente, en el sector exterior gracias a la apreciación del dólar y al dinamismo tanto de Estados Unidos y China, como del resto del mundo. La dinámica de la demanda doméstica estará marcada por una sustitución gradual del consumo por la inversión. El consumo perderá vigor dado que se ralentizará el crecimiento de la renta disponible al preverse más moderado el incremento de los salarios nominales que de la inflación en un contexto en el que el recurso al crédito no es sustitutivo de la renta salarial. Las condiciones financieras (aunque favorables) aún no son suficientemente amplias.

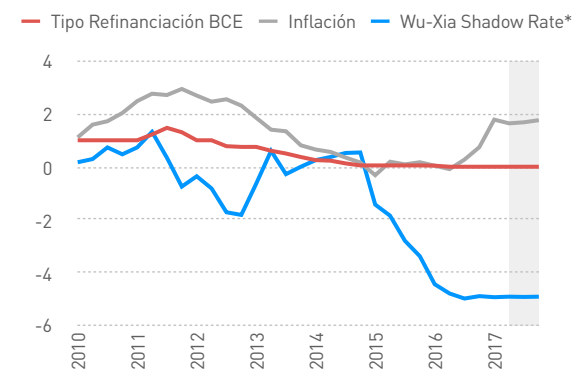
- *La actividad económica mantiene su pulso. Revisamos al alza nuestras previsiones para 2017-2018.*
- *Política monetaria inalterada al menos hasta finales de 2018, pero el "eurotapering" ya se ha planteado.*
- *El riesgo político parece emerger como el mayor y más inminente, pero de momento no es el escenario central.*

Gráfica 1.2.2-a
Eurozona: renta y venta minorista, 2010-2016



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

Gráfica 1.2.2-b
Eurozona: inflación y política monetaria (condiciones monetarias totales), 2010-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)
* Tipo de interés equivalente a la política monetaria actual (QE + tipos)

La inversión, sin embargo, se verá favorecido por el agotamiento de la capacidad instalada (la inversión ha sido débil desde la crisis financiera), la cual requerirá mayor inversión en un contexto de elevado ahorro corporativo por beneficios retenidos, y un mayor y mejor acceso a la financiación, tanto bancaria como en los mercados mayoristas, especialmente en un contexto en el que el sector corporativo ha reducido sustancialmente sus niveles de endeudamiento.

Por su parte, la inflación repuntó durante los últimos meses, dejando atrás los temores deflacionarios del pasado. El repunte fue en su mayor parte debido a factores transitorios mientras que la inflación subyacente y las expectativas de inflación se mantienen ancladas. Como en el último trimestre de 2017, se espera que la inflación converja lentamente al objetivo del 2% establecido por el Banco Central Europeo (BCE) a lo largo de los dos próximos años. A finales de 2017, se estima que la inflación todavía se situará por debajo del umbral del 2%.

De otra parte, las medidas de política económica permanecen orientadas a apoyar al crecimiento. La política monetaria mantiene los tipos de interés a cero y el programa de compras soberanas del BCE en los 60 m.M de euros hasta diciembre. En este sentido, es de destacar que el cambio de lenguaje del Presidente del BCE, Mario Draghi, podría anticipar un sesgo menos acomodaticio de la política monetaria en el futuro; el “tapering” del BCE ya se encuentra en el ambiente del mercado. Aun así, no se prevé el inicio de la normalización de la política monetaria en la Eurozona sino hasta finales de primer trimestre de 2018, en tanto que el inicio de subidas de tipos de interés podría ocurrir hasta al menos mediados del 2019. Antes del inicio del “tapering”, sin embargo, será necesario corregir la política actual de tipos de interés negativos en la facilidad marginal de depósitos (*one off*).

Por otro lado, el programa de compras de bonos corporativos del BCE (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) iniciado hace ya un año, se ha traducido, en términos generales, en un abaratamiento del capital a la vez que ha permitido que el crédito fluya hacia entidades financieramente saneadas, lo que parece estar apoyando a la inversión en la zona.

La política fiscal en la Eurozona (Plan Junker, planes nacionales, etc.) permanece neutra, sin cambios frente al trimestre pasado, aunque el próximo ciclo político podría acentuar un sesgo al alza (Macron en Francia, Rajoy en España, etc). Con base en lo anterior, es posible ratificar la previsión en el sentido de que el apoyo fiscal estimulará el crecimiento del PIB (impulso fiscal) en el entorno de +50 bps a lo largo de los dos próximos años.

Atenuado el riesgo deflacionario, el mayor reto al que se enfrenta la Eurozona radica en la relación entre la gobernanza regional, el avance de los populismos rupturistas y los problemas soberano-financieros, que si bien tienen una naturaleza idiosincrática, pueden ser el catalizador de un evento con consecuencias sistémicas como casi se produce en el año 2011.

En este sentido, se mantiene aún la división de visiones (“Rhine Divide”⁶) acerca de la naturaleza, política económica y carácter mutual de la Eurozona, lo que sigue constituyendo un factor que dificulta la articulación de reformas estructurales clave (unión bancaria y fiscal, entre otras) y la unidad en la implementación de una política económica inclusiva.

Lo anterior es un elemento que podría seguir legitimando el avance de los partidos euro-escépticos. Además, en un contexto de elevada vulnerabilidad real y financiera, esa retórica acentúa la percepción del riesgo de los mercados. El reflejo de esto último se tiene en el incremento del *spread* soberano y de los CDS de la mayor parte de los países de la región. Su incremento encarece los costes de financiación y esto, unido a una mala comunicación de la política monetaria en un contexto de debilidad bancaria (como es el caso de Italia), podría provocar un problema de liquidez que se traduzca en una crisis de solvencia y estabilidad del sistema financiero con las consecuentes repercusiones en el sector real de la economía; más aun, en un contexto en el que la política monetaria parece haber tocado sus límites.

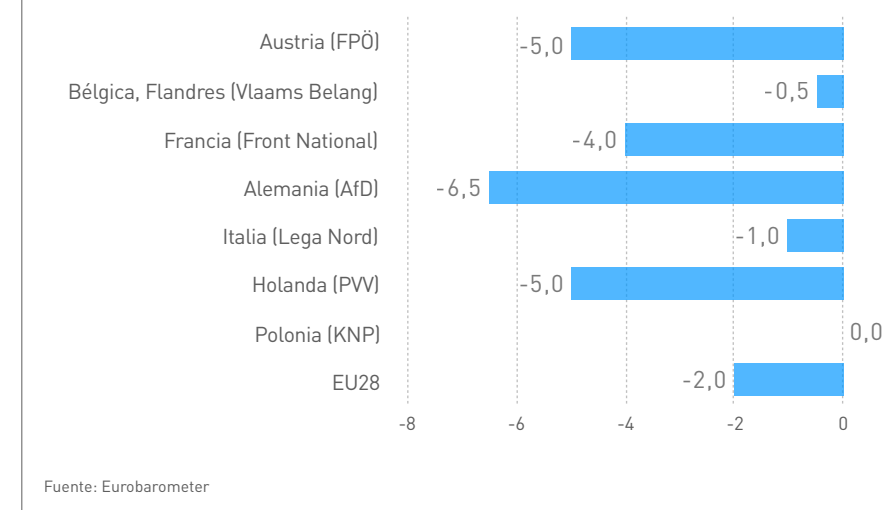
A pesar de todo lo anterior, el proceso de re-flación global y de aceleración de la actividad económica han aliviado las tensiones financieras regionales y consolidan la recuperación paulatina de la ocupación y el crecimiento salarial, restando argumentos a los populismos europeos. Por otro lado, el Brexit podría haber sido la necesaria llamada de atención para que los miembros de la Eurozona franquicien sus responsabilidades en favor de la gobernanza regional. Quizás el Brexit y el “no” a la reforma constitucional italiana hayan marcado el cenit del auge de los populismos en Europa. En diciembre de 2016, el “euroescepticismo contaba con un 25% de electorado favorable a partidos “euroescepticos”; cinco meses más tarde este apoyo se ha reducido hasta el 20%. El índice Sentix de vulnerabilidad de la Eurozona, que mide la probabilidad de ruptura, ha corregido desde diciembre visiblemente (véase la Gráfica 1.1-j).

Por tanto, el riesgo en Europa estará unido al ciclo político y a la próxima dinámica legislativa de la región. Desde el 29 de marzo, el Brexit está activado y ha comenzado una dilatada fase de negociación en el que ambas partes (la Unión Europea y el Reino Unido) tienen estrategias de negociación que, además de dilatar el acuerdo, acercan la solución más probable a una salida tipo OMC, lo que sin duda incrementará la volatilidad financiera a lo largo de los próximos meses, máxime en un contexto de cambio de presidencia del Eurogrupo y de renovación de las tensiones con Grecia (se cumplen vencimientos importantes de su deuda durante la segunda mitad de año).

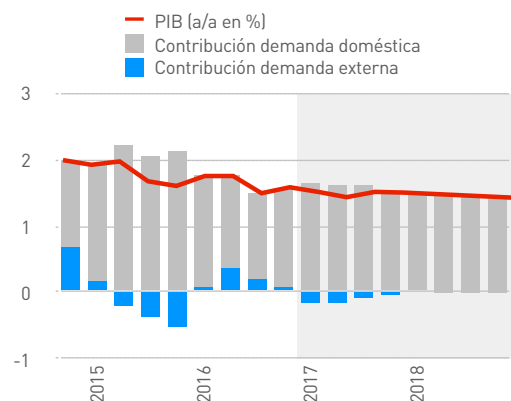
Al mismo tiempo, tras las elecciones en Austria (diciembre) y en Holanda (marzo), se perfilan las elecciones en Francia (parlamentarias, 18 de junio), en Alemania (24 de septiembre) y en Italia (segunda mitad de 2017), y aunque se prevé que en ninguna de ellas saldrá victorioso un partido euroescéptico, tampoco parece viable que gane por mayoría absoluta ningún partido del *establishment*, lo que obligará a la creación de alianzas más o menos inestables que a corto plazo pueden dificultar gobernanza de la región. En particular, en Francia, aunque los mercados anticipan la victoria parlamentaria a E. Macron⁷, presiones externas (política mediática o

terrorista) y mayor fatiga económica, podrían llegar a favorecer a LePen. Una victoria parlamentaria de LePen tendría consecuencias sistémicas dada su intención de abandonar el Euro⁸, pero por el momento este no es nuestro escenario central. En línea con esta previsión, se espera una corrección gradual de los CDS y prima de riesgo francesa, entre otros. Se ha podido comprobar cómo la fragmentación política puede traducirse en soluciones no óptimas desde el punto de vista de la gobernabilidad.

Gráfica 1.2.2-c
Eurozona: Euroescepticismo en Europa
(% variación intención de voto sobre encuestas de enero)

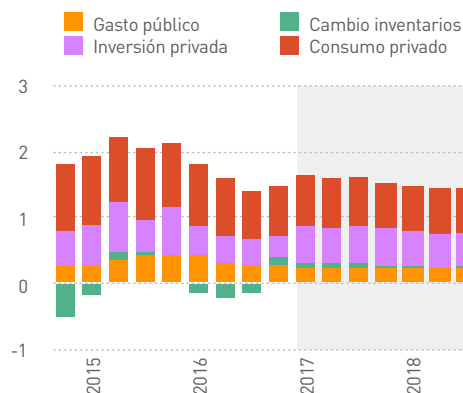


Gráfica 1.2.2-d
Eurozona: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

Gráfica 1.2.2-e
Eurozona: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	-0,9	0,8	1,6	1,8	1,7	1,5	1,5
Contribución de la demanda doméstica	-2,0	0,8	0,8	2,0	1,5	1,6	1,5
Contribución de la demanda externa	1,1	-0,1	0,7	-0,2	0,2	-0,1	0,0
Contribución del consumo privado	-0,7	0,2	0,8	1,0	0,8	0,7	0,7
Contribución de la inversión	-0,9	0,1	0,1	0,6	0,4	0,6	0,5
Contribución del consumo público	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	-2,0	0,9	1,3	2,1	1,5	1,7	1,5
Consumo total (% a/a, media)	-0,9	0,4	1,3	1,8	1,5	1,3	1,2
Inversión (% a/a, media)	-4,1	0,7	1,7	3,3	2,0	2,7	2,5
Exportaciones (a/a en %)	1,0	1,4	2,9	1,8	1,2	1,3	1,3
Importaciones (a/a en %)	0,1	-1,5	-1,5	-3,3	-1,0	-1,4	-1,3
Tasa de paro (final período)	12,1	11,6	11,0	10,1	9,4	9,0	8,7
Inflación (a/a, final período)	1,4	0,6	0,2	-0,1	1,6	1,5	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-3,3	-2,8	-2,3	-1,9	-1,6	-1,4	-1,2
Balance comercial (% PIB)	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,9	2,1	2,9	3,2	2,8	2,5	2,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,60	0,23	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo 10 años (final período)	2,82	2,22	1,28	0,88	1,40	1,74	2,02
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,31	1,37	1,11	1,13	1,05	1,01	1,04
Crédito privado (% a/a, media)	12,3	12,4	12,5	12,5	12,6	12,6	12,6
Crédito familias (% a/a, media)	-0,3	-0,6	0,4	1,3	2,5	3,3	3,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,3	-1,5	4,9	3,5	-0,3	0,0	1,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,6	-2,8	16,2	4,8	-0,0	0,9	1,6

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

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.3 España

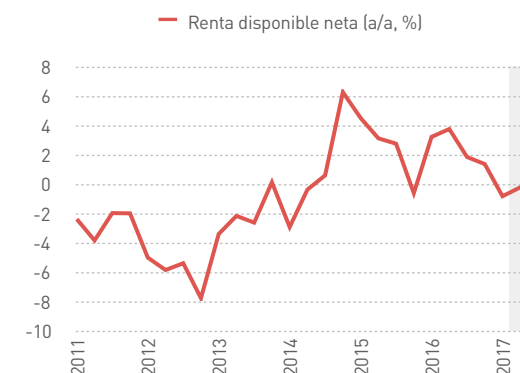
Vientos de cola se mantienen, pero de forma moderada

Durante el cuarto trimestre de 2016 el PIB creció un 0,7% t/t, gracias al impulso de la demanda doméstica, que se vio favorecida por un crecimiento de los salarios reales. También creció sustancialmente el sector exterior, especialmente la exportación de servicios, pero el fuerte crecimiento de las importaciones suavizó su contribución. Durante el primer trimestre de 2017 aún se espera que se mantenga el impulso pero este se suavizaría a lo largo del año como consecuencia de la reducción de los vientos de cola experimentados hasta ahora. Dicha suavización del crecimiento es, sin embargo, más leve de lo anticipado el trimestre pasado, por lo que esperamos que el crecimiento sea cercano al 2,5% durante el 2017 (lejos del máximo registrado en 2015 y 2016).

- *Menores vientos de cola y moderación del crecimiento basado en el consumo (mayores costes financieros y menor crecimiento de salarios reales).*
- *Sustitución gradual del consumo por inversión.*
- *Corrección muy lenta de las vulnerabilidades reales y financieras (apalancamiento familiar, paro estructural y cuentas públicas).*

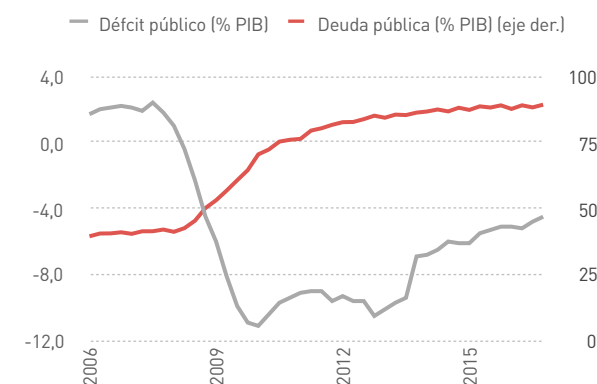
Se espera una desaceleración del consumo debido al agotamiento del crecimiento de la renta salarial real, al preverse incrementos salariales inferiores a la inflación que puntualmente repuntará por los efectos retrasados del precio de las materias primas y la depreciación del euro registrada a finales del año pasado. También se espera una moderación del consumo público durante el 2017 (aunque matizada por los planes recientemente anunciados por el gobierno sobre el empleo público). Parte del menor dinamismo del consumo será compensado con un mayor vigor en la inversión, especialmente en el sector residencial, que contrarrestará cierta atonía en la inversión en equipo. La reducción del stock de vivienda, las aún laxas condiciones financieras (tipos y *spreads* bajos) y el apoyo institucional al crédito, unido al vigor de las transacciones de viviendas y aumento del precio de la vivienda nueva, aportará un crecimiento sustancial a la inversión en construcción.

Gráfica 1.2.3-a
España: crecimiento de la renta real, 2011-2017



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

Gráfica 1.2.3-b
España: cuentas públicas, 2006-2016



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

Por el lado de la demanda externa, el panorama exterior es positivo dada la depreciación del euro y el mayor dinamismo global, especialmente dentro de la propia Eurozona, en los Estados Unidos y en China (juntos +65% del mercado español); todo ello, en un contexto en el que, además, las tensiones sociales exteriores han venido favoreciendo la exportación de servicios (turismo).

El efecto del Brexit y la depreciación de la libra esterlina no ha repercutido en la exportación hacia el Reino Unido (8% del total), evidenciando de esa forma el éxito de los instrumentos de cobertura (precios prefijados, coberturas cambiarias, etc).

Por otra parte, revisando los vientos de cola que habían venido favoreciendo el desempeño de la economía española, se espera que, aunque se atenúen, permanezcan a lo largo de 2017:

- a) El Brent se mantiene por el momento 43% por debajo del nivel de 2014, con cierto margen al alza (se espera se sitúe en el entorno de 57-58 USD/b hacia el final del año).
- b) El euro rozará la paridad con el dólar a lo largo del año, solamente para comenzar a revertir a lo largo de 2018.
- c) Las condiciones financieras laxas se mantendrán: bajos tipos de interés, *spreads* soberanos contenidos, mejores *spreads* de crédito (gracias a la mejor situación del sector financiero con NPLs ligeramente por encima de 9% y balances más saneados en general) y mejores condiciones de crédito.
- d) Se incrementará el dinamismo de la demanda global (aunque aún moderado si se compara con recuperaciones anteriores)

La inflación repuntó a finales de 2016 e inicios de 2017 debido al comportamiento del precio del petróleo y otras materias primas, pero las expectativas se mantienen bien ancladas y no se esperan efectos de

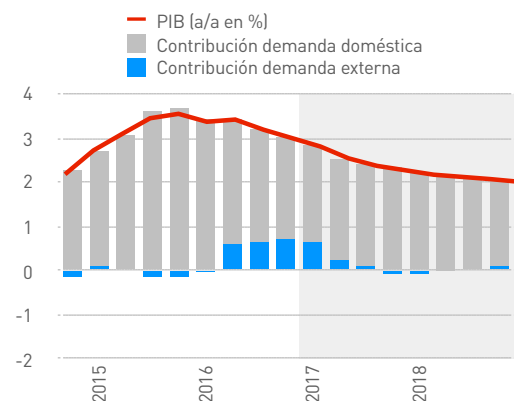
segunda ronda. Así, la inflación no superará, en media, el 2% a lo largo del año.

Por otra parte, las vulnerabilidades de la economía española se corrigen muy lentamente. La mayor actividad económica continuará contribuyendo a la ocupación y a la participación, por lo que estimamos que la tasa de paro convergerá al 17% en 2017. A pesar de que el esfuerzo ha sido considerable desde la crisis (la tasa de paro se ha reducido casi 10 puntos porcentuales), los problemas estructurales perduran. La tasa de paro que proyectamos para el final del periodo coincide con la expectativa de tasa de paro estructural para esa fecha, lo que agotaría la capacidad de ajuste de la economía de no realizarse reformas estructurales de calado. La familias continúan necesitando desapalancarse, lo que limitará el consumo y el ahorro, y el saneamiento de los balances del sector financiero no está terminado aún.

Por lo que se refiere a la política fiscal, el déficit en 2016 fue del 4,4%, por encima de los límites establecidos por Bruselas, a pesar de que el impulso fiscal fue modesto. El objetivo del actual gobierno de un déficit del 3,1% es un propósito creíble pese a los últimos movimientos del objetivo actual ("des-interinizar" empleo público).

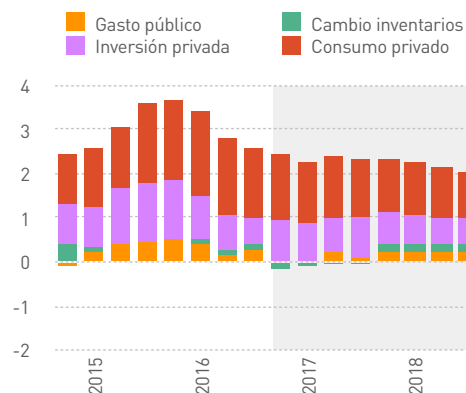
Aunado a lo anterior, la incertidumbre de política económica, los problemas de gobernanza territorial y otros temas relacionados continúan pesando sobre la actividad de la economía española, aunque menos que en el pasado (se estima detrajeron casi 0,5 puntos porcentuales del PIB en 2016). Las resistencias ligadas a un gobierno sin mayoría se centran especialmente en la incapacidad de activar reformas estructurales; cuestión particularmente relevante a la hora de elevar la productividad de determinados sectores que contribuyen al PIB.

