

A low-angle, upward-looking photograph of several modern skyscrapers with glass facades, set against a clear, bright blue sky. The buildings are arranged in a way that creates a sense of height and architectural scale. The central building is the most prominent, showing a grid-like pattern of windows and structural elements.

Fundación **MAPFRE**

**PANORAMA ECONÓMICO  
Y SECTORIAL 2018**

Servicio de Estudios de MAPFRE

# **Panorama económico y sectorial 2018**

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.

© Imagen de cubierta Thinkstock

© 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:  
2018, Fundación MAPFRE  
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid  
www.fundacionmapfre.org  
Tel.: +34 91 602 5221

Enero, 2018.

ISBN: 978-84-9844-674-6  
Depósito Legal: M-2517-2018

# Servicio de Estudios de MAPFRE

**Manuel Aguilera Verduzco**

Director General

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

**Gonzalo de Cadenas Santiago**

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

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

**Ricardo González García**

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

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

**José Brito Correia**

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

**Begoña González García**

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

**Isabel Carrasco Carrascal**

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

**Fernando Mateo Calle**

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

**Rafael Izquierdo Carrasco**

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

**Eduardo García Castro**

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

**Johannes Rojas Díaz**

**Mónica Lisset Velásquez Roldán**

**José Manuel Díaz Lominchar**

**Monika Kukuneshoska**

**Laura Pérez González**

**Lidia Román Ventura**

# Contenido

<b>Presentación</b> .....	9
<b>Introducción</b> .....	11
<b>Resumen ejecutivo</b> .....	13
<b>1. Panorama económico</b> .....	15
1.1. El panorama económico global .....	15
1.2. Perspectivas generales y balance de riesgos en economías seleccionadas .....	29
1.2.1 Estados Unidos .....	30
1.2.2 Eurozona .....	33
1.2.3 España .....	35
1.2.4 Alemania .....	37
1.2.5 Italia .....	39
1.2.6 Reino Unido .....	41
1.2.7 Japón .....	43
1.2.8 Turquía .....	45
1.2.9 México .....	47
1.2.10 Brasil .....	50
1.2.11 Argentina .....	52
1.2.12 China .....	54
1.2.13 Indonesia .....	56
1.2.14 Filipinas .....	59
<b>2. Panorama sectorial</b> .....	63
2.1. El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora .....	63
2.1.1. Mercados globales .....	63
2.1.2. Eurozona .....	63
2.1.3. España .....	69
2.1.4. Turquía .....	69
2.1.5. Estados Unidos .....	70
2.1.6. Brasil .....	71

2.1.7. México .....	72
2.1.8. China .....	73
2.1.9. Reaseguro .....	73
2.2. Tendencias regulatorias .....	74
2.2.1. Tendencias globales .....	74
2.2.2. Estados Unidos .....	75
2.2.3. Unión Europea .....	76

<b>Tablas:</b> <b>escenarios de previsiones macroeconómicas .....</b>	<b>87</b>
--	-----------

<b>Tablas:</b> <b>previsiones de mercados aseguradores .....</b>	<b>91</b>
---	-----------

<b>Índice de tablas, gráficas y recuadros .....</b>	<b>93</b>
---	-----------

<b>Referencias .....</b>	<b>97</b>
--------------------------	-----------

# Presentación

La información es esencial para interpretar el entorno y adoptar en cada momento las mejores decisiones posibles. Esta necesidad se acrecienta especialmente en relación a las cuestiones económicas porque, en un mundo tan global, las variables que deben analizarse son cada vez más complejas y numerosas. Para ayudar en esta tarea y compartir universalmente el conocimiento, Fundación MAPFRE publica esta nueva edición del informe "Panorama económico y sectorial" donde el Servicio de Estudios de MAPFRE aporta claves para entender mejor lo que sucede en el ámbito económico mundial, y cómo repercute en la industria aseguradora.

Estamos ante la segunda edición, correspondiente a 2018, pero ya podemos percibir cómo Panorama comienza a asentarse como la publicación de referencia para entender, en clave económica, lo que está pasando en el mundo y lo que cabe prever en los próximos trimestres.