Gráfica 1.2.3-c
España: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

Gráfica 1.2.3-d
España: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

Tabla 1.2.3
España: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	-2,9	-1,7	1,4	3,2	3,2	2,5	2,1
Contribución de la demanda doméstica	-4,9	-3,1	1,3	3,2	2,8	2,3	2,1
Contribución de la demanda externa	2,0	1,4	0,1	-0,0	0,5	0,2	0,1
Contribución del consumo privado	-2,0	-1,7	0,9	1,6	1,7	1,3	1,1
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)	-5,0	-3,1	1,9	3,4	2,9	2,4	2,2
Consumo total (% a/a, media)	-3,8	-2,8	1,1	2,6	2,6	2,0	1,8
Inversión (% a/a, media)	-8,6	-3,4	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	-1,1
Tasa de paro (final período)	25,8	25,7	23,7	20,9	18,6	17,2	16,2
Inflación (a/a, final período)	3,1	0,1	-0,5	-0,3	1,0	1,4	1,4
Balance fiscal (% PIB)	-10,3	-7,1	-6,0	-5,2	-4,5	-3,2	-2,7
Balance comercial (% PIB)	-2,8	-1,4	-2,2	-2,0	-1,3	-0,9	-1,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,3	1,5	1,0	1,4	1,9	1,2	1,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	0,37	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00
Tipo 10 años (final período)	5,57	4,16	2,00	1,71	1,31	2,17	2,52
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,31	1,37	1,11	1,13	1,05	1,01	1,04
Crédito privado (% a/a, media)	-7,9	-4,2	-3,1	-2,4	-2,0	-0,8	-0,4
Crédito familias (% a/a, media)	-3,9	-5,1	-4,9	-3,8	-1,2	4,9	3,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,4	-9,2	-5,1	-4,0	-1,0	4,8	1,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,0	-17,4	-11,4	-5,3	-27,3	-18,2	-18,6

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

Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información

1.2.4 Alemania

Se mantiene el dinamismo pero a un ritmo menor

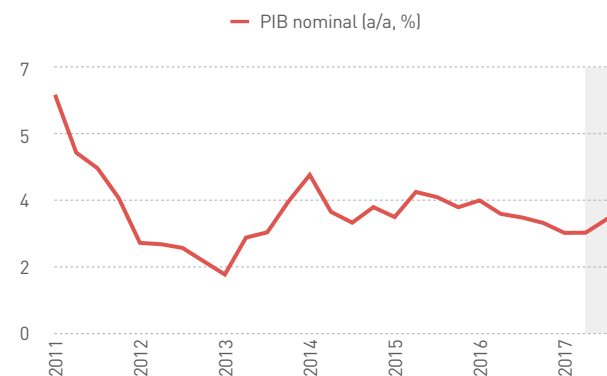
La actividad de la economía alemana finalizó 2016 con un marcado dinamismo que se prevé habrá de mantenerse también durante el primer trimestre de 2017. El vigor de la demanda doméstica se apreció no solo en el consumo y la inversión, sino también en las importaciones, lo que restó capacidad de contribución al sector exterior. El dinamismo de la demanda doméstica se explica por el buen desempeño de la actividad en un contexto de alta ocupación e inflación contenida, lo que aseguró el crecimiento de la renta salarial real durante la segunda mitad de año. Sin embargo, a medida que el soporte de la baja inflación se diluya re-emergerán algunas de las cautelas que tradicionalmente mantienen contenida la demanda doméstica dado un previsible menor dinamismo en el crecimiento real de los salarios. Por otro lado, también es de esperar menor gasto corriente y de capital del Estado y este no será sustituido totalmente por el dinamismo del sector privado. La inversión, muy ligada a beneficios retenidos de años anteriores (ahorro corporativo), ya ha vivido su momento de mayor dinamismo y se ralentizará paulatinamente. Se espera un crecimiento cercano al 1,5% durante el

- *El año 2016 marcó el mayor dinamismo desde la salida de la crisis, pero éste se atemperará en 2017-2018.*
- *La baja inflación dejará de ser un factor de apoyo y pesará sobre la dinámica de los salarios reales, limitando el consumo y parcialmente la inversión.*
- *El sector exterior mantendrá el dinamismo abundando en superávit de la cuenta corriente y contribuyendo a tipos de interés de largo plazo diferencialmente menores que en el resto de la Eurozona.*

próximo año en el que la demanda doméstica será aún el principal contribuidor.

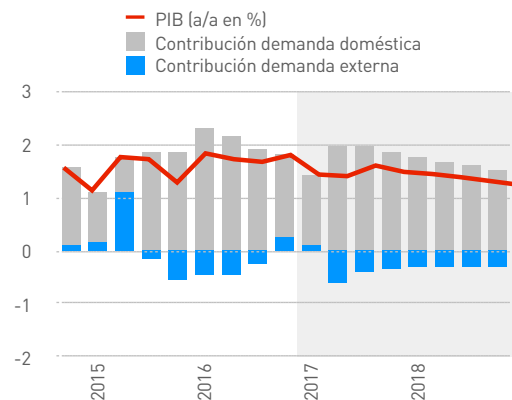
Un mercado laboral ajustado y un tipo de cambio más depreciado que durante 2016 anticipan tasas de inflación superiores a lo vivido hasta ahora. Efectos de segunda ronda por ajustes salariales están, sin embargo, descartados. Alemania mantendrá un superávit por cuenta corriente aún abultado (cercano al 7% del PIB), lo que apuntala su posición exterior positiva, la atracción de flujos de capital y tipos de interés de largo plazo por debajo de los del resto de la Eurozona. Políticamente, en las elecciones generales del 24 de septiembre, pese al surgimiento de grupos populistas, no se prevé un escenario de riesgo. La candidatura del socialdemócrata Martin Schultz le mantiene cercano a la coalición con Merkel, especialmente en lo que se refiere a las relaciones exteriores y con Estados Unidos. El único riesgo de gobernabilidad sería una coalición SPD+Verdes+ExComunistas, pero en ningún caso se cuestiona el Euro.

Gráfica 1.2.4-a
Alemania: crecimiento nominal del PIB, 2011-2017



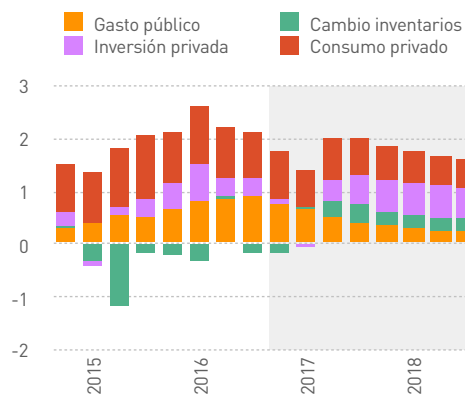
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.4-b
Alemania: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

Gráfica 1.2.4-c
Alemania: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	0,7	0,6	1,6	1,5	1,8	1,5	1,4
Contribución de la demanda doméstica	-0,7	0,9	0,8	1,3	2,0	1,8	1,6
Contribución de la demanda externa	1,4	-0,3	0,8	0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Contribución del consumo privado	0,7	0,5	0,5	1,1	1,0	0,7	0,6
Contribución de la inversión	-0,0	-0,2	0,4	0,2	0,4	0,4	0,6
Contribución del consumo público	0,2	0,2	0,2	0,5	0,8	0,5	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	-0,8	1,0	1,4	1,4	2,2	1,9	1,8
Consumo total (% a/a, media)	1,3	1,0	1,0	2,1	2,4	1,6	1,1
Inversión (% a/a, media)	-0,1	-1,0	3,5	1,2	1,9	1,9	2,9
Exportaciones (a/a en %)	1,6	0,9	2,1	2,0	1,0	0,9	1,1
Importaciones (a/a en %)	-0,1	-1,3	-0,8	-3,1	-1,3	-1,2	-1,4
Tasa de paro (final período)	6,8	6,8	6,6	6,3	6,1	5,9	5,9
Inflación (a/a, final período)	2,0	1,3	0,5	0,3	0,9	1,8	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-0,0	-0,2	0,3	0,7	0,5	0,1	-0,0
Balance comercial (% PIB)	7,3	7,6	7,8	8,5	8,7	7,8	7,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	7,1	6,8	7,4	8,4	8,8	7,1	6,4
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	0,37	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00
Tipo 10 años (final período)	1,42	1,80	0,78	0,57	0,16	0,60	0,95
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,31	1,37	1,11	1,13	1,05	1,01	1,04
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	0,8	1,1	1,9	3,0	3,7	3,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,1	0,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	0,8	-0,4	0,3	0,2	-0,1	-0,5	-0,2

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

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.5 Italia

Mejores signos de actividad, panorama político más complejo

En general, la economía italiana muestra síntomas de recuperación. La actividad económica se expandió cerca de 0,9% en 2016 y aparenta cierta resiliencia en el 2017-2018.

Se espera que la economía crezca de nuevo en el entorno del 1%, que resulta satisfactorio si se le compara con su desempeño desde el final de la crisis. En 2016, el mayor dinamismo de la economía se debió fundamentalmente a la demanda doméstica y, en especial, a la inversión. Indicadores adelantados como los PMIs anticipan que el momento en la actividad se mantendrá durante el primer trimestre de 2017.

Una mayor inflación y el incremento de la incertidumbre política pesarán sobre la renta disponible real, por un lado, y sobre la confianza del consumo y empresarial, por el otro, atenuándose el ímpetu de la demanda doméstica durante 2017. El sector exterior, sin embargo, compensará en parte dicha tendencia.

Con respecto al balance de riesgos, la incertidumbre política en Italia se mantiene elevada y la probabilidad de que se celebren elecciones legislativas este año ha aumentado desde el “no” en el referéndum

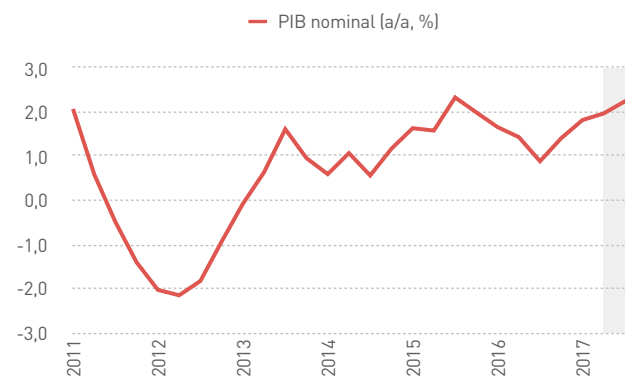
- *Los signos de recuperación se mantienen en 2017 apuntalando un crecimiento cercano al 1% durante los próximos dos años.*
- *El crecimiento será, sin embargo, débil y condicionado al desempeño político.*
- *La probabilidad de un escenario político fragmentado tras unas elecciones adelantadas gana terreno, pero no es el escenario central.*

constitucional de finales de año pasado. Un resultado en el que se favorezca la mayoría proporcional aumentaría todavía más la incertidumbre, dado que cualquier coalición dentro del fragmentado panorama político que tendría lugar tras las elecciones sería inestable.

Dentro de esta fragmentación, el liderazgo del Movimiento Cinco Estrellas y de la Liga Norte (después de la descomposición del Partido Demócrata), sin duda sumará incertidumbre al proceso político. El Movimiento Cinco Estrellas es un partido euroescéptico y podría liderar una coalición orientada a abandonar el Euro. Pese a ello, se espera una coalición más centrada y Europeísta.

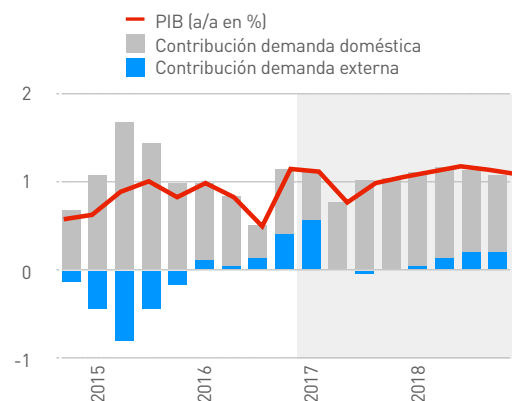
En un contexto en el que, además, el sector bancario y el riesgo soberano experimentan crecientes tensiones, la incertidumbre política abundará en la corrección al alza del costo de la financiación externa (aumento de tipos).

Gráfica 1.2.5-a
Italia: crecimiento nominal del PIB, 2011-2017



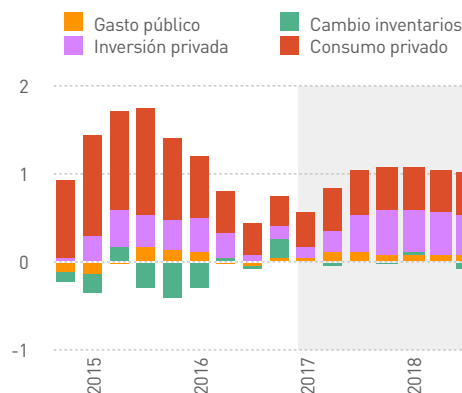
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.5-b
Italia: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

Gráfica 1.2.5-c
Italia: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	-2,7	-0,4	0,3	0,8	0,9	1,0	1,1
Contribución de la demanda doméstica	-4,8	-0,5	0,3	1,3	0,7	0,9	1,0
Contribución de la demanda externa	2,1	0,1	0,0	-0,5	0,2	0,1	0,2
Contribución del consumo privado	-2,2	-0,5	0,6	1,1	0,5	0,5	0,5
Contribución de la inversión	-1,6	-0,7	-0,3	0,4	0,2	0,3	0,5
Contribución del consumo público	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	-4,8	-0,5	0,4	1,3	0,7	0,9	1,0
Consumo total (% a/a, media)	-2,9	-0,8	0,5	1,4	0,6	0,7	0,7
Inversión (% a/a, media)	-8,7	-4,2	-1,5	2,1	1,3	1,9	2,6
Exportaciones (a/a en %)	0,5	0,5	1,3	0,4	0,6	0,7	1,0
Importaciones (a/a en %)	1,5	-0,4	-0,8	-1,6	-0,6	-0,7	-0,8
Tasa de paro (final período)	12,1	12,4	12,2	11,6	11,5	11,3	10,9
Inflación (a/a, final período)	1,2	0,5	0,1	-0,4	1,5	1,1	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-2,8	-2,9	-2,9	-2,4	-2,5	-2,1	-1,7
Balance comercial (% PIB)	1,4	2,1	2,6	2,9	2,8	2,5	2,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,4	1,3	1,8	2,3	2,5	2,6	2,4
Tipo de interés oficial (final período)	0,60	0,23	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo 10 años (final período)	4,20	3,01	1,81	1,40	2,50	3,16	3,35
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,31	1,37	1,11	1,13	1,05	1,01	1,04
Crédito familias (% a/a, media)	-1,2	-1,4	-0,7	0,1	0,4	2,1	3,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-2,4	-4,0	-2,0	-2,1	0,8	2,4	3,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-9,3	-40,5	-8,8	5,4	6,7	6,4	6,0

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

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.6 Reino Unido

Condicionados por el Brexit

La revisión histórica de la contabilidad nacional arroja una segunda estimación del PIB algo menor de lo que se preveía inicialmente (1,8%), gracias a un crecimiento trimestral cercano al 0,6% apoyado en el consumo público y privado, tal y como se anticipaba en el informe anterior. Los indicadores adelantados prevén cierta pérdida de impulso del consumo, dado que la renta disponible real se está desacelerando a causa de la inflación y dado que el gasto público (en forma de transferencias) no lo compensará pese al moderado incremento proyectado en el presupuesto anual. El presupuesto y sus proyecciones de largo plazo muestran pocas variaciones frente a lo proyectado en 2016 en materia de crecimiento de largo plazo, por lo que los acontecimientos ligados al Brexit parecen ya totalmente incorporados.

- *La economía británica crecerá menos en 2017 perdiendo parte del apoyo del consumo privado y ante las cautelas de la inversión por el Brexit.*
- *La hoja de ruta del Brexit fija la salida de la Unión Europea (UE) en abril de 2019. Las posturas negociadoras de la UE y el Reino Unido son contrapuestas y anticipan fricciones a corto plazo.*
- *La política monetaria (y fiscal) mantendrán el sesgo acomodaticio/expansivo.*

Ante la moderación del consumo se espera una tasa de crecimiento tímida en el primer trimestre del año y un crecimiento del PIB en 2017 cercana al 1,6%, apoyado fundamentalmente en el consumo privado y ligeramente en la inversión. La fuerte depreciación de la libra (cercana al 30% contra el USD desde junio de 2016) y el mayor crecimiento global serán un soporte adicional para el crecimiento del PIB a través de la demanda externa.

La inflación mantiene su senda alcista como consecuencia de la depreciación de la moneda y los efectos retrasados del repunte del precio de la energía que afectan directa e indirectamente a la cesta del consumidor (a través del encarecimiento de los bienes intermedios). No se contemplan, sin embargo, efectos de segunda ronda de salarios y precios. Aunque se prevé una aceleración de la inflación hasta el entorno del 2,8% a finales de 2017, la débil demanda y la incertidumbre sobre la inversión derivadas del Brexit hacen suponer que la política monetaria se mantendrá sumamente acomodaticia (sin deshacer balances ni subir tipos de interés hasta pasado 2019).

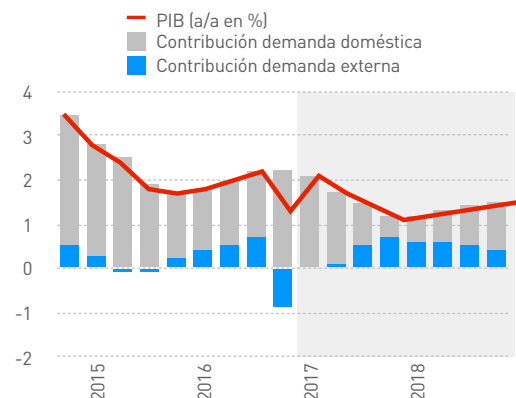
El cronograma del Brexit y las posturas negociadoras anticipan dos años inciertos y con notable volatilidad nominal que se trasladará al tipo de cambio y a los *spreads* crediticios. El escenario más probable del Brexit es una relación comercial con la Unión Europea del tipo OMC. Además, el llamado a elecciones anticipadas por parte de la Primera Ministra, T. May, podrá introducir un grado adicional de volatilidad e incertidumbre.

Recuadro 1.2.6
Cronograma del Brexit

Marzo 29	Inicios abril	Abril	Mayo-Junio	Mayo
T. May activa Art. 50 e informa la intención de Reino Unido (RU) de abandonar la Unión Europea (UE).	Boseto de Guía Marco de Negociación (guías, principios y posibles desavenencias en la UE).	Guía Marco de Negociación se somete a ratificación de la UE y se sanciona.	Nombramiento de Comisión de Negociación. Mandato y guías confidenciales.	RU prepara el "the Great Repeal bill" para trasponer la ley de la UE donde sea aplicable.
Septiembre 17	Octubre-Diciembre	Marzo (2018)	Octubre (2018)	Abril (2019)
Elecciones en Alemania.	Inicio de negociaciones. La UE (M. Barnier) prefiere negociar primero la salida y después el trato de migrantes. RU quiere que sea en paralelo.	Horizonte de inacción pasado el cual ya no es posible negociar.	Fecha impuesta por la UE (Barnier) para ultimar un acuerdo. De no ser así, la salida sería tipo OMC.	Salida de Reino Unido de la UE.

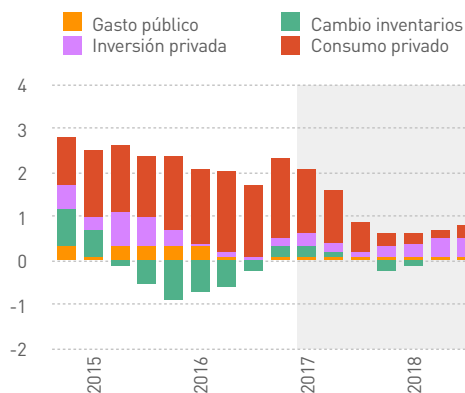
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

Gráfica 1.2.6-a
Reino Unido: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Office for National Statistics)

Gráfica 1.2.6-b
Reino Unido: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Office for National Statistics)

Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	1,3	1,9	3,1	2,2	1,8	1,6	1,3
Contribución de la demanda doméstica	2,1	1,9	2,7	2,1	1,7	1,3	0,8
Contribución de la demanda externa	-0,8	0,0	0,4	0,1	0,2	0,3	0,4
Contribución del consumo privado	1,2	1,0	1,3	1,5	1,7	0,9	0,3
Contribución de la inversión	0,4	0,5	0,6	0,6	0,1	0,2	0,4
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	2,1	1,7	1,3	0,8
Consumo total (% a/a, media)	1,9	1,3	2,2	2,2	2,3	1,3	0,5
Inversión (% a/a, media)	2,4	3,2	6,7	3,4	0,7	1,2	2,4
Exportaciones (a/a en %)	0,2	0,3	1,0	1,3	0,4	0,7	1,1
Importaciones (a/a en %)	-0,9	-1,1	-0,5	-2,2	-0,8	-0,4	-0,5
Tasa de paro (final período)	4,7	3,8	2,6	2,3	2,3	2,5	2,3
Inflación (a/a, final período)	2,7	2,1	0,9	0,1	1,2	2,8	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-8,3	-5,7	-5,6	-4,3	-3,4	-2,9	-2,5
Balance comercial (% PIB)	-6,6	-6,9	-6,7	-6,4	-7,0	-6,9	-6,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,7	-4,4	-4,7	-4,3	-4,8	-3,5	-2,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25
Tipo 10 años (final período)	1,80	2,80	2,11	1,92	1,30	1,74	2,04
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,61	1,62	1,58	1,52	1,24	1,25	1,22
Tipo de cambio vs euro (fin período)	1,24	1,19	1,27	1,39	1,15	1,23	1,19
Tasa de ahorro (%)	8,4	6,7	6,8	6,5	5,7	4,9	5,1
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	1,2	2,1	2,8	3,8	2,2	2,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,0	-2,5	-3,9	-1,0	-0,2	3,7	2,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,7	7,2	-10,3	-15,5	-1,5	2,7	3,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Office for National Statistics)

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.7 Japón

Vientos de cola pero desempeño limitado

La economía japonesa creció el 1% en 2016 apoyada, en partes iguales, en la demanda doméstica y externa, y en la depreciación del yen (dado el diferencial de política monetaria frente a los Estados Unidos).

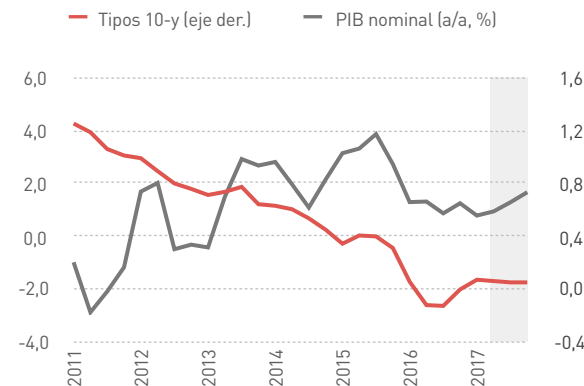
A futuro se espera una creciente contribución del consumo y de la inversión hasta convertirse en los motores de una moderada aceleración del crecimiento de la economía de Japón.

En este contexto, además, se espera que el apoyo de políticas de demanda tanto monetarias como fiscales contribuirá al crecimiento adicional del PIB en aproximadamente 0,25% en promedio durante los próximos dos años.

Parece haberse constatado que la inflación abandona el territorio de la deflación, lo que permitiría ciertos grados de libertad para ajustar la heterodoxia monetaria. Aunque esta continúa centrándose en la curva de tipos de interés (y no en el objetivo de inflación) a fin de proteger su sistema financiero, la celeridad de la normalización de la política monetaria de los Estados Unidos está dificultando este objetivo.

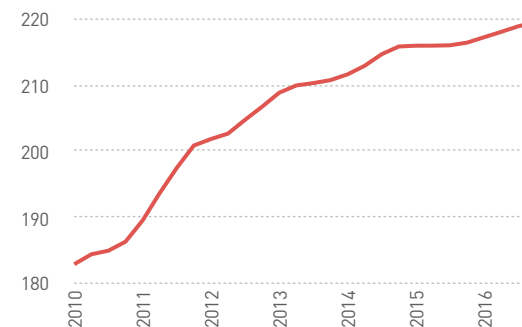
- Aunque aparentemente limitadas, las perspectivas de la economía japonesa son favorables gracias a la demanda exterior, al impulso fiscal y a la depreciación del yen.
- El yen continuará la depreciación contra el USD dado el creciente diferencial de tipos de interés de largo plazo con los Estados Unidos.
- El impulso fiscal en Japón será amplio (rozando 1% del PIB) y en un contexto en el que se mantendrá el actual sesgo de la política monetaria.

Gráfica 1.2.7-a
Japón: crecimiento nominal del PIB y tipos de interés, 2011-2017



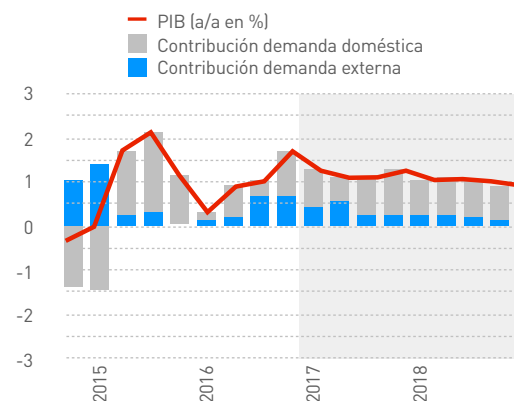
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.7-b
Japón: deuda pública (% del PIB), 2010-2016



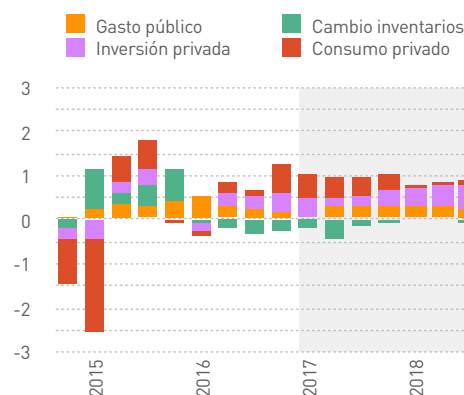
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.7-c
Japón: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

Gráfica 1.2.7-d
Japón: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

Tabla 1.2.7
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	1,5	2,0	0,3	1,3	1,0	1,2	1,0
Contribución de la demanda doméstica	2,4	2,4	-0,3	0,7	0,6	0,8	0,8
Contribución de la demanda externa	-0,9	-0,4	0,6	0,5	0,4	0,4	0,2
Contribución del consumo privado	1,2	1,4	-0,5	-0,2	0,2	0,5	0,1
Contribución de la inversión	0,8	1,1	0,3	0,0	0,2	0,3	0,5
Contribución del consumo público	0,3	0,3	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,4	2,4	0,3	0,7	0,6	0,8	0,8
Consumo total (% a/a, media)	2,0	2,2	-0,6	0,2	0,7	0,9	0,5
Inversión (% a/a, media)	3,5	5,0	2,9	0,2	0,9	1,4	2,2
Exportaciones (a/a en %)	0,0	0,1	1,4	0,6	0,1	0,4	0,5
Importaciones (a/a en %)	-0,9	-0,6	-1,0	-0,6	0,4	-0,0	-0,3
Tasa de paro (final período)	4,2	3,9	3,5	3,3	3,1	2,8	2,5
Inflación (a/a, final período)	-0,2	1,5	2,5	0,2	0,3	0,7	0,9
Balance fiscal (% PIB)	-8,3	-8,1	-5,9	-5,1	-5,0	-6,2	-5,7
Balance comercial (% PIB)	-0,9	-1,7	-2,1	-0,1	1,1	1,2	1,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,0	0,9	-5,7	3,1	3,8	4,1	4,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,08	0,07	0,06	0,08	-0,04	-0,04	-0,04
Tipo 10 años (final período)	0,76	0,64	0,45	0,31	0,00	0,05	0,05
Tipo de cambio vs USD (fin período)	81,28	100,43	114,55	121,44	109,45	122,25	126,75
Tipo de cambio vs euro (fin período)	105,40	136,75	142,83	133,01	118,01	123,47	129,84
Crédito privado (% a/a, media)	0,9	3,6	1,6	2,1	-1,0	2,7	3,1
Crédito familias (% a/a, media)	-0,5	0,9	1,3	2,0	2,2	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	-2,5	2,9	2,3

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

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.8 Turquía

Tensiones y debilidad en un entorno incierto

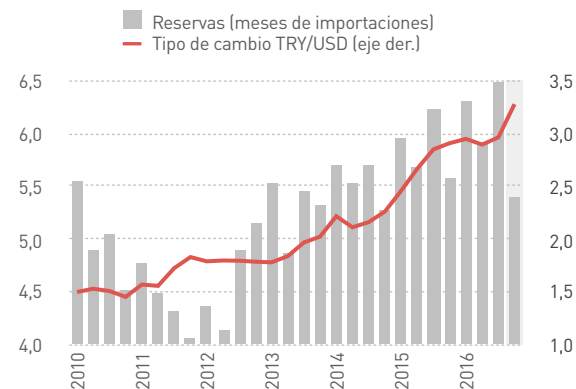
La actividad económica en Turquía en el cuarto trimestre de 2016 registró un incremento del 3,5% en tasa interanual. En tasa trimestral, esto supuso una variación ajustada de calendario del 3,8% que más que compensa la atonía del trimestre previo (-1,8%). Con este dato, el PIB creció un 2,9% en promedio durante el 2016. Esto es más de lo previsto en el cuarto trimestre de 2016, pero inferior a lo registrado en 2015 y muy por debajo del crecimiento de largo plazo (5%) si atendemos a la nueva contabilidad nacional.

- *Moderación de la demanda doméstica por menor apoyo público.*
- *Depreciación continuada de la lira turca.*

El crecimiento de la economía turca se apoyó exclusivamente en la demanda doméstica, a la que contribuyó decisivamente el sistema de incentivos otorgados por el gobierno (en forma de créditos dirigidos, exenciones fiscales y garantías públicas). Prueba de ello es que solamente el gasto e inversión públicas, y en cierta medida la inversión relacionada (residencial y en bienes intermedios), constituyeron los factores que contribuyeron al crecimiento del PIB en 2016.

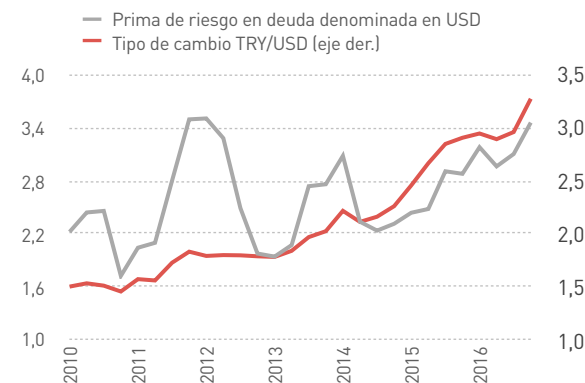
A futuro se espera que la economía turca continúe su ajuste gradual registrando mayor desaceleración del PIB hasta el 2,3% en 2017. Este comportamiento se deberá a la desaceleración de la demanda doméstica como consecuencia del agotamiento de los elementos de apoyo del recurso al crédito, la contracción de los salarios reales (salarios contenidos en un contexto de elevada inflación) y el endurecimiento de la política monetaria. La inversión también experimentará una desaceleración consistente con el ajuste real de la economía.

Gráfica 1.2.8-a
Turquía: exposición al tipo de cambio (1),
2010-2016



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

Gráfica 1.2.8-b
Turquía: exposición al tipo de cambio (2),
2010-2016



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

Pese a la esperable depreciación de la moneda (3,8 TLR/USD, a final de 2017), el sector exterior continuará restando dinamismo a la economía. El déficit corriente de Turquía es fundamentalmente estructural y no se ajusta fluidamente con la moderación de la demanda doméstica.

Por otra parte, la inflación rompió la barrera de los dos dígitos a comienzos del año y en marzo registró un incremento anual superior al 11,3%. La depreciación continuada de la moneda tiene efectos duraderos sobre la inflación subyacente. Además, la actividad económica registrada durante los años pasados era compatible con una política monetaria más restrictiva que no se abordó y, en consecuencia, abundaron los efectos de segunda ronda sobre precios y salarios. La inflación lleva cinco años por encima del umbral (ahora poco creíble) del Banco Central y se espera que así continúe en 2017.

La política monetaria durante el 2016 fue laxa, visto ahora bajo el prisma de la nueva contabilidad nacional. Desde entonces, aunque el coste medio de financiación se ha incrementado moderadamente, la ventana de liquidez (el tipo marginal) se ha incrementado mas de 450 pbs, convirtiéndose en el principal instrumento de política monetaria. Solamente en el primer trimestre de 2017 el incremento del tipo marginal ha sido de 300 pbs, dada la inflación y la necesidad del ejecutivo de controlar la depreciación de la libra en un entorno de fuerte apalancamiento en USD del sector privado (véase la Gráfica 1.2.8-a).

La incertidumbre política y su efecto sobre la confianza, la inversión, el consumo y el tipo de cambio, podría acentuarse con el resultado del referéndum por el cual Turquía pasará a ser una república presidencialista en lugar de una parlamentaria⁹.

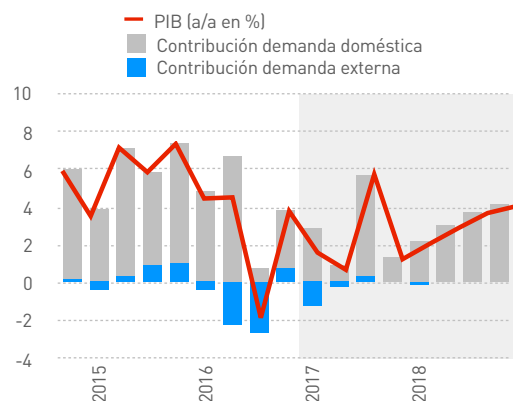
Es previsible que continúe la depreciación de la moneda y el deterioro de las expectativas en general. El repunte esperado en los tipos de interés antes de que acabe el año estará enfocado a paliar la inestabilidad financiera y cambiaría que pueda surgir tras esto. En el ámbito internacional, el resultado del referéndum condicionará irreparablemente las relaciones de Turquía con la Unión Europea y sus planes de acceso, ya muy deteriorados.

Es importante destacar que, a inicios de año, la oficina estadística turca (TURKSTAT) realizó ajustes importantes sobre su sistema de contabilidad nacional. Concretamente, se trató de ajustes en la imputación y cuantificación de algunos elementos contables por el lado de las cuentas de rentas (R+D, ingresos del sector financiero y especialmente el asegurador), con un doble fin: por un lado, homologar la contabilidad con las cuentas ESA 2010 y, por otro, cambiar del sistema de estimación parcial por el de encuestas al sistema de registros del estado y seguridad social.

El cambio fundamental fue que la nueva estimación arrojó un crecimiento del PIB durante los últimos cinco años que, en media, fue 7,5% y no 4% como antes se había publicado. Como consecuencia, el crecimiento acumulado de la economía resulta un 25% superior, entrando en la banda de PIB per capita de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), y registrando tasas de crecimiento y una nueva estimación del potencial similar a la de un país del sureste asiático.

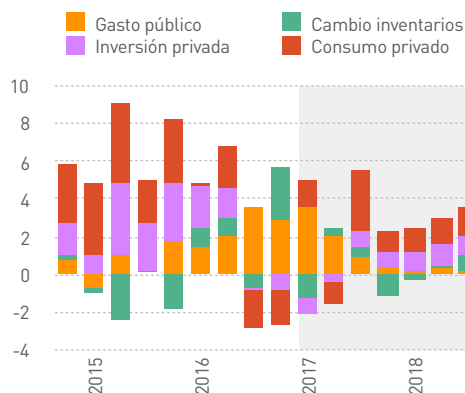
La corrección resulta llamativa puesto que un mayor crecimiento de la economía y del PIB per cápita diluye muchas de las vulnerabilidades externas e internas de Turquía, justifica la percepción de que la política monetaria ha sido excesivamente laxa durante el último lustro y legitima una inflación sistemáticamente por encima del umbral objetivo del Banco Central protagonizada por una elevada inflación subyacente. Por otro lado, el ajuste hace que la lira se encuentre fuertemente devaluada con respecto a sus fundamentales y alienta la expectativa de una corrección gradual (apreciación en el futuro), contexto que apoyaría el mantenimiento del grado de inversión crediticio.

Gráfica 1.2.8-c
Turquía: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

Gráfica 1.2.8-d
Turquía: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

Tabla 1.2.8
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	4,9	8,5	5,3	6,0	2,9	2,3	3,2
Contribución de la demanda doméstica	1,8	10,3	3,4	5,5	3,9	2,6	3,2
Contribución de la demanda externa	3,2	-1,8	1,9	0,5	-1,1	-0,3	-0,0
Contribución del consumo privado	2,0	5,0	1,9	3,4	-0,3	1,2	1,5
Contribución de la inversión	0,8	3,8	1,3	2,6	0,7	0,1	1,0
Contribución del consumo público	1,0	1,1	0,4	0,5	2,4	1,7	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,7	10,1	3,2	5,4	3,8	2,6	3,1
Consumo total (% a/a, media)	3,8	7,9	3,0	5,2	2,4	3,6	2,3
Inversión (% a/a, media)	2,9	14,0	5,5	9,1	2,3	0,4	3,5
Exportaciones (a/a en %)	3,7	0,3	1,8	1,0	-1,0	-0,2	0,7
Importaciones (a/a en %)	-0,1	-2,1	0,1	-0,4	-0,7	-0,0	-0,8
Tasa de paro (final período)	8,6	9,3	10,7	10,5	11,8	11,4	11,2
Inflación (a/a, final período)	6,8	7,5	8,8	8,2	7,6	8,1	6,7
Balance fiscal (% PIB)	-1,9	-1,1	-1,1	-1,0	-1,3	-2,0	-2,1
Balance comercial (% PIB)	-7,5	-8,4	-6,8	-5,6	-4,6	-4,4	-3,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	-5,5	-6,7	-5,7	-3,8	-4,2	-5,4	-5,1
Tipo de interés oficial (final período)	5,71	4,50	8,25	7,50	7,71	8,50	7,25
Coste medio de financiación	5,92	6,20	9,11	9,39	8,53	9,00	7,74
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,79	2,02	2,26	2,91	3,27	3,84	3,67
Tipo de cambio vs euro (fin período)	2,32	2,75	2,82	3,19	3,53	3,88	3,76
Crédito privado (% a/a, media)	19,8	28,8	23,2	23,0	12,3	11,8	10,9
Crédito familias (% a/a, media)	15,9	24,0	16,3	12,5	7,1	17,8	18,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	21,5	31,1	30,1	29,9	14,7	5,9	7,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	13,1	24,3	22,4	26,4	6,8	7,9	10,5

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

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.9 México

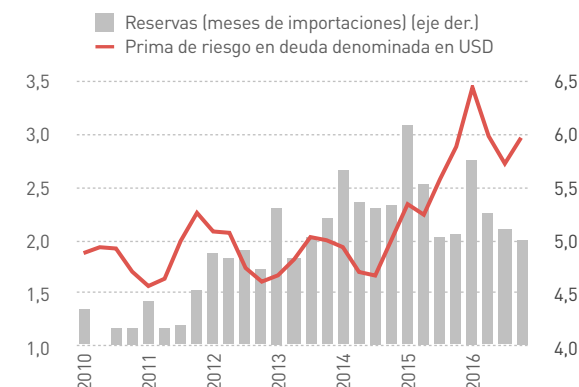
Prosigue la desaceleración

Se espera que el crecimiento sea débil a lo largo de 2017 y con elevados riesgos a la baja. El consumo privado, único apoyo del crecimiento del PIB, irá perdiendo capacidad a medida que la política monetaria se endurece y la renta disponible real se erosiona debido a la inflación. La inversión y el sector exterior restarán al crecimiento, dado el endurecimiento de las condiciones montearías y financieras, así como la incertidumbre política que socava las expectativas corporativas y del consumidor.

Se ha experimentado un repunte de la inflación, guiada por un aumento de la subyacente (desde 1,5% al final del segundo trimestre de 2016, hasta 5,3% a/a), lo que hace pensar que las expectativas de inflación están creciendo. Esperamos que esta se ubique en 4% a finales de 2016, elevada pero aún en bandas objetivo del Banco Central (3% - 5%). Banxico continúa alejándose de la laxitud monetaria aunque su tipo de interés aún está por debajo del natural. En marzo incrementó en +25 pbs el tipo de refinanciación hasta el 6,5%. Dada la senda prevista por la Reserva Federal (dos subidas más), la reciente depreciación de la moneda y la volatilidad de los flujos de cartera en un entorno de reservas limitadas, es de esperarse que el Banco Central continúe endureciendo la política montearía con tipos de interés en torno al 7% a finales de 2017. El tipo de cambio se ubica nuevamente en 19 pesos por dólar (abril), tras cerrar el año casi en 20. Nuestra previsión es que oscile entre 20-21 pesos por dólar a lo largo de los próximos años. El cambio de tono del Secretario de Comercio de la administración Trump (Ross) hace esperar un ajuste del NAFTA más atemperado de lo que anticipamos el trimestre pasado.

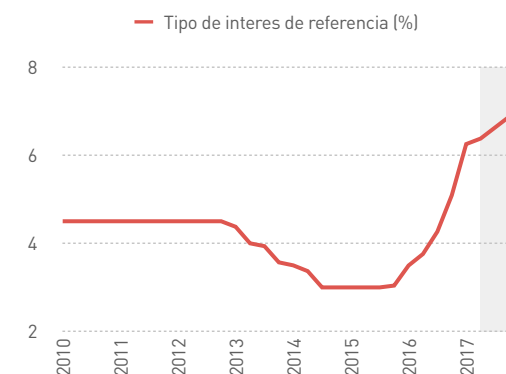
- *Débil crecimiento del PIB en 2017, con una aportación del sector exterior negativa y una demanda doméstica más dependiente del consumo.*
- *La inflación continuará la senda alcista mientras el peso siga depreciado. La política monetaria aún tiene un ligero margen para abandonar la laxitud actual.*
- *Los riesgos aún están sesgados negativamente; el principal que derivaba de la relación comercial y migratoria con Estados Unidos se ha atemperado. La atención se centra crecientemente en el fortalecimiento de populismos de cara a la elección presidencial de 2018.*

Gráfica 1.2.9-a
México: exposición al tipo de cambio,
2010-2016



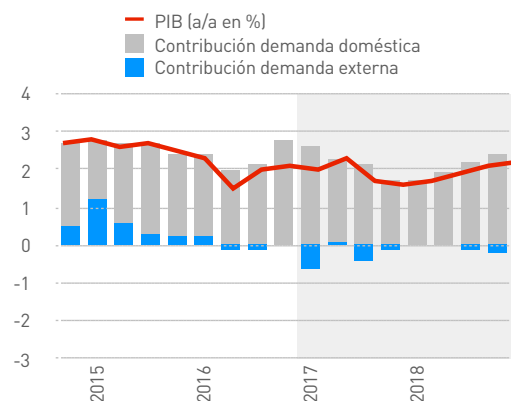
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.9-b
México: tipo de interés de referencia,
2010-2017



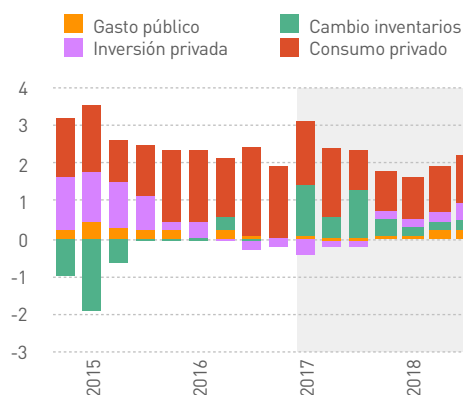
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.9-c
México: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

Gráfica 1.2.9-d
México: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	3,8	1,6	2,3	2,6	2,3	1,9	2,0
Contribución de la demanda doméstica	3,4	2,0	1,4	2,1	2,3	2,2	2,1
Contribución de la demanda externa	0,3	-0,4	0,8	0,6	-0,0	-0,3	-0,2
Contribución del consumo privado	3,1	1,7	1,2	1,5	1,9	1,4	1,3
Contribución de la inversión	1,1	-0,3	0,4	0,9	-0,0	-0,1	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	2,1	2,3	2,2	2,1
Consumo total (% a/a, media)	4,5	2,3	1,8	2,3	2,5	1,8	1,9
Inversión (% a/a, media)	4,8	-1,5	2,9	4,4	-0,1	-0,6	1,6
Exportaciones (a/a en %)	1,9	0,7	2,3	3,7	-0,1	0,2	0,7
Importaciones (a/a en %)	-1,5	-1,1	-1,2	-4,0	-0,2	-0,4	-0,8
Tasa de paro (final período)	4,9	4,6	4,4	4,2	3,8	3,9	4,1
Inflación (a/a, final período)	4,1	3,7	4,2	2,3	3,2	4,7	3,0
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-2,4	-3,2	-3,4	-2,6	-2,4	-2,4
Balance comercial (% PIB)	0,0	-0,1	-0,2	-1,3	-1,7	-2,3	-2,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,4	-2,5	-5,7	-2,9	-3,0	-3,2	-3,1
Tipo de interés oficial (final período)	4,50	3,57	3,00	3,04	5,09	6,88	6,63
Tipo 10 años (final período)	5,42	6,15	5,88	6,06	6,81	8,01	7,67
Tipo de cambio vs USD (fin período)	12,95	13,02	13,90	16,76	19,84	20,84	20,24
Tipo de cambio vs euro (fin período)	16,79	17,72	17,37	18,36	21,39	21,05	20,73
Crédito privado (% a/a, media)	15,0	14,0	10,8	13,6	15,8	7,3	5,2
Crédito familias (% a/a, media)	11,3	9,1	8,2	8,4	12,8	7,2	5,5
Tasa de ahorro (%)	13,4	13,3	12,3	12,6	11,9	10,6	11,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,4	15,4	9,8	-11,4	4,7	12,9	7,4

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

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.10 Brasil

Necesario recuperar credibilidad

Con el dato de PIB al cuarto trimestre de 2016, se registró un decrecimiento del PIB de -3.6% a/a en virtud de la aportación negativa de la demanda doméstica especialmente.