La publicación es anual, se edita en castellano y en inglés en diferentes formatos para facilitar el acceso a este libro de consulta que es recomendable tener a mano para todo el ejercicio. Pero también está concebido como un documento dinámico con capacidad de adaptarse al entorno cambiante en el que nos movemos. Cada trimestre se actualiza incorporando elementos de valor para el lector como apoyo en su proceso de toma de decisiones sobre el ámbito financiero y sobre el sector asegurador. La calidad y profusión de información sobre esta industria es una de las virtudes diferenciales de este documento respecto a otros informes económicos.

Como editora de esta publicación, además de cumplir nuestro objetivo de apoyar y difundir el conocimiento y la cultura del seguro, Fundación MAPFRE está facilitando el acceso universal, simultáneo y gratuito, a un análisis económico y sectorial que permite proyectar de forma clara y eficaz lo que cabe esperar de este recién estrenado 2018.

**Fundación MAPFRE**

# Introducción

Por segundo año, el Servicio de Estudios de MAPFRE presenta su informe “Panorama económico y sectorial”. Este reporte tiene como propósito ofrecer una visión global de las perspectivas y previsiones respecto del comportamiento económico tanto a nivel global como de las principales economías durante 2018 y, a partir de ese marco general, analizar el entorno que podría enfrentar la industria aseguradora.

Este año, nuestro informe revisa el escenario central planteado en el análisis de perspectivas de 2017, identificando los aspectos que hicieron que dicho escenario central, en sus aspectos más importantes, se cumpliera: un crecimiento económico que siguió ganando tracción; la todavía incipiente re-flación global; el mantenimiento del optimismo en torno a los mercados financieros; el sostenimiento del *rally* de expectativas; el aplanamiento de la curva de tipos de interés, y el hecho de que los riesgos de cola para la economía global sigan sin materializarse.

De igual forma, esta versión del informe discute tres factores clave para comprender las características que adoptó la concreción de dicho escenario macroeconómico. Primero, el cambio en la composición del crecimiento; segundo, la prevalencia de la laxitud en la política monetaria y liquidez global, y tercero, la aparente desconexión que se ha venido dando entre el nivel de actividad económica y la inflación. En este sentido, el informe enfatiza en el riesgo de caída de las expectativas de inflación de largo plazo, que cobrará singular vigencia en 2018; año que estará dominado por el cambio en el momento cíclico de varias economías desarrolladas, la potencial reversión del excesivo optimismo que suele acontecer antes de los cambios de ciclo económico, y el inicio de un proceso gradual de ajuste de la liquidez global.

Así, nuestra visión central del desempeño macroeconómico es un escenario en el que 2018 constituirá un punto de inflexión, y 2019 podría implicar el inicio de una suave y ordenada desaceleración de la actividad económica y la inflación. Se trata de un escenario en que el crecimiento de la actividad y la inflación esencialmente se mantienen, y que, en consecuencia, constituirá un entorno favorable para el crecimiento de la actividad aseguradora tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes, con crecimientos previstos para 2018 en los segmentos de Vida y de No Vida.

Confiamos en que este reporte contribuya a la comprensión del desempeño económico general y, en particular, al entorno que enfrentará el sector asegurador en 2018.

**Servicio de Estudios de MAPFRE**

# Resumen ejecutivo

## Panorama económico

El crecimiento económico global en 2017 ganó tracción y sincronía a nivel global, a la vez que obligó a posponer el momento de cambio de ciclo económico global que se anticipaba. A este crecimiento contribuyeron tanto los mercados desarrollados como los emergentes, pero sorprendió especialmente el desempeño de China y la Eurozona a la par que se confirmaban las expectativas sobre el momento cíclico de la economía de los Estados Unidos.

Este crecimiento tuvo dos motores principales, el mantenimiento de la laxitud monetaria global (en especial en los mercados desarrollados) y el impulso dado en China, los cuales favorecieron el comercio global así como un renovado ciclo en el precio de las materias primas que apoyó a las economías exportadoras (en especial de América Latina). El mantenimiento global de la liquidez se hizo ante la ausencia virtual de presiones inflacionistas pese al momento cíclico de algunas economías.

Para el 2018 esperamos cierto continuismo con las tendencias del año anterior, si bien enmarcado en un contexto de desaceleración ordenada. En este contexto, la economía global crecerá en torno al 3,7%, con los mercados desarrollados cerca del 2% y los mercados emergentes del 4,9%.