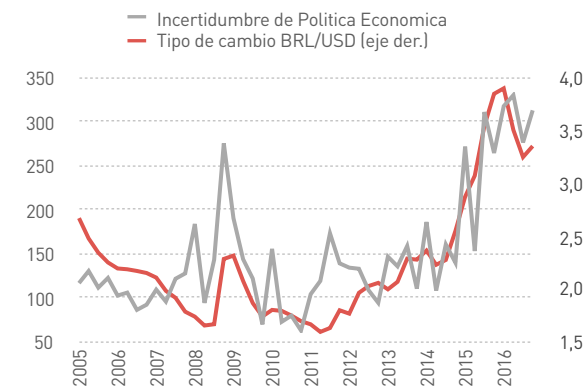
Si bien los datos de confianza, consumo y exportaciones registrados en el primer trimestre de este año son consistentes con un dato positivo al alza, mantenemos que la debilidad de la actividad económica perdurará a lo largo de este año. Aunque se ha presentado una leve mejoría en el desempeño de la renta disponible real gracias a la tregua de la inflación, el crecimiento del PIB en 2017 será cercano a cero. El apoyo monetario estará acompañado de impulsos fiscales que podrían aportar cerca de medio punto de crecimiento al PIB en media durante el transcurso de los próximos dos años, pero todo dependerá de la viabilidad fiscal y política.

La sorpresa a la baja en la inflación ayuda a eliminar presión sobre la política monetaria. Se prevé que el Banco Central recortará tipos de interés entre 2 y 4 veces en lo que queda de año, llevando el tipo de interés de intervención (SELIC) aproximadamente 300 pbs por debajo de lo que se encuentra ahora. Preveamos que esta estrategia se mantendrá también durante 2018.

Se percibe un clima de baja credibilidad institucional, más aún tras las declaraciones del Presidente Temer y el escándalo del conglomerado Odebrecht que se ha convertido en el principal problema del país. En este contexto, el riesgo político no se ha diluido por el momento.

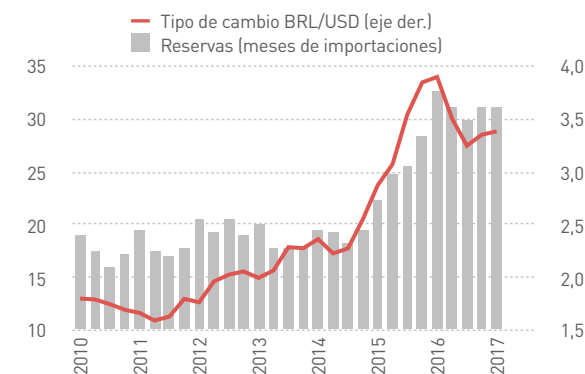
- *Desempeño actual muy débil con pobres perspectivas de recuperación.*
- *La inflación se mantendrá elevada pero el Banco Central recortará agresivamente tipos de interés en 2017.*
- *La recuperación dependerá de la credibilidad del Banco Central y del gobierno. Es clave frenar el deterioro de la prima de riesgo y la depreciación del real.*

Gráfica 1.2.10-a
Brasil: credibilidad y tipo de cambio, 2005-2016



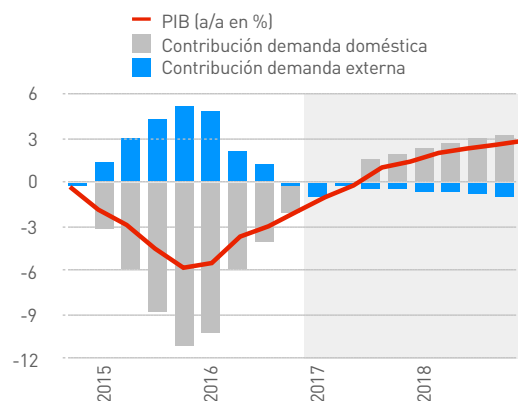
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.10-b
Brasil: exposición al tipo de cambio, 2010-2017



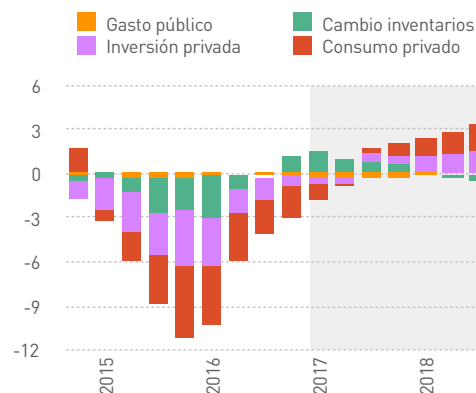
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.10-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 1.2.10-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 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	1,9	3,0	0,5	-3,8	-3,6	0,3	1,9
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	2,0	-0,5	-0,9
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 (a/a, 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 (final período)	7,28	9,63	11,32	14,25	14,00	10,30	9,20
Tipo 10 años (final período)	9,21	12,17	12,29	15,74	11,77	10,80	10,10
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,06	2,28	2,55	3,84	3,35	3,30	3,40
Tipo de cambio vs euro (fin período)	2,67	3,10	3,19	4,21	3,64	3,30	3,50
Crédito familias (% a/a, media)	17,6	16,4	14,1	10,0	4,3	6,9	12,5
Tasa de ahorro (%)	13,4	14,2	11,7	9,2	9,2	9,0	8,8
Impulso fiscal	-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)

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.11 Argentina

La nueva administración se enfrenta a la realidad

Los datos recientes confirman el impulso en la actividad económica a partir del cuarto trimestre de 2016, y especialmente en el primer trimestre de este año, gracias a la infraestructura pública y a la recuperación de la agricultura debido al mejor precio de las materias primas.

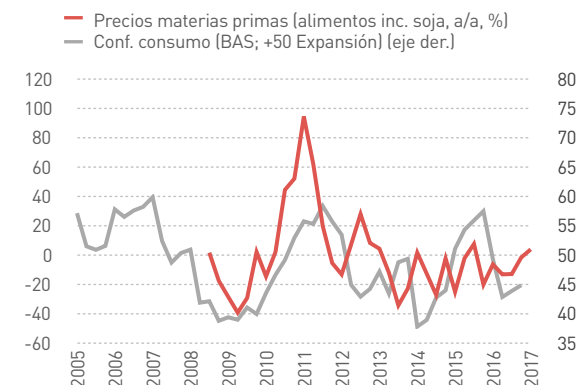
Tras la recesión registrada el año pasado, la inversión se ha convertido en el principal motor del crecimiento (en particular en agricultura, energía renovable e infraestructura pública), lo que nos hace prever un crecimiento del 2,5% durante 2017.

La inflación subyacente muestra signos de aceleración. Esto introduce un sesgo al alza en el pronóstico actual, ya de por sí alcista para 2017. De manera consistente, las tasas de interés mantendrán el sesgo restrictivo, llegando incluso a endurecerse si las presiones inflacionarias no se diluyen.

Por otra parte, los riesgos políticos siguen siendo significativos. El descontento popular con el Presidente Macri afecta a las expectativas, especialmente en un entorno de crecimiento de sectores no intensivos en mano de obra (energía, finanzas, etc.), inflación persistente y erosión de los ingresos fiscales del Estado. La confianza podría deteriorarse debido a las protestas sindicales y a la reforma de las prácticas de precios de tarjetas de crédito. Asimismo, una consolidación fiscal difícil, el descontento popular y tensiones en el mercado de bonos pueden volver a tener implicaciones para los mercados de capitales, apuntando posibles nuevas depreciaciones de la moneda contra el dólar. Las próximas elecciones tendrán lugar en el cuarto trimestre de 2017.

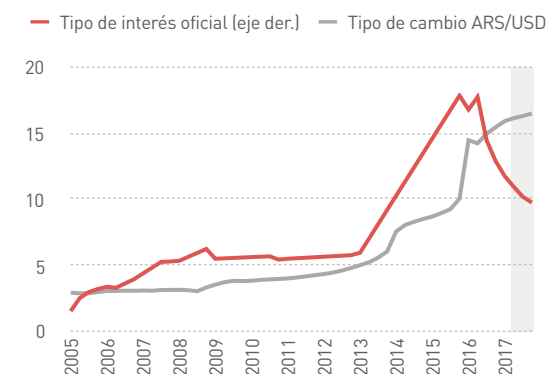
- *Ganancia de momento económico apoyada en confianza y ciclo de precios de materias primas.*
- *Agricultura e inversión en industria energética, elementos de apoyo para el PIB.*
- *Inflación y tipo de cambio aún fuera de control; la política monetaria se endurecerá.*
- *Riesgos a la baja provenientes del descontento social y político.*

Gráfica 1.2.11-a
Argentina: ingresos y consumo,
2005-2017



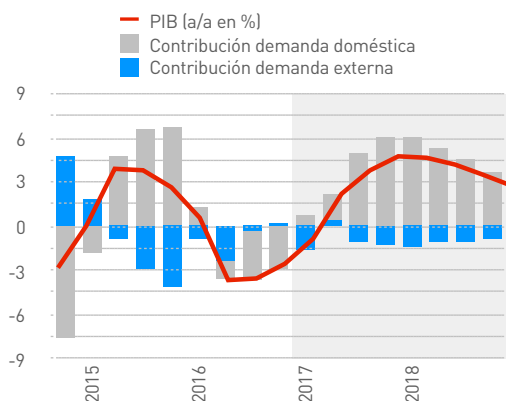
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.11-b
Argentina: política monetaria y tipo de cambio,
2005-2017



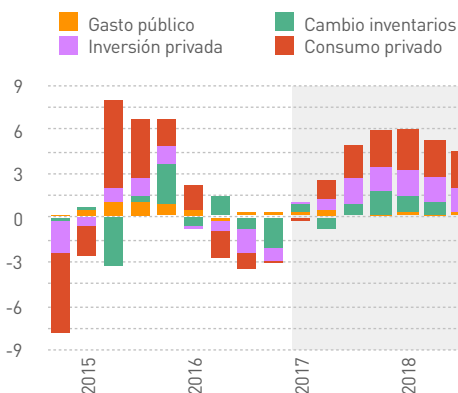
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.11-c
Argentina: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

Gráfica 1.2.11-d
Argentina: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	-0,9	2,4	-2,5	2,6	-2,3	2,5	3,8
Contribución de la demanda doméstica	-1,3	4,2	-4,2	4,1	-1,5	3,4	4,9
Contribución de la demanda externa	0,4	-1,8	1,7	-1,5	-0,8	-1,0	-0,8
Contribución del consumo privado	0,8	2,6	-3,1	2,4	-0,4	1,5	2,6
Contribución de la inversión	-1,5	0,5	-1,2	0,7	-0,9	1,1	1,6
Contribución del consumo público	0,4	0,7	0,4	0,9	0,3	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	-1,2	4,0	-3,8	4,0	-1,4	3,2	4,6
Consumo total (% a/a, media)	1,4	3,9	-3,2	4,0	-0,2	2,1	3,3
Inversión (% a/a, media)	-7,0	2,5	-6,6	3,8	-4,6	5,5	8,3
Exportaciones (a/a en %)	-0,8	-0,7	-0,5	-0,8	0,6	0,2	0,6
Importaciones (a/a en %)	1,1	-1,0	2,3	-1,2	-1,5	-1,1	-1,8
Tasa de paro (final período)	6,9	6,4	6,9	6,4	8,4	7,8	7,1
Inflación (a/a, final período)	13,4	26,2	39,0	24,9	43,5	21,6	15,1
Balance fiscal (% PIB)	-2,1	-1,9	-2,4	-3,9	-4,1	-4,1	-3,3
Balance comercial (% PIB)	2,6	0,8	1,1	-0,1	0,4	-0,3	-0,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,3	-2,0	-1,4	-2,5	-2,7	-2,8	-2,4
Tipo de interés oficial (final período)	11,54	18,38	27,02	35,67	25,75	19,50	14,62
Tipo 10 años (final período)	12,02	11,29	9,58	7,26	6,87	6,68	7,01
Tipo de cambio vs USD (fin período)	4,80	6,05	8,51	10,04	15,44	16,48	17,09
Tipo de cambio vs euro (fin período)	6,22	8,24	10,64	10,99	16,65	16,65	17,50
Tasa de ahorro (%)	21,2	24,5	16,3	10,9	8,4	7,2	7,2

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

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.12 China

Desaceleración controlada

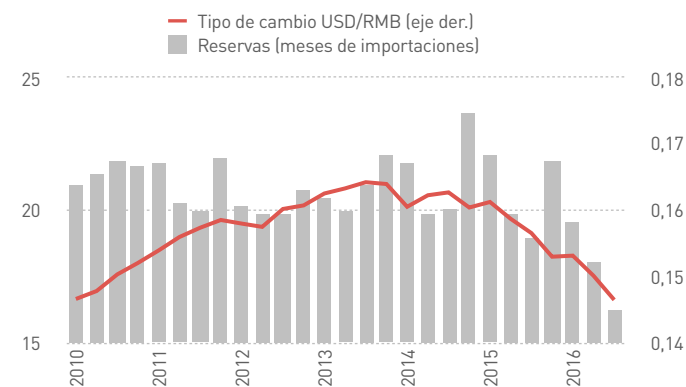
En 2016 se cumplió con el objetivo de crecimiento económico fijado por el gobierno chino del 6,5% gracias a la inversión (residencial y equipo) y el consumo público y privado, que han hecho que la contribución de la demanda doméstica superase la atonía vivida en el sector exterior.

La economía china comenzó 2017 con un sólido impulso en su crecimiento. Las expectativas recogidas en los PMIs sugieren la expansión continua y exportación de mercancías a un ritmo saludable, lo que confirma que la demanda mundial se está fortaleciendo y esta tendencia debería continuar apoyando la demanda externa China en los próximos meses, suponiendo que la política comercial con Estados Unidos no lo entorpezca (riesgo a la baja). Asimismo, el repunte de las importaciones de bienes es reflejo de la fortaleza de la demanda interna y el aumento de los precios de las materias primas; elementos que seguirán presentes en 2017 y 2018.

- *Crecimiento confirmado del 6,7% en 2016 en línea con los objetivos del gobierno (fijado 6,5%), con el sector servicios compensando parte de la debilidad de las manufacturas.*
- *El crecimiento convergerá, pese al repunte inicial, lentamente hacia tasas más moderadas por la acción de la política económica china.*
- *Se mantienen los riesgos derivados de la relación entre los desajustes del sector residencial, el exceso de crédito y la estabilidad financiera.*
- *El gobierno favorece la estabilidad financiera y la fortaleza del renminbi antes que el objetivo de crecimiento.*

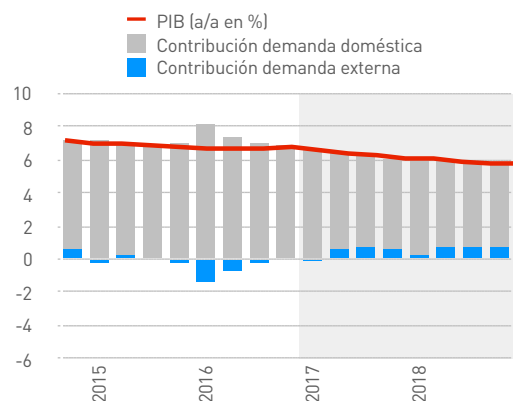
Se espera, sin embargo, que el crecimiento del PIB se reduzca al 6,3% este año, ya que el endurecimiento de las restricciones de compra de viviendas en muchas ciudades grandes pesará en la inversión inmobiliaria. La administración está más centrada en la reducción de los riesgos financieros y menos en garantizar al menos el objetivo de crecimiento del PIB del 6,5% antes mencionado. De hecho, el banco central (PBoC) ha aumentado tipos de interés desde noviembre señalando que evita que las condiciones monetarias sean demasiado laxas. Adicionalmente, es previsible que las políticas públicas seguirán orientadas a la intervención cambiaria y a la restricción de flujos de cartera para evitar nuevas depreciaciones. Esto, conforme a lo que indicamos en nuestro informe anterior, tendrá también influencia en la dinámica de la curva soberana de Estados Unidos, ya que China es el mayor tenedor extranjero de *treasuries*.

Gráfica 1.2.12-a
China: reservas y tipo de cambio, 2010-2016



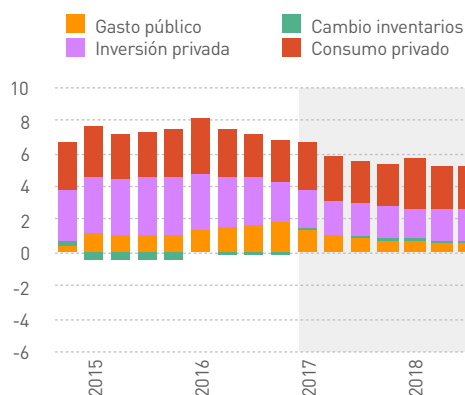
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.12-b
China: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

Gráfica 1.2.12-c
China: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	7,8	7,8	7,3	6,9	6,7	6,3	5,9
Contribución de la demanda doméstica	7,7	7,9	5,7	6,9	7,3	5,9	5,3
Contribución de la demanda externa	0,1	-0,1	1,6	0,0	-0,6	0,5	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	2,9	2,1	1,9
Contribución del consumo público	0,8	0,6	0,4	1,1	1,6	1,0	0,6
Demanda doméstica (% a/a, media)	8,0	8,1	7,2	7,1	7,5	6,0	5,4
Consumo total (% a/a, media)	8,7	7,2	7,2	8,0	8,8	7,1	6,4
Inversión (% a/a, media)	8,7	9,3	6,9	7,5	6,3	4,5	4,2
Exportaciones (a/a en %)	1,5	2,3	2,0	0,5	0,5	0,8	1,1
Importaciones (a/a en %)	-1,6	-2,6	-1,5	-1,0	-1,2	-1,1	-1,2
Tasa de paro (final período)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0
Inflación (a/a, final período)	2,1	2,9	1,5	1,5	2,2	2,8	2,8
Balance fiscal (% PIB)	-1,6	-1,8	-1,8	-3,4	-3,8	-4,8	-4,8
Balance comercial (% PIB)	3,6	3,7	4,2	5,2	4,4	3,9	3,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,5	1,5	2,7	3,0	2,2	1,6	1,4
Tipo de interés oficial (final período)	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Tipo 10 años (final período)	3,08	4,17	3,33	2,51	2,65	2,85	2,94
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,24	6,09	6,15	6,39	6,83	7,15	7,03
Tipo de cambio vs euro (fin período)	8,10	8,29	7,68	7,00	7,37	7,22	7,21
Crédito privado (% a/a, media)	16,1	15,4	13,4	14,8	13,3	11,1	10,5
Tasa de ahorro (%)	37,8	39,8	39,7	40,0	39,4	38,9	38,3

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

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.13 Indonesia

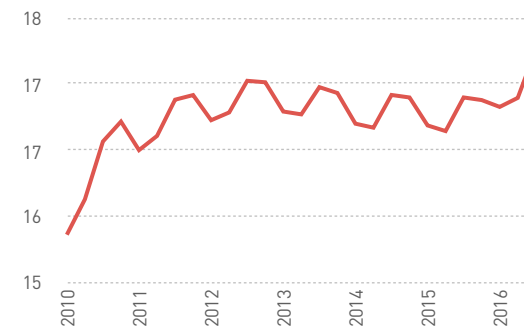
Crecimiento apoyado en factores domésticos

La economía se ha visto favorecida por varios vientos de cola: a) una demanda doméstica fuerte y apoyada en reformas estructurales, un ciclo de materias primas favorable, y un fuerte crecimiento del empleo y salarios (cerca del pleno empleo), en un contexto de una población de 260 millones de personas, en su mayoría jóvenes; b) el impacto retrasado de una política monetaria laxa que favorece el crédito; c) una administración relativamente ortodoxa que permite anticipar posibles reformas estructurales y fiscales que favorezcan la inversión tanto de cartera como directa en infraestructuras (Indonesia está cerca de conseguir el grado de inversión); y d) una demanda exterior aún robusta y relativamente diversificada dentro del ASEAN. Es previsible que todos estos factores se mantengan durante 2017 y, por ello, anticipamos una leve aceleración del crecimiento en línea con su potencial (5,2% en 2017).

- *Vientos de cola favorecerán el crecimiento a corto y largo plazos (fuerte demanda doméstica, política monetaria acomodaticia, atractivo inversor y entorno de demanda regional diversificado y dinámico).*
- *La vulnerabilidad reside en el apalancamiento del sector corporativo; la normalización de la política monetaria de Estados Unidos podría tener efectos perjudiciales.*

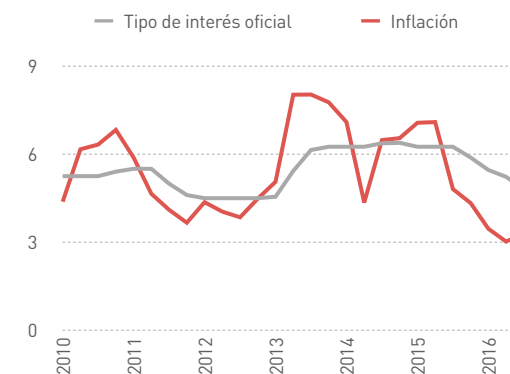
La inflación en 2017 se acelerará por encima del 4% debido a los efectos retrasados de la depreciación de la moneda que hace importar inflación, a los efectos de la política monetaria laxa y la modificación de algunos precios regulados (electricidad). La inflación, sin embargo, se mantendrá en las bandas objetivo del Banco Central. La balanza financiera de la cuenta corriente está altamente financiada con flujos externos y a plazos relativamente cortos, lo que imprime cierta volatilidad a la moneda, especialmente ante cambios en la política monetaria de Estados Unidos (como ocurrió en 2013). Indonesia, además, tiene una moderada financiación corporativa en USD, lo que plantea cierta vulnerabilidad ante la volatilidad de la moneda. Dicho sea esto, el momento económico actual, la rentabilidad de sus bonos soberanos y la expectativa de conseguir el *grado de inversión* en el corto plazo, son soportes importantes para contener la depreciación de manera adicional al incipiente endurecimiento de las condiciones monetarias. Aun así, se espera que la moneda se deprecie moderadamente a lo largo de 2017.

Gráfica 1.2.13-a
Indonesia: tasa de ahorro (% del PIB),
2010-2016



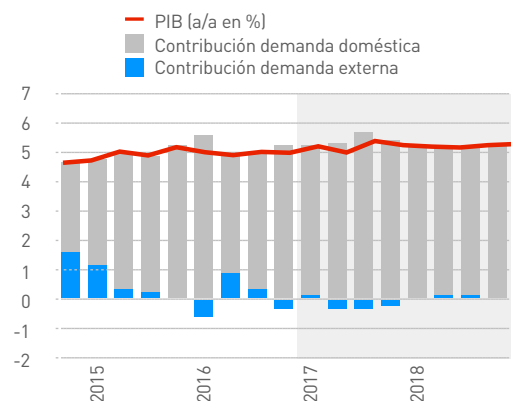
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.13-b
Indonesia: inflación y tipo de interés (%),
2011-2016



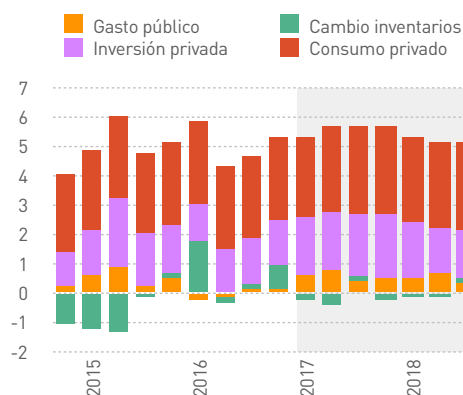
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.13-c
Indonesia: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

Gráfica 1.2.13-d
Indonesia: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

Tabla 1.2.13
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	5,7	5,3	4,9	5,0	5,0	5,2	5,2
Contribución de la demanda doméstica	6,1	4,9	3,3	4,5	4,9	5,4	5,2
Contribución de la demanda externa	-0,4	0,4	1,6	0,5	0,1	-0,2	0,1
Contribución del consumo privado	3,1	3,0	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0
Contribución de la inversión	2,6	1,4	0,9	1,8	1,5	2,1	1,8
Contribución del consumo público	0,1	0,6	0,2	0,5	-0,0	0,6	0,5
Demanda doméstica (% a/a, media)	6,2	4,9	4,7	4,6	5,0	5,5	5,2
Consumo total (% a/a, media)	4,9	5,6	4,5	5,2	4,3	5,4	5,4
Inversión (% a/a, media)	8,0	4,2	4,4	5,6	4,5	6,5	5,4
Exportaciones (a/a en %)	0,3	1,0	0,6	-1,2	-0,1	0,7	0,8
Importaciones (a/a en %)	-0,6	-0,6	0,7	0,7	0,2	-0,9	-0,7
Tasa de paro (final período)	5,7	5,7	6,0	5,6	4,5	4,4	4,3
Inflación (a/a, final período)	5,1	7,1	7,1	3,5	3,8	4,3	4,2
Balance fiscal (% PIB)	-1,8	-2,0	-2,4	-3,7	-1,7	-3,0	-2,5
Balance comercial (% PIB)	0,5	0,9	1,3	1,4	1,7	1,6	1,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,1	-3,1	-2,5	-2,1	-2,1	-2,4	-2,3
Tipo de interés oficial (final período)	4,55	6,25	6,25	5,46	4,75	5,00	5,25
Tipo 10 años (final período)	5,78	7,89	7,93	7,61	7,82	8,22	8,36
Tipo de cambio vs USD (fin período)	9.782	11.616	13.124	13.309	13.505	13.899	14.000
Tipo de cambio vs euro (fin período)	12.778	15.926	14.506	15.029	14.180	14.044	14.537
Crédito privado (% a/a, media)	17,1	17,0	17,0	16,9	17,6	18,2	18,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	14,0	16,1	13,1	22,4	3,8	9,3	9,3

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

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.14 Filipinas

Crecimiento sustentado en la demanda doméstica

El PIB de Filipinas se mantiene creciendo a tasas elevadas en línea con su potencial. La mayor parte de este dinamismo proviene de la demanda doméstica, y de la exportación de servicios y recibo de remesas. El crecimiento proyectado para 2017 será algo menor que el registrado el año anterior, debido a una moderación (conveniente) de la demanda doméstica, en especial del consumo que, sin embargo, se espera que se vea tamizado por el gasto público.

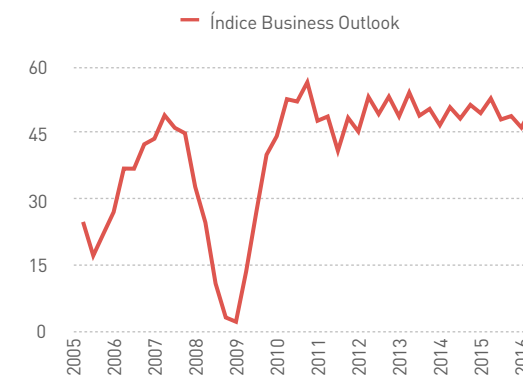
- *Robusto crecimiento basado fundamentalmente en la demanda doméstica.*
- *El consumo, exportación de servicios y remesa, fuentes del dinamismo.*
- *Riesgos relacionados con las relaciones con Estados Unidos y con el curso de la política monetaria.*

Filipinas tiene una saneada balanza de pagos a pesar de ser un importador neto gracias al exceso de ahorro y a la fortaleza de la inversión extranjera directa (IED), especialmente de Estados Unidos. Es importante que el riesgo país percibido por los inversores de cartera y directo se mantenga controlado. Eventos geopolíticos con China, las etnias del sur del archipiélago o la propia incertidumbre de la política económica no son elementos favorables y es conveniente monitorizarlos. La IED ha disminuido y los flujos de inversión de cartera han disminuido durante los últimos meses.

En lo relativo a la inflación, Filipinas no solo es un importador neto de petróleo, sino también de alimentos. Una moneda más débil significa un mayor costo de importación, e impulsaría la inflación. Así, se espera una mayor inflación en 2017, pero la cifra seguiría dentro del rango objetivo del Banco Central (2-4%).

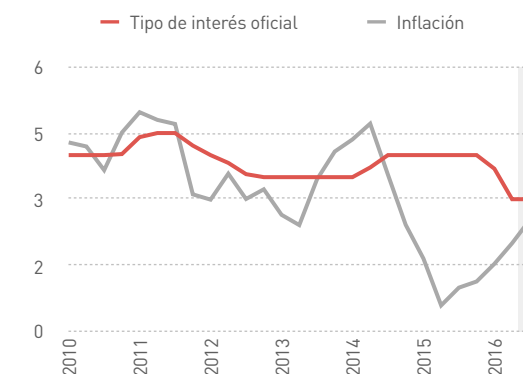
Probablemente el peso filipino se debilitará contra el dólar durante el 2017. Un déficit fiscal más amplio y un excedente de la cuenta corriente mucho más estrecho también ejercerán presión sobre la moneda.

Gráfica 1.2.14-a
Filipinas: índice Business Outlook,
2005-2016



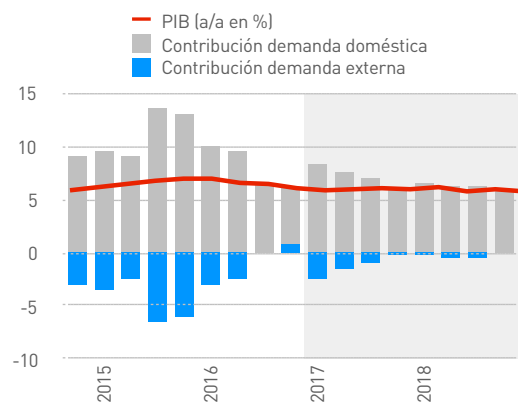
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.14-b
Filipinas: inflación y tipo de interés (%),
2010-2016



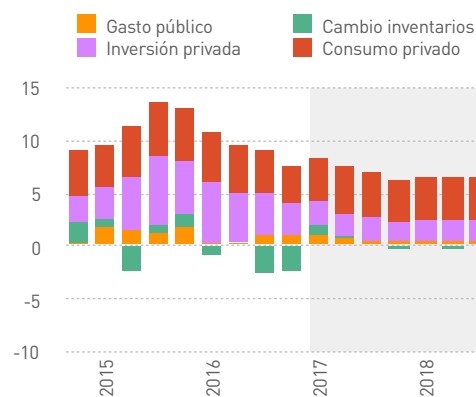
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.14-c
Filipinas: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

Gráfica 1.2.14-d
Filipinas: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	7,5	6,3	5,8	6,6	6,7	6,0	6,0
Contribución de la demanda doméstica	9,0	7,7	5,0	11,3	7,8	7,3	6,3
Contribución de la demanda externa	-1,5	-1,3	0,8	-4,7	-1,2	-1,3	-0,1
Contribución del consumo privado	4,1	4,2	3,9	4,7	4,3	4,3	3,9
Contribución de la inversión	3,1	1,1	1,5	5,0	4,3	2,0	2,0
Contribución del consumo público	1,2	0,2	0,3	1,5	0,7	0,7	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	9,1	7,6	5,9	11,1	7,4	6,8	5,8
Consumo total (% a/a, media)	6,5	5,5	5,3	7,7	6,2	6,3	5,4
Inversión (% a/a, media)	15,9	5,4	10,2	22,7	17,1	7,3	7,3
Exportaciones (a/a en %)	0,2	4,1	4,1	5,4	4,7	2,4	3,3
Importaciones (a/a en %)	-1,5	-5,6	-3,4	-12,3	-6,1	-3,7	-3,6
Tasa de paro (final período)	7,5	7,0	6,4	6,1	4,1	3,6	3,7
Inflación (a/a, final período)	2,7	4,4	1,7	1,5	3,1	3,7	3,8
Balance fiscal (% PIB)	-2,4	-1,4	-0,0	-1,9	-2,8	-3,1	-2,9
Balance comercial (% PIB)	-6,2	-6,7	-6,5	-10,1	-11,5	-10,4	-9,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	4,4	3,2	-5,7	1,0	0,6	0,9	1,4
Tipo de interés oficial (final período)	3,50	3,50	4,00	3,69	3,00	3,25	3,87
Coste medio de financiación	2,94	2,77	3,26	3,11	2,90	3,35	3,97
Tipo de cambio vs USD (fin período)	41,76	44,13	44,67	46,52	49,71	47,96	46,93
Tipo de cambio vs euro (fin período)	54,55	60,51	49,37	52,53	52,20	48,47	48,73
Tasa de ahorro (%)	7,8	8,8	8,4	7,9	8,8	9,5	9,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,6	9,1	2,9	6,6	8,6	9,1	9,5

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

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización y previsiones

Diversos **factores de naturaleza macroeconómica condicionan la actividad y dinámica de la industria aseguradora**. Así, aspectos tales como 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 financiera 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 de la industria aseguradora, y sobre la capacidad de gestionar dichos activos en relación a sus pasivos. Incluso, factores como el comportamiento y nivel de los tipos de interés pueden llegar a tener una influencia determinante sobre la viabilidad de cierta parte del modelo de negocio en el seguro de Vida, como se ha demostrado en aquellas regiones del mundo que han enfrentado prolongados períodos de bajos tipos de interés.

Este alto grado de condicionamiento de la industria aseguradora respecto de las principales variables económicas y financieras tiene su explicación en los **estrechos vínculos que la actividad aseguradora mantiene con prácticamente todas las áreas del funcionamiento económico**. De una parte, los procesos de protección y compensación de riesgos que lleva a cabo el sector asegurador apoyan el funcionamiento de los diferentes sectores de la economía real (actividades primarias, industria y servicios) a través de la amplia variedad de seguros de daños y contra la

responsabilidad. De forma análoga, los seguros proveen de estabilidad y continuidad al proceso económico frente a la ocurrencia de eventos de naturaleza catastrófica (caracterizados por ser de baja frecuencia y alta severidad), ayudando a que la economía normalice su operación en períodos relativamente breves. Los seguros igualmente estimulan y hacen posible la realización de múltiples actividades y transacciones comerciales, tanto domésticas como de comercio exterior, a través de la protección que proveen los seguros de crédito. Y desde el punto de vista de los individuos y las familias, la actividad aseguradora proporciona estabilidad al ingreso personal y familiar mediante la protección y compensación que ofrecen los seguros de vida riesgo, de accidentes, salud, hogar y automóviles, entre otros (véase el Recuadro 2.1.1-a).

No obstante, una de las funciones fundamentales que desempeña el seguro en la economía tiene que ver con el proceso de ahorro-inversión. Fundamentalmente, a través de los seguros de vida con componentes de ahorro, la industria aseguradora contribuye a la creación de ahorro interno en la economía y, con ello, al proceso de formación de capital. En este sentido, **la industria de seguros es uno de los principales inversionistas institucionales** a nivel global; función a través de la cual no solo permite la canalización de ahorro a la financiación de actividades productivas, sino que también (por las características de su modelo de negocio y de su función de inversión implícita) proveen al sistema económico de un elemento de estabilización anti-cíclica (véase el Recuadro 2.1.1-b).

2.1.1 Mercados globales

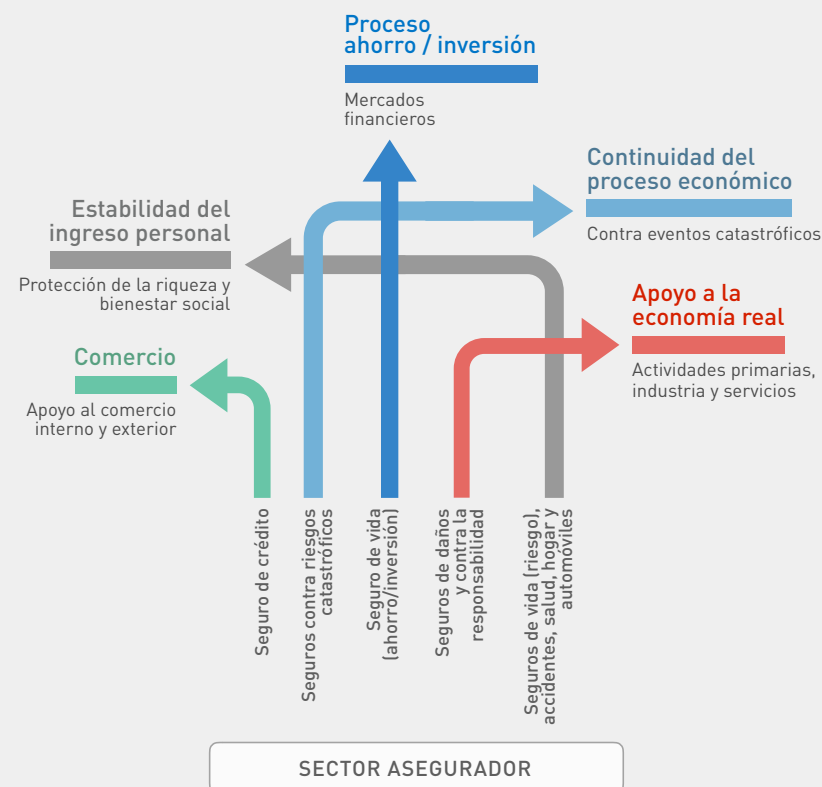
La moderada aceleración del crecimiento global, con una contribución de los países emergentes por encima de lo inicialmente previsto, constituye un entorno favorable para el desarrollo del mercado asegurador a nivel global. Conforme al escenario base previsto en este informe, se estima que las primas del **segmento de mercado de Vida** en los **mercados desarrollados** podrían crecer, en media, en torno al 1,7% en 2017 y caer ligeramente al 1,4% en 2018, en términos nominales (véanse la Tabla A-7 y Gráfica 2.1.1-a).

Por otro lado, se prevé que los crecimientos nominales de primas del negocio de Vida sean superiores en los **mercados emergentes**, con tasas que oscilarían en valores en torno al 11,7% y 11,2% en 2017-2018, respectivamente (véase la Gráfica 2.1.1-b). Estos crecimientos superan ampliamente las previsiones de inflación y son coherentes con la mayor elasticidad de las primas de seguros ante crecimientos en la renta de los mercados emergentes, en los que la brecha de protección del seguro es aún amplia.

En cuanto al **segmento de mercado de No Vida**, conforme al escenario central de este informe, los crecimientos previstos para los **mercados desarrollados** se situarían en torno al 4,9% en el año 2017, reduciéndose al 3,6% en 2018 (véase la Tabla A-8). Por ramos, el negocio de automóviles crecería 1,4% en 2017 para moderar su crecimiento al 1,2% en 2018. Los negocios de accidentes y salud se ubicarían en tasas del 3,7% en 2017, con una reducción en 2018 hasta una tasa en torno al 3,1% (véanse las Tablas A-9 y A-10, y Gráfica 2.1.1-c).

Por su parte, en la misma línea que para los seguros de Vida, se prevé un mejor comportamiento para el segmento de No Vida en los **mercados emergentes**, con crecimientos anuales ligeramente superiores al 9% en el período 2017-2018, con tasas en el ramo de autos de 13,4% y 14,1% para esos años, y de 10,9% y 10,5% para el negocio de accidentes y salud (véase la Gráfica 2.1.1-d).

Recuadro 2.1.1-a
Principales contribuciones del sector asegurador a la economía real y al mercado financiero



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

Recuadro 2.1.1-b
La función de la industria aseguradora
como inversionista institucional

Además de la función de compensación y dispersión de riesgos que realiza el sector asegurador, la cual apoya y dinamiza el funcionamiento de la economía real, la industria del seguro realiza una importante función en el circuito financiero de transformación del ahorro en inversión.

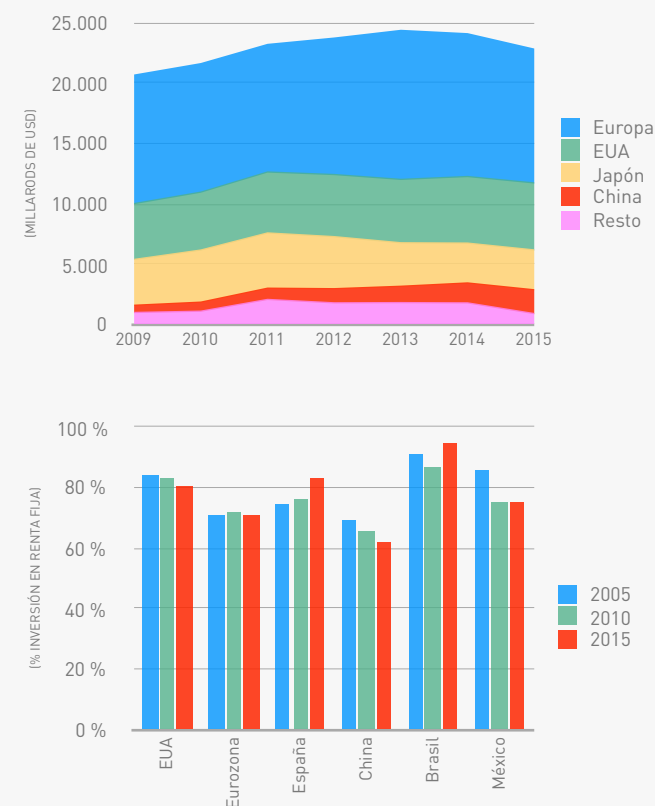
El sector asegurador es uno de los principales inversionistas institucionales a nivel global. Llevando a cabo esta función, en 2015 contribuyó con 22.838 millardos de dólares que apoyaron el financiamiento de actividades productivas a nivel internacional (véase la Gráfica R-2.1). De ese total, el 48,4% provino de entidades aseguradoras europeas (30,2% considerando solo la Eurozona), el 24,2% de aseguradoras de los Estados Unidos, el 14,4% de entidades de Japón y el 8,6% de aseguradoras que operan en China.