El crecimiento de la economía global estará acompañado de cierta disparidad en la política monetaria, por cuanto la Reserva Federal de los Estados Unidos continuará una muy lenta retirada de estímulos monetarios y subirá gradualmente los tipos de interés, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) mantendrá todavía la expansión cuantitativa (QE). Los mercados emergentes, por su parte, mantendrán una política monetaria dispar en función de factores globales y locales, sobre los cuales se abunda en el informe.

La inflación permanecerá contenida aunque orientada hacia los objetivos de los bancos centrales, y con los tipos de interés de largo plazo creciendo con tímidas mejoras en sus primas por plazo. Esperamos que el tipo de interés oficial de Estados Unidos se sitúe en un entorno de 2% a finales de 2018, mientras que el tipo del BCE se mantendrá en 0%, lo que se trasladará a una curva algo más perfilada en Estados Unidos que en la Eurozona durante el mismo horizonte. Los tipos de interés de largo plazo, por su parte, crecerán con tímidas mejoras en sus primas por plazo, más en Estados Unidos que en la UEM. El dólar mantendrá un nivel cercano al actual (1,2 USD/EUR), mostrando cierta apreciación con respecto a las monedas emergentes.

Los riesgos de cola para la economía global no se materializaron en 2017, aunque en muchos casos han ganado probabilidad ante el mantenimiento de fuertes desequilibrios nominales, especialmente en lo relativo a la exuberancia en la valoración de activos y al apalancamiento corporativo. El mundo vive aún un fuerte momento de expectativas que, pese al dinamismo de la actividad económica, todavía dista del desempeño de los indicadores reales. Lo anterior representa un riesgo que podría transformar nuestra visión central del 2018 en un escenario de riesgo. El catalizador de esto sería un *shock* de liquidez global aumentado y transmitido por una mala gestión monetaria y un comportamiento pro-cíclico de las carteras de inversión globales.

## Panorama sectorial

El crecimiento mundial previsto para 2018 anticipa un impacto positivo en el desarrollo del mercado asegurador a nivel global. El crecimiento firme protagonizado por el comercio mundial, la inversión en equipo y la inversión residencial, es un factor altamente favorable para el sector asegurador, cuyo desarrollo se encuentra fuertemente vinculado con el comportamiento

del ciclo económico. Este impacto se apreciará especialmente en las economías emergentes, que presentan una mayor elasticidad en el crecimiento del negocio asegurador ante crecimientos del nivel de actividad.

En los mercados desarrollados, el crecimiento económico se verá apoyado por políticas monetarias todavía laxas. Sin embargo, la Reserva Federal de Estados Unidos se encuentra ya en un proceso gradual de elevar los tipos de interés y ha definido una ruta de reducción de su balance. En la Eurozona, se descarta cualquier subida de tipos antes de finales de 2019, aunque se ha anunciado un cronograma de normalización monetaria con una reducción en el volumen de compras de activos.

Las subidas de tipos de interés, una vez empiecen a generalizarse en las economías desarrolladas, serán un factor determinante para reactivar el mercado de los seguros de Vida (en especial los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias), los cuales se han visto perjudicados por el sostenido entorno de bajos tipos de interés, especialmente si las subidas logran trasladarse a los tramos largos de las curvas de tipos. No obstante, existen riesgos de posibles sobrevaloraciones en los activos que, en esta coyuntura, podrían aflorar e incidir de forma negativa en los resultados del sector asegurador. Por su parte, para el segmento de los seguros de Vida en los mercados emergentes se prevé

un crecimiento cercano a los dos dígitos, a partir de la dinámica de la actividad económica y de un entorno de tipos de interés más favorable.

Por otro lado, las catástrofes naturales del último semestre tendrán un impacto notable no solo en los ratios combinados y rentabilidad de las reaseguradoras, sino también en la tarificación de los seguros y las renovaciones de los contratos de reaseguro, en un mercado que ante la ausencia de catástrofes significativas se había vuelto muy competitivo en cuanto a precios.

Respecto de las grandes tendencias regulatorias, en noviembre de 2017 el Comité Ejecutivo de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) alcanzó un acuerdo sobre un camino unificado para la convergencia hacia un estándar de capital para los grupos aseguradores internacionalmente activos (ICS Version 2.0), como paso previo para alcanzar su objetivo último de aplicación de un único estándar global de capital.