A diferencia de lo que ocurre con otros inversionistas institucionales, es importante destacar que la función de inversión que realiza el sector asegurador presenta varias características relevantes:

- (1) En primer lugar, se trata de un flujo de recursos estable en la medida en que, por su modelo de negocio, las decisiones de inversión de las entidades aseguradoras obedecen a las características de su pasivo; es decir, se trata de una función subsidiaria y dependiente de las particularidades de la estructura del pasivo (*liability driven*), el cual se modifica solo en lapsos relativamente largos.
- (2) En segundo lugar, en la medida en que la mayor parte de esas inversiones respaldan obligaciones de los seguros de vida, se trata de inversiones de largo plazo (y en renta fija en un alto porcentaje) que permiten apoyar proyectos de inversión que podrían hallar mayores dificultades a través de mecanismos tradicionales de financiación.
- (3) Y en tercer lugar, por las características antes apuntadas, los flujos de inversión provenientes del sector asegurador tienen la cualidad de no sufrir variaciones relevantes en la parte baja del ciclo económico, proveyendo al sistema económico de un elemento de estabilización anti-cíclica.

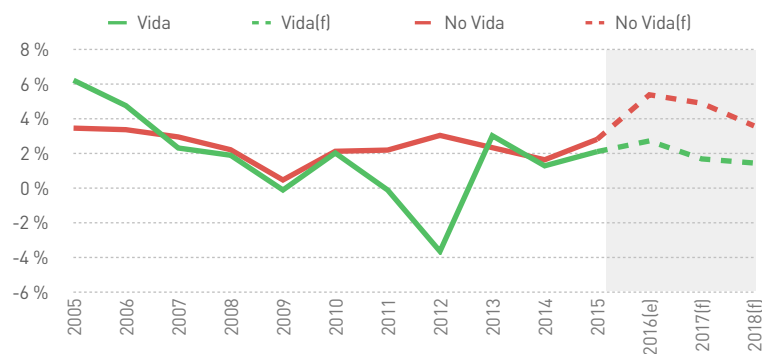
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

Gráfica R-2.1.1-a
Inversiones del sector asegurador global y porcentaje
de inversión en renta fija de países seleccionados



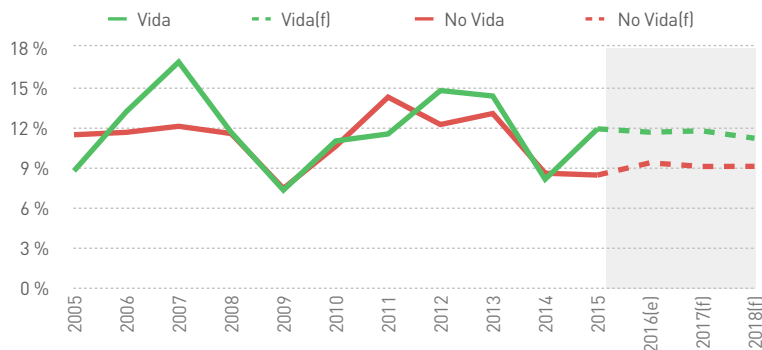
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de la OCDE y de supervisores locales)

Gráfica 2.1.1-a
Mercados desarrollados: ajuste y previsiones del modelo para el mercado de Vida
(crecimiento mediano, %)



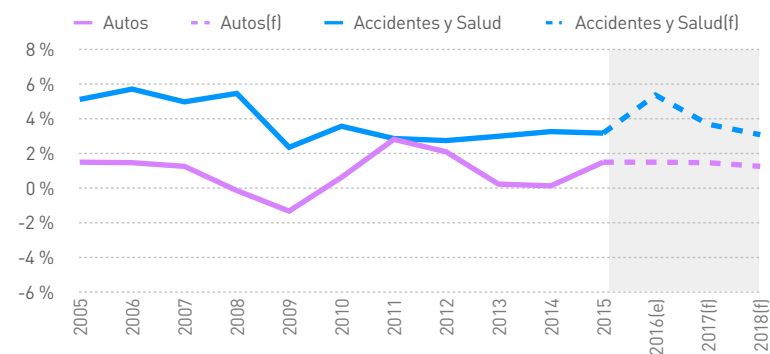
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

Gráfica 2.1.1-b
Mercados emergentes: ajuste y previsiones del modelo para el mercado Vida
(crecimiento mediano, %)



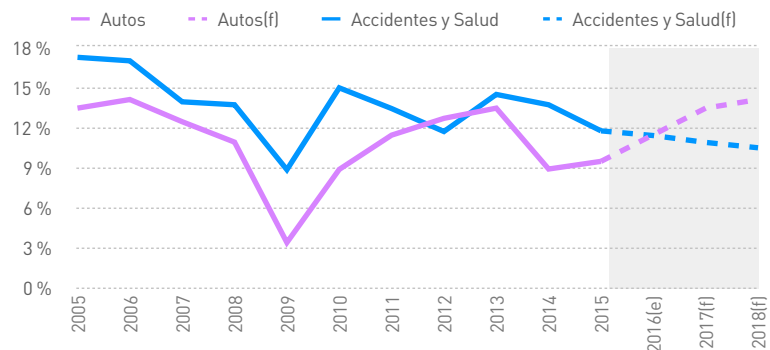
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

Gráfica 2.1.1-c
Mercados desarrollados: ajuste y previsiones del modelo para los mercados de Automóviles, y Accidentes y Salud
(crecimiento mediano, %)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

Gráfica 2.1.1-d
Mercados emergentes: ajuste y previsiones del modelo para los mercados de Automóviles, y Accidentes y Salud
(crecimiento mediano, %)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

Como se desprende del análisis anterior, mejoras introducidas en el modelo de previsión (véase el Recuadro 2.1.1-c), junto con una mayor contribución al crecimiento de los países emergentes de lo inicialmente previsto, resultan en una revisión al alza de las estimaciones contenidas en el informe anterior.

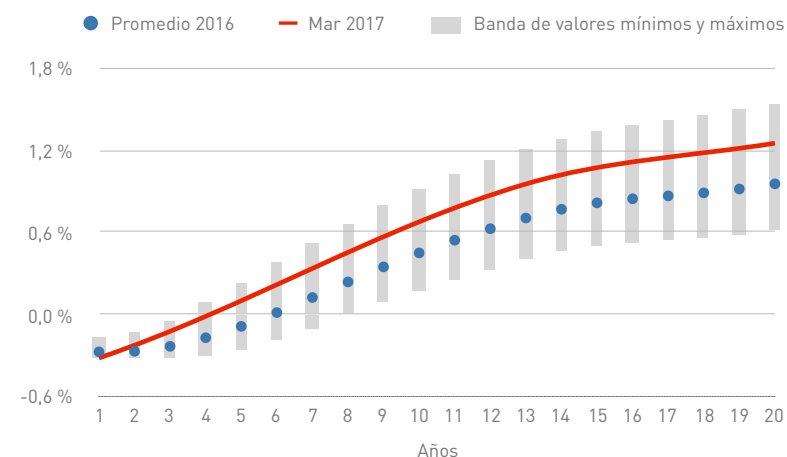
2.1.2 Eurozona

La mejora de las expectativas para la Eurozona, con unas previsiones de crecimiento en términos de PIB cercanas al 1,5% en 2017 y 2018, permite pensar en un entorno más favorable para el desarrollo del sector asegurador, especialmente los segmentos de mercado de No Vida y de Vida riesgo, altamente correlacionados con el ciclo económico.

Se estima que las primas de seguros del segmento del mercado de No Vida podrían experimentar crecimientos nominales en torno al 4,9% en 2017, reduciéndose a una tasa del 3,7% en 2018. En el ramo de autos, el crecimiento se situaría en el entorno del 1,7% para 2017 y 2018, en tanto que en los ramos de accidentes y salud los crecimientos esperados se situarían en el 3,3% en 2017 y en el 2,6% para el año 2018.

Asimismo, el repunte de la inflación en la Eurozona podría llevar a reconsiderar en el futuro la política monetaria del BCE, aunque no se espera que esto vaya a materializarse antes de finales de 2018. No obstante, en las curvas euro libres de riesgo calculadas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) para fines de la valoración de las provisiones técnicas puede apreciarse ya una subida de tipos frente a los niveles mínimos del mes de julio de 2016 (véase la Gráfica 2.1.2 que muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2016, así como el nivel de la última curva publicada por EIOPA correspondiente a 31 de marzo de 2017).

Gráfica 2.1.2
Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo
[%]



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

Como se observa, la subida es mayor en los tramos largos de la curva, en torno a 50 pbs en el tipo de interés a diez años respecto al mínimo del mes de julio. Para tramos más largos la subida es aún mayor, por encima de 60 pbs para vencimientos superiores a diecisiete años.

A pesar de encontrarnos todavía en un entorno de bajos tipos de interés, este aumento de tipos y la inclinación de la pendiente de la curva parecen indicar el inicio de un período favorable para el desarrollo de los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias. En este sentido, se estima que las primas del negocio de Vida puedan crecer a tasas de 1,4 en 2017 y de 1,3% en 2018.

Recuadro 2.1.1-c
Modelo de previsión del crecimiento de primas:
aspectos metodológicos

Construcción de la base de datos y variables dependientes

Como parte de este informe, se ha propuesto un **modelo empírico de estimación del crecimiento de primas del mercado asegurador** fundamentado en la teoría macroeconómica del consumo y del ingreso permanente. A esos efectos, se recogen los datos anuales de las primas por cada uno de los principales ramos de seguros (Vida, No Vida, Autos, y Accidentes y Salud) para ser utilizados como las variables endógenas. En cuanto al periodo muestral, el modelo aborda el periodo comprendido entre 1980 y 2016, con previsiones para el período 2017-2018. Para captar la capacidad predictiva a corto plazo, se utilizan datos trimestrales; por ello, se procedió a la trimestralización de las primas anuales para cada ramo, utilizando la interpolación de datos (caracterizado por un patrón estacional). Las variables de las primas son tratadas en logaritmos, y transformadas en primeras diferencias para lograr su estacionariedad. Asimismo, para obtener las primas por regiones se ha utilizado la mediana de las primas de los países correspondientes a cada región.

Con el fin de construir un modelo con una alta capacidad explicativa a nivel global, cada ramo se ha sido analizado por las regiones que han resultado de principal interés. De una parte, los **mercados desarrollados**, que engloba un conjunto de 14 países: 8 de la Unión Europea (Austria, Francia, Alemania, Italia, Malta, Holanda, Portugal y España); 4 no pertenecientes a la Unión Europea (Australia, Canadá, Reino Unido y Dinamarca), y Estados Unidos y Japón. Y por la otra, los **mercados emergentes**, que engloba un conjunto de 24 países: 14 latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Panamá, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela), 5 de Asia emergente (China, Tailandia, Filipinas, Hong Kong, Corea del Sur), 3 países de Europa emergente (Rusia, Polonia y Turquía), y Arabia Saudita y Sudáfrica.

Objetivo del modelo y variables explicativas

El trasfondo macroeconómico del modelo se fundamenta en el análisis de la dinámica conjunta de variables ligadas a la renta y riqueza, con el consumo y el ahorro. Por tanto, el modelo es capaz de observar la interrelación entre las primas de los seguros y el PIB, la aversión al riesgo y las primas de riesgo o ciertas variables financieras asociadas con los tipos de interés. De ahí que la parte explicativa del modelo está compuesta por las siguientes variables: PIB, tipos de interés, tipos de cambio, inflación, primas de riesgo, empleo y el precio del petróleo. Asimismo, se incluye en la regresión, variables *dummy*, con el fin de captar el efecto incremental por pertenecer a una región o a otra. El análisis para el que sirve de base el modelo se centra principalmente en la dinámica entre las primas y las variables macroeconómicas y financieras, aportando además información sobre la capacidad explicativa de las propias primas.

A tales efectos, se emplea un modelo Panel VAR (Vector Autorregresivo con Datos de Panel). Debido al objetivo que se persigue y a los datos obtenidos, se aplica una estructura no balanceada de datos de panel con efectos fijos. En primer lugar, el modelo es no balanceado, ya que no todas las regiones pueden observarse en todos los períodos. Más aún, al buscar el efecto individual de cada región sobre las primas, y considerando que dichos efectos individuales son independientes entre sí, la utilización de efectos fijos parece trivial. No obstante, más allá de la metodología que se aplica, la justificación principal del modelo en datos de panel es que proporciona información sobre las diferencias poblacionales y temporales, es decir, información sobre una dinámica conjunta de variables.

Por último, el uso de un Panel VAR ofrece el análisis de una estructura dinámica y flexible entre las variables macroeconómicas y permite estimar el efecto individual de cada población dada. Otros estudios, como el de Xin Shen (2015), provee el efecto de la riqueza del hogar sobre el consumo y su impacto en el corto y largo plazo.

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

2.1.3 España

Las previsiones de crecimiento del PIB español en 2017 en torno al 2,5% (con una ligera desaceleración respecto a 2016 cuando se situó en el 3,2%) llevan a pensar en una correlativa moderación en el crecimiento de los segmentos de mercado de No Vida y Vida riesgo. No obstante, el mayor dinamismo que se percibe en el sector residencial podría compensar el efecto de la moderación prevista en el consumo. En este entorno, se estima que las primas de seguros del negocio de No Vida podrían experimentar crecimientos nominales por encima de la media prevista para los países de la Eurozona.

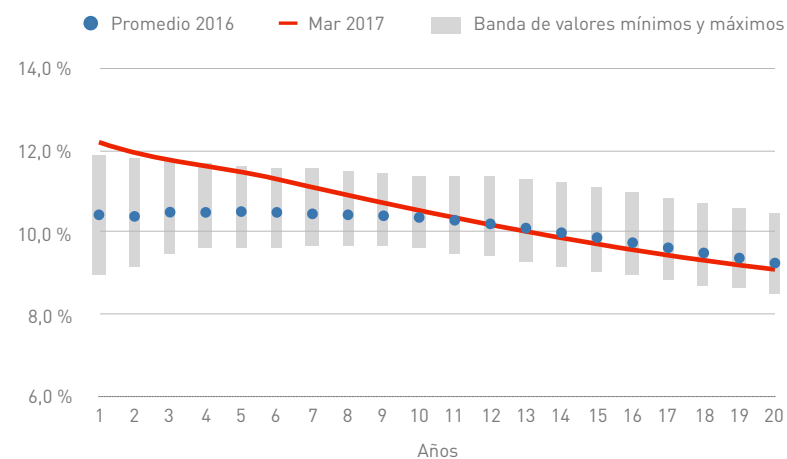
Por otro lado, a pesar de la mejoría experimentada en 2016, la persistencia del entorno de bajos tipos de interés continúa pesando en el segmento de mercado de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales. Sin embargo, el repunte de los tipos de interés libres de riesgo en los plazos largos de la curva (véase la Gráfica 2.1.2) puede favorecer su comercialización (en línea con lo sucedido en 2016) ayudado por la escasa o nula rentabilidad ofrecida por los depósitos de las instituciones de crédito, que se enfrentan todavía a una facilidad marginal de los depósitos negativa.

2.1.4 Turquía

El crecimiento económico para Turquía en 2016 del 2,9% continúa lejos de su potencial y del crecimiento del 6% alcanzado en 2015. Esta situación, junto a la previsión de desaceleración para 2017 (con valores en torno al 2,3%) por un menor crecimiento previsto de la demanda doméstica, podrían limitar la dinámica de crecimiento del negocio asegurador en los ramos de No Vida y Vida riesgo, si se tiene en cuenta su elevada correlación con el ciclo económico.

Asimismo, la alta incertidumbre derivada de las tensiones domésticas y geopolíticas se está trasladando a una curva de tipos de interés volátil e invertida (véase la Gráfica 2.1.4), lo que podría dificultar el desarrollo de los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias a pesar de que los tipos libres de riesgo siguen siendo positivos en todos los tramos de la curva. Esta volatilidad de los tipos de interés aumenta la probabilidad de que se incrementen los rescates. De igual forma, el repunte de la inflación junto con el deterioro de los salarios reales y de su moneda, podrían ser un factor que perjudique el adecuado desempeño técnico del negocio asegurador.

Gráfica 2.1.4
Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



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

2.1.5 Estados Unidos

Conforme a lo previsto en nuestro informe anterior, en Estados Unidos se materializaron las expectativas de crecimiento del PIB del 1,6% en 2016. Aunque con ciertas cautelas por el hecho de que las políticas fiscales expansivas prometidas por la Administración Trump no terminan de concretarse, se mantiene la previsión de crecimiento para 2017 en torno al 2,3%, entorno favorable para el desarrollo del sector asegurador en los segmentos de No Vida y Vida riesgo.

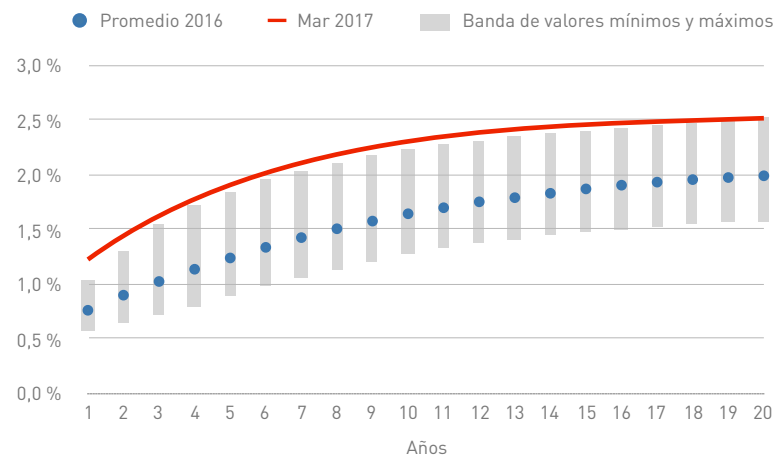
Se estima que las primas del negocio de No Vida podrían experimentar crecimientos por encima del 2,7% en el período 2017-2018, aunque de forma asimétrica para los distintos ramos. Así, la previsión para el ramo de autos es que las tasas de crecimiento pudieran moderarse en 2017 y 2018, en tanto que el crecimiento previsto para los ramos de accidentes y salud sería del 4,7% en 2017, para luego alcanzar el 5,1% en 2018.

Asimismo, la materialización de las subidas graduales de los tipos de interés de largo plazo favorecerá el desarrollo del segmento de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al permitir ofrecer tipos garantizados mayores y mejorar la situación de las entidades en términos del apropiado casamiento de las duraciones en sus carteras. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo para el dólar de los Estados Unidos calculadas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.5) puede apreciarse la subida de tipos frente al nivel que presentaban en 2016. Se estima que estas subidas podrían derivar en crecimientos para el segmento del negocio de Vida en torno al 1,2% en 2017 y al 4,5% en 2018.

2.1.6 Brasil

Se confirma un decrecimiento para la economía de Brasil en 2016 situándose en un -3,6%, con una estimación de crecimiento del 0,3% para

Gráfica 2.1.5
Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo
[%]

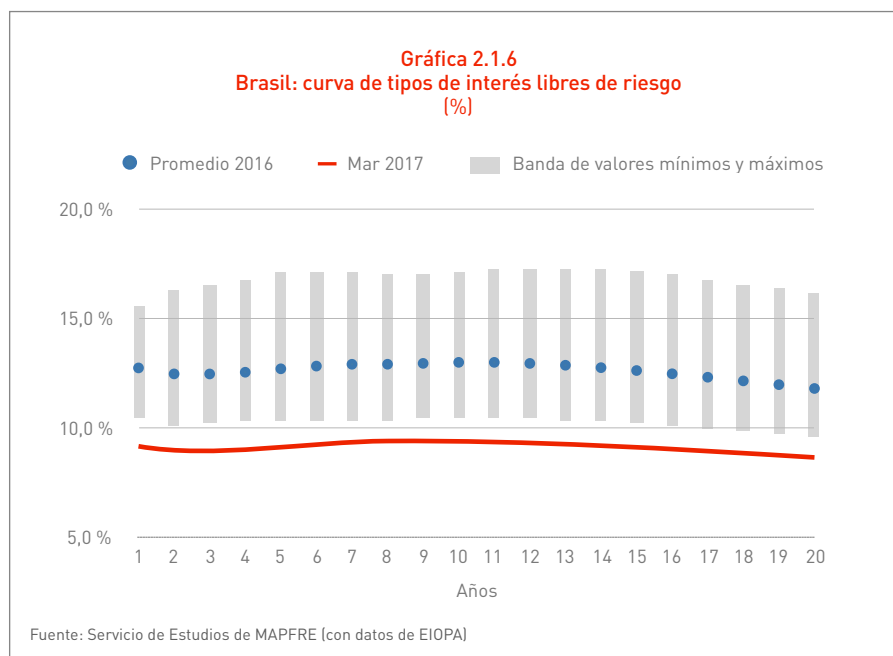


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de EIOPA)

2017. Las políticas monetaria y fiscal expansivas podrían llevar a un cambio de tendencia y pasar a cuotas positivas de crecimiento en años sucesivos, lo cual sería favorable para el desempeño del sector asegurador. No obstante, el entorno es todavía complicado teniendo en cuenta la debilidad del desempeño económico.

Los tipos de interés se encuentran en valores por debajo de los mínimos que presentaron en 2016 y continúan a la baja, con un aplanamiento de la curva de tipos que incluso presenta una ligera pendiente negativa en su tramo largo (véase la Gráfica 2.1.6), lo cual creará un entorno complejo para el desarrollo de los productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias, a pesar de que los tipos siguen siendo positivos en todos los puntos de la curva.

Por otra parte, las características de las políticas monetaria y fiscal expansivas podrían conllevar un deterioro del real, con el consiguiente impacto negativo en los resultados del negocio asegurador al transmitirse a la estructura de costes. Esta situación podría mejorar a medio plazo si finalmente se consolidan las previsiones y la posterior vuelta al crecimiento en 2018. Sin embargo, continúa la incertidumbre en este sentido.

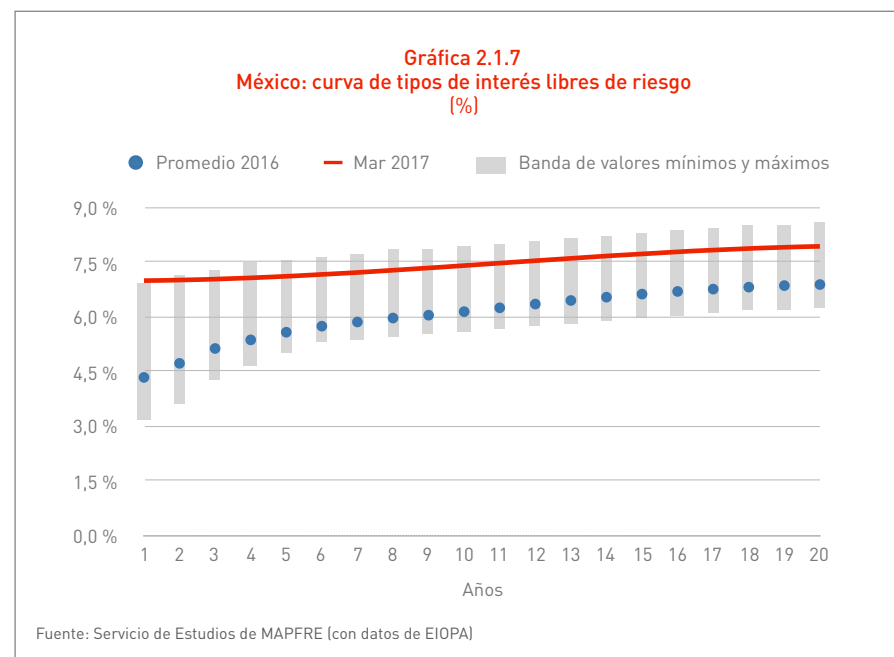


2.1.7 México

La debilidad del proceso de crecimiento económico previsto para México en 2017, junto con la erosión de las rentas reales debido al crecimiento de la

inflación, anticipa un panorama de crecimiento y desempeño débil para los ramos de No Vida y Vida riesgo, si bien superior al crecimiento de la actividad económica general.

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 que ha elevado los tipos de interés en el tramo corto de la curva (véase la Gráfica 2.1.7). No obstante, la volatilidad observada continúa alta, lo cual podría tener también un efecto nocivo en los referidos negocios ya que, al igual que sucede en otras economías emergentes, dificulta la comercialización de estos productos y conlleva riesgos potenciales de rescates.



2.1.8 China

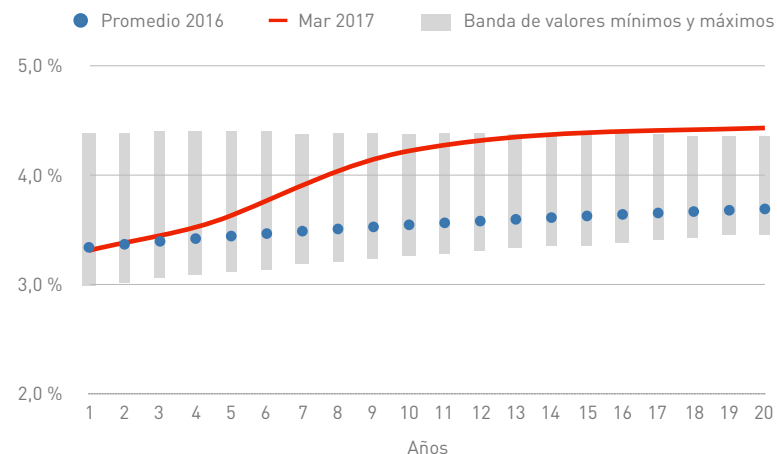
La previsión de un entorno económico favorable en China es positiva para las perspectivas de su sector asegurador, dada su aún reducida tasa de penetración del seguro (propia de las economías emergentes), que conlleva una mayor elasticidad en el crecimiento de las primas ante crecimientos del PIB.

Es de destacar que el gobierno chino tiene entre sus objetivos explícitos para la actividad aseguradora el incrementar la tasa de penetración (primas/PIB). Así, el crecimiento de la actividad económica en 2016 del 6,7%, junto con unas expectativas de crecimiento en torno al 6,3% para el año 2017, constituirán un entorno favorable para el desarrollo de los segmentos de seguros de No Vida y de 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. No obstante, la previsión del eventual endurecimiento de las condiciones para el acceso a la compra de viviendas podría tener también un efecto negativo en las previsiones de crecimiento para el sector asegurador.

En este contexto se estima que las tasas de crecimiento del segmento de seguros de No Vida podrían presentar valores de dos dígitos en el período 2017-2018, cercanos al 20%. El ramo de autos presentaría crecimientos en el entorno del 15,5%, mientras que los ramos de salud y accidentes podrían presentar tasas superiores al 25% en el referido período.

Por otra parte, la previsión de la implementación de políticas monetarias por parte del banco central tratando de evitar nuevas depreciaciones de su moneda, dibujan un panorama favorable para los negocios de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias.

Gráfica 2.1.8
China: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



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

En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8) se aprecia este efecto, especialmente en los plazos largos de la curva, observándose una subida de los tipos de interés a largo plazo con una curva que gana pendiente, lo cual es positivo para la comercialización de productos Vida ahorro y de rentas vitalicias. De esta forma, se estima que las tasas de crecimiento de las primas del negocio de Vida en el período 2017-2018 podrían situarse en valores cercanos al 20%.

2.1.9 Reaseguro

En términos generales, los datos estimados apuntan un aumento de la siniestralidad derivada de eventos catastróficos, cuyos daños económicos en 2016 superarían en torno al 86% los de 2015 y, en términos de daños asegurados, en torno al 42%. Se trata del peor dato desde el año 2012, que ha sido en cualquier caso un período de baja siniestralidad. La brecha de protección del seguro contra este tipo de riesgos continúa siendo sustancial y asimétrica por distintas regiones¹⁰. Se prevé que ese repunte debiera empujar al alza las primas del reaseguro.

2.2 Tendencias regulatorias

Tendencias globales

La Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) lanzó a principios de marzo una consulta para la revisión de parte de los principios básicos para la supervisión de seguros, integrantes del denominado “ComFrame” o marco común para la supervisión de grupos aseguradores internacionalmente activos (Internationally Active Insurance Groups, IAIGs). El análisis para la revisión se refiere a algunos aspectos relativos a la introducción a los principios, metodología de valoración, sistema de gobierno, supervisión, cooperación, medidas a adoptar por los supervisores y resolución de estos grupos. El plazo para enviar comentarios finalizará el 1 de junio de 2017.

Por otro lado, es de destacar el proyecto de seguros entre Estados Unidos y la Unión Europea sobre el denominado riesgo cibernético (Cyber Risk). El 9 de enero de 2017 se llegó a un acuerdo sobre la designación de expertos de ambas jurisdicciones para discutir asuntos de seguridad cibernética y

coordinación transatlántica en esta y otras materias relacionadas. Participan miembros de la Comisión Europea, la Asociación Nacional de Comisionados de Seguros (NAIC), la Oficina Federal de Seguros del Departamento de Tesoro (FIO) y del Banco de la Reserva Federal (FRB) de los Estados Unidos¹¹.

Estados Unidos

El 15 de marzo de 2017, la NAIC envió al Departamento del Tesoro de los Estados Unidos una carta con su posición ante el Acuerdo bilateral alcanzado el 13 de enero en materia de seguros y reaseguros con la Unión Europea, pendiente de ratificación por parte del Congreso de los Estados Unidos¹².

En su carta¹³, la NAIC pone de manifiesto la confusión que a su juicio existe acerca de la naturaleza de los derechos y obligaciones que se derivan del Acuerdo entre los funcionarios del actual gobierno, los que en su momento negociaron el Acuerdo, los reguladores y la propia industria. Por ese motivo plantea una lista de aclaraciones sobre la interpretación de los términos del Acuerdo con el fin de que el Departamento del Tesoro busque una confirmación escrita por parte de la Unión Europea en este sentido, entendiendo que esa aclaración es necesaria para evaluar si el Acuerdo se ha realizado en el mejor de los intereses para los Estados Unidos, así como para su adecuada implementación.

Por otro lado, el Presidente Donald Trump permanece firme en su promesa de reforma de las regulaciones que afectan al sector financiero y en particular al “Dodd-Frank Act” con el fin eliminar regulaciones que se consideren ineficientes. Sin embargo, todavía es pronto para anticipar en qué se van a concretar estas posibles reformas y los efectos que eventualmente podrían tener sobre el sector financiero y, de manera particular, sobre la industria aseguradora.

Unión Europea

Autoridades Europeas de Supervisión

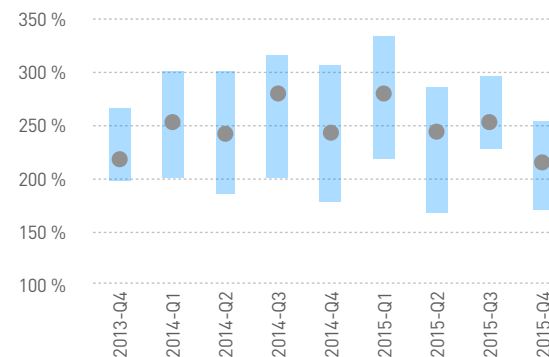
El 21 de marzo la Comisión Europea lanzó una consulta pública¹⁴ sobre el funcionamiento de las Autoridades Europeas de Supervisión (EBA, ESMA e EIOPA) con el fin de identificar áreas en las que pueden ser mejoradas y reforzadas, al tratarse de un elemento importante en el desarrollo e integración de los mercados financieros de la Unión Europea. Esta consulta se produce en el contexto de la revisión general prevista de las Autoridades de Supervisión para este año, establecida en sus normas fundacionales. El plazo para enviar comentarios finalizará el 16 de mayo de 2017.

Solvencia II

El 9 de febrero de 2017, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) publicó el cuadro de riesgos a los que entiende que la industria aseguradora de la Unión Europea (UE) se encuentra expuesta¹⁵, suministrando información sobre los ratios de solvencia de la muestra de las entidades aseguradoras a nivel individual y de grupo, y su comparativa con los ratios que presentaban bajo el sistema anterior (véase las Gráficas 2.2-a y 2.2.-b).

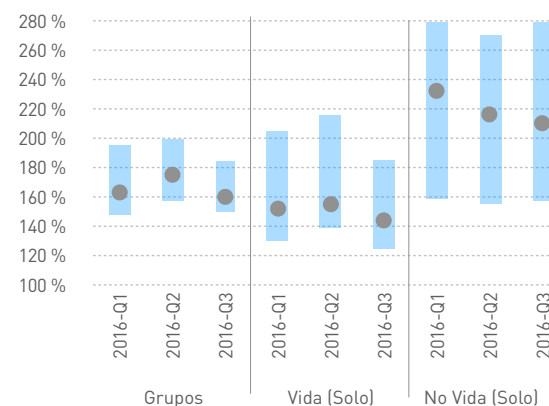
Por otra parte, el 5 de abril EIOPA publicó la metodología para derivar el último punto de convergencia (UFR) en la extrapolación de las curvas de tipos de interés libres de riesgo a utilizar en la valoración de las provisiones técnicas para determinar el ratio de solvencia¹⁶. Como resultado de esta nueva metodología, el UFR para la curva euro se reduce del 4,2% al 4,05% en 2018, con reducciones adicionales en años posteriores hasta alcanzar el 3,65%, según el valor estimado por EIOPA. Estas reducciones no pueden superar 15 pbs anuales.

Gráfica 2.2-a
Ratios de Solvencia I: Grupos



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

Gráfica 2.2-b
Ratios de Solvencia II: Grupos, Vida y No Vida



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

Por último, es de destacar que el 3 de marzo terminó el plazo para enviar comentarios en relación al documento para la discusión sobre la reforma de algunos elementos específicos de la fórmula estándar, como parte del proceso para la elaboración del consejo técnico solicitado por la Comisión Europea, el cual debe remitirse el 31 de octubre. EIOPA se encuentra en el proceso de análisis de los comentarios recibidos¹⁷.

Fondos privados de pensiones

El nuevo texto refundido de la Directiva de Fondos de Pensiones de Empleo (IORP II) fue publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea el 23 de diciembre de 2016. Esta Directiva persigue una mínima armonización entre las distintas legislaciones nacionales relativas a la regulación de los fondos de pensiones vinculados a una relación laboral, tratando de garantizar unos niveles mínimos en cuanto a su transparencia, gobierno y gestión de riesgos. Esta Directiva debe trasponerse a más tardar el 13 de enero de 2019.

EIOPA destaca el elevado nivel de heterogeneidad de este tipo de fondos en la Unión Europea y está desarrollando diversas iniciativas que puedan contribuir a los esfuerzos para reducir la fragmentación del mercado. En este sentido, se encuentra en curso una encuesta lanzada para recopilar las opiniones de los distintos actores relevantes cuyo plazo finalizaba el 4 de abril. Asimismo, EIOPA tiene intención de lanzar el Stress Test de Pensiones de 2017 en el próximo mes de mayo.

Por último, es de destacar que la Comisión Europea continúa trabajando en una propuesta legislativa sobre un producto de pensiones individuales paneuropeo, en base al consejo técnico dado por EIOPA en julio de 2016 y la consulta pública llevada a cabo por la propia Comisión a finales de 2016, sobre posibles medidas relacionadas con este tipo de instrumento para hacer frente a los retos demográficos, la innovación y desarrollo de los mercados, así como la movilidad a nivel de la Unión Europea de los fondos, entre otros aspectos.

Distribución de seguros

El 1 de febrero, EIOPA publicó el consejo técnico¹⁸ remitido a la Comisión Europea sobre los posibles actos delegados previstos por la Directiva¹⁹ de Distribución de Seguros, con el objeto de facilitar un marco común para el mejor gobierno y supervisión de los procesos relativos al lanzamiento y seguimiento de productos por parte de las aseguradoras, enfocado en la protección al consumidor. Elabora asimismo propuestas legislativas en cuanto a la distribución de productos de inversión basados en seguros, gestión de conflictos de intereses, incentivos e idoneidad y adecuación de los productos adquiridos por los consumidores de seguros.

Por otro lado, a principios de febrero EIOPA remitió a la Comisión Europea su propuesta de Norma Técnica de Ejecución²⁰ sobre el contenido armonizado del documento de información precontractual que debe entregarse a los consumidores de seguros de No Vida (*Insurance Product Information Document*, IPID). Al mismo tiempo, continúan los trabajos por parte de los Estados miembros en cuanto a la transposición de la Directiva de Distribución de Seguros, cuyo plazo finaliza el 23 de febrero de 2018.

Protección al consumidor

El 23 de marzo la Comisión Europea anunció un Plan de Acción destinado a los consumidores²¹ para mejorar la posibilidad de elección y el acceso a los productos financieros de toda la Unión. Se trata de una iniciativa horizontal enfocada en el uso de herramientas digitales que cubre un amplio abanico de productos financieros como cuentas bancarias, seguros de automóviles y transferencias de dinero.

En relación a la innovación financiera y la protección al consumidor, el 17 de marzo de 2017 finalizó el plazo para contestar al documento elaborado por el Comité Conjunto EBA-ESMA-EIOPA sobre el uso de “Big Data” por parte de las instituciones financieras que ha tenido reacciones por parte de las instituciones financieras, supervisores y otros grupos de interés²². El Comité se encuentra ahora analizando estas respuestas.

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas y sectoriales

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
Estados Unidos	1,7	2,5	2,6	1,6	2,3	2,5	1,7	2,5	2,6	1,6	1,5	1,1
Eurozona	0,8	1,6	1,8	1,7	1,5	1,5	0,8	1,6	1,8	1,7	1,0	1,0
Alemania	0,6	1,6	1,5	1,8	1,5	1,4	0,6	1,6	1,5	1,8	1,1	1,4
Francia	0,6	0,6	1,3	1,3	1,3	1,6	0,6	0,6	1,3	1,3	0,8	1,3
Italia	-0,4	0,3	0,8	0,9	1,0	1,1	-0,4	0,3	0,8	0,9	0,5	0,9
España	-1,7	1,4	3,2	3,2	2,5	2,1	-1,7	1,4	3,2	3,2	1,6	1,7
Reino Unido	1,9	3,1	2,2	1,8	1,6	1,3	1,9	3,1	2,2	1,8	1,2	0,8
Japón	2,0	0,3	1,3	1,0	1,2	1,0	2,0	0,3	1,3	1,0	0,4	0,1
Mercados emergentes	5,1	4,7	4,2	4,1	4,6	4,8	5,1	4,7	4,2	4,1	3,9	4,0
América Latina ¹	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	1,6	2,3	2,6	2,3	1,9	2,0	1,6	2,3	2,6	2,3	1,6	0,6
Brasil	3,0	0,5	-3,8	-3,6	0,3	1,9	3,0	0,5	-3,8	-3,6	0,1	2,3
Argentina	2,4	-2,5	2,6	-2,3	2,5	3,8	2,4	-2,5	2,6	-2,3	2,3	3,3
Emergentes europeos	2,8	2,8	3,6	3,3	3,1	3,2	2,8	2,8	3,6	3,3	3,0	3,1
Turquía	8,5	5,3	6,0	2,9	2,3	3,2	8,5	5,3	6,0	2,9	2,7	3,1
Asia Pacífico	5,8	5,6	5,5	5,8	5,6	5,6	5,8	5,6	5,5	5,8	5,0	4,5
China	7,8	7,3	6,9	6,7	6,3	5,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,0	4,4
Indonesia	5,3	4,9	5,0	5,0	5,2	5,2	5,3	4,9	5,0	5,0	4,6	4,0
Filipinas	6,3	5,8	6,6	6,7	6,0	6,0	6,3	5,8	6,6	6,7	5,3	5,1
Mundo	3,4	3,5	3,4	3,1	3,1	3,2	3,4	3,5	3,4	3,1	2,6	2,5

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

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fecha de cierre de previsiones: 31 marzo 2017.

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
Estados Unidos	1,2	1,2	0,4	1,8	2,3	2,2	1,2	1,2	0,4	1,8	2,1	2,4
Eurozona	0,6	0,2	-0,1	1,6	1,5	1,8	0,6	0,2	-0,1	1,6	1,1	1,0
Alemania	1,3	0,5	0,3	0,9	1,8	1,9	1,3	0,5	0,3	0,9	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	0,5	0,1	-0,4	1,5	1,1	1,8	0,5	0,1	-0,4	1,5	0,5	0,8
España	0,1	-0,5	-0,3	1,0	1,4	1,4	0,1	-0,5	-0,3	1,0	1,0	1,0
Reino Unido	2,1	0,9	0,1	1,2	2,8	1,9	2,1	0,9	0,1	1,2	2,4	1,6
Japón	1,5	2,5	0,2	0,3	0,7	0,9	1,5	2,5	0,2	0,3	0,0	0,3
Mercados emergentes	5,5	4,7	4,7	4,5	4,4	4,2	5,5	4,7	4,7	4,5	4,4	4,2
América Latina¹	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	3,7	4,2	2,3	3,2	4,7	3,0	3,7	4,2	2,3	3,2	4,2	5,1
Brasil	6,4	8,5	9,1	4,8	4,6	4,2	6,4	8,5	9,1	4,8	5,4	4,4
Argentina	21,9	38,0	26,7	41,2	28,8	17,2	21,9	38,0	26,7	41,2	25,5	16,8
Emergentes europeos	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	8,8	8,2	7,6	8,1	6,7	7,5	8,8	8,2	7,6	7,4	6,6
Asia Pacífico	5,8	5,6	2,2	3,0	3,9	4,0	5,8	5,6	2,2	3,0	4,5	4,4
China	2,9	1,5	1,5	2,2	2,8	2,8	2,9	1,5	1,5	2,2	2,4	3,0
Indonesia	7,7	6,1	4,9	3,4	4,3	4,3	7,7	6,1	4,9	3,4	5,3	5,2
Filipinas	3,6	3,1	1,1	2,6	3,5	3,8	3,6	3,1	1,1	2,6	3,7	3,6
Mundo	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)

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fecha de cierre de previsiones: 31 marzo 2017.

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
Estados Unidos	2,34	2,53	2,13	1,80	2,60	2,90	2,34	2,53	2,13	1,80	2,27	1,79
Eurozona	1,63	1,25	0,54	0,86	1,22	1,55	1,63	1,25	0,54	0,86	1,21	1,39

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 31 marzo 2017.

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
USD-EUR	0,73	0,80	0,91	0,90	0,99	0,98	0,73	0,80	0,91	0,90	0,89	0,91
EUR-USD	1,36	1,25	1,10	1,09	1,01	1,02	1,36	1,25	1,10	1,09	1,12	1,09
GBP-USD	1,62	1,58	1,52	1,24	1,25	1,22	1,62	1,58	1,52	1,24	0,77	0,78
USD-JPY	136,75	142,83	133,01	118,01	123,47	129,84	136,75	142,83	133,01	118,01	123,47	129,84
USD-CNY	6,09	6,15	6,39	6,83	7,15	7,03	6,09	6,15	6,39	6,83	6,95	6,80

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 31 marzo 2017.