Asimismo, en noviembre de 2018 el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) revisará la situación para la valoración del riesgo sistémico del sector asegurador y la identificación de entidades sistémicas en función del planteamiento basado en actividades en el que se encuentra trabajando la IAIS.

# 1. Panorama económico

## 1.1 El panorama económico global

### Actividad económica e inflación

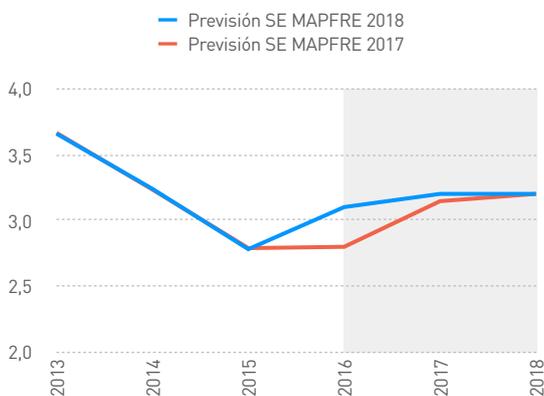
Para el 2018, se espera un crecimiento mundial cercano al 3,7%, lo que supone una leve aceleración respecto a lo que será el cierre del 2017 (en torno al 3,6%). Esta cifra es superior a la que se preveía el año pasado y resulta de comprobar que el crecimiento global ha ganado tracción y sincronía, y se ha generalizado entre mercados desarrollados y emergentes. No obstante, la dinámica de la actividad económica global también muestra signos de estabilización y anticipa que quizás se esté en el preámbulo de un cambio de ciclo que se materializaría hacia finales de 2019.

Se prevé que en 2018 tanto los mercados desarrollados como los emergentes aporten al crecimiento global. Así, se anticipa un renovado protagonismo de los mercados desarrollados que crecerán por encima del 2%, así como una aceleración en el ritmo de crecimiento de los mercados emergentes que lo harán por encima de lo que registraron en 2017, en el entorno del 4,9%.

En el caso de los mercados desarrollados, el crecimiento se explica en buena medida por la gradual convergencia entre realidad y optimismo del mercado, y en el mantenimiento del contexto de laxitud monetaria global pese al inicio de la normalización de la Reserva Federal de Estados Unidos y a los avisos del Banco Central Europeo (BCE) en ese mismo sentido. A esto se suma la inercia en la demanda global promovida en parte por la expansión fiscal de China y Japón en 2017, así como el no desdeñable impulso fiscal que vendrá de los recortes fiscales en Estados Unidos, que tendrán efecto durante el período 2018-2020, tal y como se anticipaba el año pasado en este mismo informe.

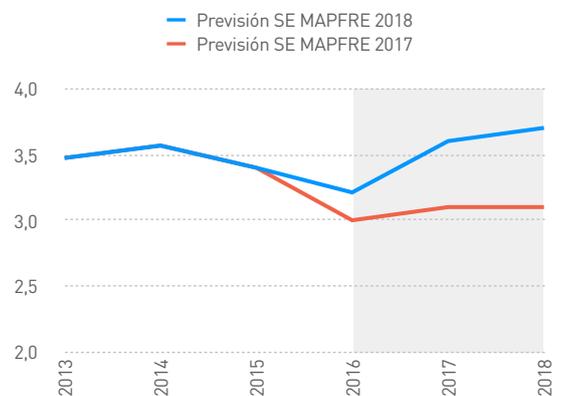
Los mercados emergentes, por su parte, se verán apoyados aún por el vigor de la economía china, la reactivación de economías emergentes relevantes (Brasil y Rusia) y, en general, por el efecto de la demanda global, con un crecimiento comercial en máximos desde 2007, en un contexto alcista del precio de las materias primas y del petróleo (Brent +60 USD/b en promedio en 2018) que apoyarán el crecimiento de la renta y de la demanda interna de los mercados emergentes exportadores.

**Gráfica 1.1-a**  
Global: previsiones de la inflación (% IPC a/a), 2013-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

**Gráfica 1.1-b**  
Global: previsiones de crecimiento (% PIB a/a), 2013-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