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
Estados Unidos	0,30	0,30	0,30	0,80	0,90	1,70	0,30	0,30	0,30	0,80	0,60	0,10
Eurozona	0,30	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00	0,30	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 31 marzo 2017.

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

	Escenario Base					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Estados Unidos	105,4	105,2	105,6	107,4	108,3	108,9
Alemania	77,5	74,9	71,2	67,6	64,7	62,0
Francia	92,3	95,2	96,2	96,6	97,4	97,4
Italia	129,0	131,8	132,0	132,6	132,8	131,6
España	95,4	100,4	99,8	99,3	98,5	97,9
Reino Unido	86,2	88,1	89,0	89,2	89,0	88,7
México	46,4	49,5	53,7	58,1	57,2	56,8
Brasil	60,2	62,3	72,5	78,3	81,2	82,7
Argentina	42,2	43,6	52,0	51,3	49,4	49,2
Turquía	31,3	28,7	27,6	29,1	29,8	29,8
Japón	124,2	126,2	125,3	127,9	130,7	132,6
China	37,0	39,9	42,6	46,2	49,3	52,0
Indonesia	24,8	24,7	26,9	27,9	28,2	28,5
Filipinas	39,3	36,4	36,3	33,7	32,6	31,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 31 marzo 2017.

Tabla A-7
Mercado asegurador Vida: previsiones de crecimiento de primas
 [crecimiento mediano nominal en moneda local, %]

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017f	2018f
Mercados desarrollados	6,2 %	4,7 %	2,3 %	1,9 %	-0,2 %	2,0 %	-0,2 %	-3,7 %	3,0 %	1,3 %	2,1 %	2,7 %	1,7 %	1,4 %
Estados Unidos	1,4 %	5,9 %	7,4 %	2,1 %	-10,2 %	-1,0 %	5,8 %	-5,9 %	9,5 %	-0,2 %	4,7 %	-0,8 %	1,2 %	4,5 %
Japón	1,2 %	-3,6 %	-11,8 %	5,2 %	1,1 %	1,4 %	1,6 %	3,0 %	-4,5 %	1,3 %	3,6 %	4,6 %	2,2 %	0,6 %
Eurozona	9,2 %	5,3 %	2,0 %	2,0 %	3,6 %	4,3 %	-2,9 %	-4,5 %	2,6 %	2,0 %	1,1 %	2,6 %	1,4 %	1,3 %
Resto de desarrollados	6,9 %	9,1 %	8,4 %	-0,9 %	-6,3 %	-0,8 %	3,5 %	-3,2 %	3,8 %	-0,5 %	1,0 %	3,0 %	1,8 %	1,6 %
Mercados emergentes	8,8 %	13,2 %	16,9 %	11,6 %	7,3 %	11,0 %	11,5 %	14,7 %	14,3 %	8,1 %	11,9 %	11,6 %	11,7 %	11,2 %
América Latina	7,1 %	15,1 %	17,3 %	12,5 %	8,5 %	16,4 %	14,2 %	18,1 %	15,6 %	7,2 %	14,6 %	15,4 %	16,5 %	12,8 %
Asia emergente*	12,4 %	12,3 %	20,2 %	17,4 %	10,9 %	16,8 %	7,0 %	6,7 %	11,1 %	15,2 %	15,3 %	20,3 %	17,1 %	14,9 %
Europa emergente	-8,0 %	17,8 %	18,6 %	13,4 %	-4,8 %	12,6 %	16,4 %	13,4 %	18,3 %	-0,0 %	8,5 %	14,6 %	16,2 %	11,8 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

* Incluye a China

Fecha de cierre de previsiones: 31 marzo 2017.

Tabla A-8
Mercado asegurador No Vida: previsiones de crecimiento de primas
 [crecimiento mediano nominal en moneda local, %]

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017f	2018f
Mercados desarrollados	3,4 %	3,3 %	2,9 %	2,2 %	0,4 %	2,1 %	2,2 %	3,0 %	2,3 %	1,6 %	2,8 %	5,4 %	4,9 %	3,6 %
Estados Unidos	1,7 %	3,9 %	3,4 %	1,3 %	-1,3 %	0,6 %	2,7 %	3,4 %	2,7 %	2,3 %	3,5 %	2,7 %	2,7 %	2,8 %
Japón	0,1 %	-0,4 %	-4,6 %	-1,7 %	-2,0 %	-0,6 %	2,7 %	2,6 %	5,1 %	6,2 %	4,8 %	4,9 %	4,2 %	2,6 %
Eurozona	3,5 %	3,2 %	2,7 %	2,0 %	-0,6 %	1,7 %	1,8 %	-0,1 %	0,8 %	0,7 %	2,5 %	3,7 %	4,9 %	3,7 %
Resto de desarrollados	4,9 %	5,1 %	4,9 %	6,6 %	5,6 %	6,3 %	2,5 %	5,1 %	7,3 %	4,2 %	2,8 %	6,4 %	6,1 %	4,2 %
Mercados emergentes	11,5 %	11,6 %	12,1 %	11,5 %	7,5 %	10,6 %	14,3 %	12,2 %	13,0 %	8,6 %	8,5 %	9,4 %	9,1 %	9,1 %
América Latina	12,1 %	11,7 %	15,7 %	17,7 %	12,0 %	12,5 %	15,8 %	12,9 %	14,2 %	13,5 %	14,3 %	16,1 %	17,8 %	17,1 %
Asia emergente*	11,7 %	14,3 %	15,3 %	14,1 %	12,2 %	18,2 %	16,0 %	13,3 %	15,1 %	12,1 %	11,1 %	16,4 %	15,1 %	14,0 %
Europa emergente	17,8 %	17,6 %	13,1 %	12,5 %	5,1 %	7,5 %	13,8 %	14,7 %	11,4 %	8,1 %	3,0 %	8,0 %	9,2 %	7,9 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

* Incluye a China

Fecha de cierre de previsiones: 31 marzo 2017.

Tabla A-9
Mercado asegurador Automóviles: previsiones de crecimiento de primas
 [crecimiento mediano nominal en moneda local, %]

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017f	2018f
Mercados desarrollados	1,5 %	1,4 %	1,2 %	-0,2 %	-1,4 %	0,6 %	2,8 %	2,1 %	0,2 %	0,1 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,2 %
Estados Unidos	-3,6 %	-3,4 %	-0,4 %	-2,4 %	-2,9 %	0,3 %	-0,2 %	1,0 %	4,2 %	0,5 %	1,0 %	1,1 %	0,7 %	0,7 %
Japón	0,2 %	0,4 %	-4,2 %	-1,8 %	-1,7 %	0,5 %	3,2 %	2,9 %	4,6 %	5,2 %	6,2 %	3,2 %	0,2 %	0,4 %
Eurozona	1,7 %	1,7 %	1,4 %	-0,4 %	-2,5 %	-1,4 %	2,0 %	-0,5 %	-2,3 %	-1,6 %	1,4 %	1,6 %	1,7 %	1,7 %
Resto de desarrollados	1,9 %	1,8 %	2,2 %	1,7 %	1,8 %	5,6 %	6,3 %	4,1 %	1,0 %	2,2 %	1,7 %	1,8 %	1,9 %	1,8 %
Mercados emergentes	13,4 %	14,1 %	12,4 %	10,9 %	3,4 %	8,9 %	11,4 %	12,7 %	13,4 %	8,9 %	9,5 %	11,5 %	13,4 %	14,1 %
América Latina	13,9 %	13,2 %	14,7 %	12,5 %	5,7 %	10,4 %	14,6 %	11,4 %	15,0 %	14,7 %	11,0 %	12,5 %	13,9 %	13,2 %
Asia emergente*	11,0 %	17,3 %	19,3 %	11,7 %	10,6 %	20,1 %	13,9 %	14,2 %	14,9 %	13,4 %	13,3 %	12,2 %	11,0 %	13,1 %
Europa emergente	22,0 %	15,3 %	11,8 %	11,2 %	1,8 %	7,3 %	13,4 %	15,6 %	11,9 %	5,4 %	7,2 %	14,6 %	22,0 %	15,3 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

* Incluye a China

Fecha de cierre de previsiones: 31 marzo 2017.

Tabla A-10
Mercado asegurador Accidentes y Salud: previsiones de crecimiento de primas
 [crecimiento mediano nominal en moneda local, %]

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017f	2018f
Mercados desarrollados	5,1 %	5,7 %	5,0 %	5,4 %	2,3 %	3,5 %	2,8 %	2,7 %	3,0 %	3,2 %	3,1 %	5,3 %	3,7 %	3,1 %
Estados Unidos	12,0 %	9,7 %	6,0 %	6,1 %	1,0 %	2,5 %	3,9 %	4,7 %	1,3 %	4,1 %	6,2 %	6,4 %	4,7 %	5,1 %
Japón	1,6 %	0,1 %	-1,1 %	1,2 %	-1,4 %	0,4 %	1,5 %	0,6 %	4,6 %	8,4 %	-6,8 %	-0,9 %	1,1 %	1,4 %
Eurozona	5,1 %	6,1 %	5,0 %	5,0 %	2,8 %	3,7 %	3,1 %	2,3 %	2,2 %	2,4 %	2,8 %	3,0 %	3,3 %	2,6 %
Resto de desarrollados	5,5 %	5,4 %	6,6 %	7,0 %	2,3 %	6,9 %	2,9 %	4,8 %	5,5 %	5,8 %	3,0 %	7,1 %	4,3 %	3,2 %
Mercados emergentes	17,2 %	17,0 %	13,9 %	13,7 %	8,9 %	14,9 %	13,4 %	11,7 %	14,5 %	13,7 %	11,7 %	11,4 %	10,9 %	10,5 %
América Latina	18,5 %	21,1 %	16,7 %	15,1 %	11,1 %	28,5 %	18,8 %	18,1 %	20,2 %	18,4 %	12,4 %	15,4 %	18,5 %	21,3 %
Asia emergente*	19,4 %	16,4 %	13,2 %	19,3 %	10,9 %	15,7 %	12,9 %	15,5 %	18,9 %	21,2 %	19,8 %	26,7 %	20,5 %	18,4 %
Europa emergente	16,7 %	17,1 %	15,5 %	14,1 %	5,5 %	14,4 %	13,5 %	12,7 %	12,0 %	13,1 %	10,7 %	9,8 %	10,9 %	8,3 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

* Incluye a China

Fecha de cierre de previsiones: 31 marzo 2017.

Índice de gráficas, tablas y recuadros

Gráficas

Gráfica 1.1-a	Global: contribución al crecimiento por regiones, 2010-2017	11
Gráfica 1.1-b	Global: crecimiento e inflación, 2011-2016	11
Gráfica 1.1-c	Global: indicadores de actividad global, 2010-2017	12
Gráfica 1.1-d	Global: balance de bancos centrales (% del PIB), 2010-2017	13
Gráfica 1.1-e	Global: pendiente de la curva global de tipos de interés de corto y largo plazos (%), 1998-2016	13
Gráfica 1.1-f	Global: pendiente de la curva global de tipos de interés (%), 2010-2018	14
Gráfica 1.1-g	Global: apetito / aversión al riesgo, 2005-2017	14
Gráfica 1.1-h	Global: mediana de la deuda externa de mercados emergentes (% del PIB), 2010-2016	15
Gráfica 1.1-i	Global: índices de incertidumbre de política económica, 2007-2017	15
Gráfica 1.1-j	Eurozona: Índice Sentix (probabilidad de fractura de la UEM), 2012-2017	16
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: indicadores de expectativas, 2012-2017 (1)	17
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: indicadores de expectativas, 2012-2017 (2)	17
Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: desempeño de la bolsa vs corporativos, 2012-2017	19
Gráfica 1.2.1-d	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	20
Gráfica 1.2.1-e	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	20
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: renta y venta minorista, 2010-2016	21
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: inflación y política monetaria (condiciones monetarias totales), 2010-2017	21
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: Euroescepticismo en Europa	23
Gráfica 1.2.2-d	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	24
Gráfica 1.2.2-e	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	24
Gráfica 1.2.3-a	España: crecimiento de la renta real, 2011-2017	25
Gráfica 1.2.3-b	España: cuentas públicas, 2006-2016	25
Gráfica 1.2.3-c	España: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	27
Gráfica 1.2.3-d	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	27
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: crecimiento nominal del PIB, 2011-2017	28

Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	29
Gráfica 1.2.4-c	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	29
Gráfica 1.2.5-a	Italia: crecimiento nominal del PIB, 2011-2017	30
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	31
Gráfica 1.2.5-c	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	31
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	33
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	33
Gráfica 1.2.7-a	Japón: crecimiento nominal del PIB y tipos de interés, 2011-2017	34
Gráfica 1.2.7-b	Japón: deuda pública (% del PIB), 2010-2016	34
Gráfica 1.2.7-c	Japón: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	35
Gráfica 1.2.7-d	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	35
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: exposición al tipo de cambio (1), 2010-2016	36
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: exposición al tipo de cambio (2), 2010-2016	36
Gráfica 1.2.8-c	Turquía: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	38
Gráfica 1.2.8-d	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	38
Gráfica 1.2.9-a	México: exposición al tipo de cambio, 2010-2016	39
Gráfica 1.2.9-b	México: tipo de interés de referencia, 2010-2017	39
Gráfica 1.2.9-c	México: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	40
Gráfica 1.2.9-d	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	40
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: credibilidad y tipo de cambio, 2005-2016	41
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: exposición al tipo de cambio, 2010-2017	41
Gráfica 1.2.10-c	Brasil: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	42
Gráfica 1.2.10-d	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	42
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: ingresos y consumo, 2005-2017	43
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: política monetaria y tipo de cambio, 2005-2017	43
Gráfica 1.2.11-c	Argentina: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	44
Gráfica 1.2.11-d	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	44
Gráfica 1.2.12-a	China: reservas y tipo de cambio, 2010-2016	45
Gráfica 1.2.12-b	China: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	46
Gráfica 1.2.12-c	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	46
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: tasa de ahorro (% del PIB), 2010-2016	47
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: inflación y tipo de interés (%), 2011-2016	47
Gráfica 1.2.13-c	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	48
Gráfica 1.2.13-d	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	48
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: índice Business Outlook, 2005-2016	49

Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: inflación y tipo de interés (%), 2010-2016	49
Gráfica 1.2.14-c	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018	50
Gráfica 1.2.14-d	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018	50
Gráfica 2.1.1-a	Mercados desarrollados: ajuste y previsiones del modelo para el mercado de Vida	54
Gráfica 2.1.1-b	Mercados emergentes: ajuste y previsiones del modelo para el mercado Vida	54
Gráfica 2.1.1-c	Mercados desarrollados: ajuste y previsiones del modelo para los mercado de Automóviles, y Accidentes y Salud	54
Gráfica 2.1.1-d	Mercados emergentes: ajuste y previsiones del modelo para los mercado de Automóviles, y Accidentes y Salud	54
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	55
Gráfica 2.1.4	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	57
Gráfica 2.1.5	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	58
Gráfica 2.1.6	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo	59
Gráfica 2.1.7	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	59
Gráfica 2.1.8	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	60
Gráfica 2.2-a	Ratios de Solvencia I: Grupos	62
Gráfica 2.2-b	Ratios de Solvencia II: Grupos, Vida y No Vida	62

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	20
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	24
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	27
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	29
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	31
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	33
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	35
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	38
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	40
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	42
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	44
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	46
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	48
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	50
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 bruta	68
Tabla A-7	Mercado asegurador Vida: previsiones de crecimiento de primas	69
Tabla A-8	Mercado asegurador No Vida: previsiones de crecimiento de primas	70
Tabla A-9	Mercado asegurador Automóviles: previsiones de crecimiento de primas	71
Tabla A-10	Mercado asegurador Accidentes y Salud: previsiones de crecimiento de primas	72

Recuadros

Recuadro 1.2.1	Avance en la implementación de principales hitos en la agenda de política económica	18
Recuadro 1.2.6	Cronograma del Brexit	32
Recuadro 2.1.1-a	Principales contribuciones del sector asegurador a la economía real y al mercado financiero	52
Recuadro 2.1.1-b	La función de la industria aseguradora como inversionista institucional	53
Recuadro 2.1.1-c	Modelo de previsión del crecimiento de primas: aspectos metodológicos	56

Referencias

- 1/ Refiriéndose a la sustitución de las condiciones de mercado por las condiciones creadas por la capacidad de “market maker” del Banco de la Reserva Federal.
- 2/ De hecho, desde 2012 y hasta el primer trimestre de 2017 la variación de los tipos de interés a largo plazo de la curva ha sido de +- 160 pbs, lo que ilustra el limitado recorrido de la prima temporal de la curva, máxime si se considera que parte de la ganancia de perfil recogido desde el mínimo (Brexit) hasta el máximo (triumfo de D. Trump) se ha erosionado durante el primer trimestre del año (-60 pbs de los +160 pbs ganados).
- 3/ El registro más reciente de una situación similar fue en 2005 cuando el entonces presidente de la Reserva Federal, A. Greenspan, acuñó el término “Conundrum” para referirse a la situación paradójica en la cual la Reserva Federal subía tipos +150 pbs sin conseguir transmitirlo al resto de la curva (inmutable el tipo a 10 años), dando lugar así a un aplanamiento de la curva similar al actual.
- 4/ El riesgo de duración (“Duration Risk”) es la sensibilidad del valor presente descontado de un activo de renta fija a las variaciones de tipos de interés. El riesgo de duración es el efecto por el cual incrementos en los tipos de interés producen aumentos más que proporcionales en la demanda de activos a plazos cada vez más cortos, incrementando su precio o reduciendo su tipo de interés, lo que permite que en un contexto de incrementos de la prima temporal, la pendiente de la curva de tipos aumente. Cuando la el stock global de activos se reduce, el riesgo de duración se mantiene reprimido y la curva no gana pendiente.
- 5/ Evidencia de ello son hechos como los siguientes: a) La reciente acción militar en Siria contra el régimen de Bashar al Assad que pareciera contradecir el mensaje electoral de unos Estados Unidos centrados en la política doméstica, y que tensa además (hasta niveles no registrados desde la Guerra Fría) las relaciones con Moscú, mientras eleva el riesgo geopolítico a nivel global (a la espera de efectos en el precio del petróleo). b) La cumbre reciente con Xi Jinping, líder de China (principal exportador a Estados Unidos), que ha cambiado la relación con ese país. El Presidente Trump ya no acusa a China de manipular el tipo de cambio, además de poner en valor la relación comercial mutua. Así, más allá de reducirse la probabilidad de represalias comerciales y financieras a corto plazo, este punto podría preceder a un ajuste general de posición en materia de política comercial que podría igualmente afectar la renegociación del NAFTA. Cabe señalar que, recientemente, el Presidente Trump cambió el nombre del impuesto comercial a “Import reciprocal matching mirror”, sugiriendo así un cambio de tono. c) En sendas entrevistas ante Wall Street Journal y la cadena Fox, el Presidente Trump modula las expectativas acerca de la celeridad e intensidad de la reforma fiscal posponiéndola al menos hasta finales de 2017 o inicios del 2018, a la vez que une el discurso institucional referido a ésta, la reforma sanitaria y el apoyo a la inversión en infraestructura, sugiriendo la necesidad de negociar con los demócratas. d) El Presidente Trump además, se manifestó en torno al papel de la institución y la persona que debe estar al frente de la Reserva Federal, a la par que se inclinaba públicamente por una política monetaria laxa y un dólar más débil (algo que concordaría con un estímulo fiscal menor).
- 6/ “Rhine Divide” es un concepto acuñado por Max Webber empleado hoy para expresar la divergencia de visiones *alemana*, caracterizada por los principios de solvencia, austeridad y responsabilidad, y *francesa*, que preconiza la liquidez sistema financiero, co-responsabilidad (unión fiscal) y mutualización de riesgos (Eurobonos).
- 7/ Emmanuel Macron es percibido favorablemente por los mercados en virtud de su enfoque económico liberal con cierto sesgo expansivo (fiscalmente) a corto plazo, pero de corte liberal en el largo plazo (reforma fiscal y del mercado de trabajo).

- 8/ Constantes referencias al fin del Patrón Oro entre 1936 y 1941 para esgrimir las ventajas del tipo de cambio flotante, sin considerar que el euro no es viable sin Francia.
- 9/ La reforma constitucional sometida a referéndum el 16 de abril de 2017 en Turquía, es la cuarta desde que se sancionó la constitución actual en 1982. El paquete de medidas aprobado por plebiscito contiene 18 medidas que enmendarán o rechazarán 76 artículos constitucionales.
- 10/ Swiss RE “Catástrofes naturales y siniestros antropógenos en 2016: un año de extensos daños”.
- 11/ <https://eiopa.europa.eu/Publications/Press%20Releases/2017-01-17%20THE%20EU%20%E2%80%93%20U.S.%20INSURANCE%20PROJECT%20ADDRESSES%20CYBER%20RISK.doc.pdf>
- 12/ Enlace a: [EU-US Joint Statement](#)
- 13/ Enlace a: [Carta de la NAIC al Departamento del Tesoro](#)
- 14/ https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-esas-operations_en
- 15/ [EIOPA Risk Dashboard-February 2017](#)
- 16/ <https://eiopa.europa.eu/Publications/Press%20Releases/2017-04-05%20UFR%20Press%20Release.pdf>
- 17/ <https://eiopa.europa.eu/Pages/Consultations/EIOPA-CP-16-008-Discussion-Paper-on-the-Review-of-Specific-Items-in-the-Solvency-II-Delegated-Regulation.aspx>
- 18/ https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/EIOPA%20Final_Report_on_IDD_Technical%20Advice.pdf
- 19/ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32016L0097>
- 20/ <https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/IDD%20Final%20Report%20on%20draft%20ITS%20on%20IPID.pdf>
- 21/ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-609_es.htm
- 22/ <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/joint-committee-discussion-paper-use-big-data-financial-institutions>

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

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid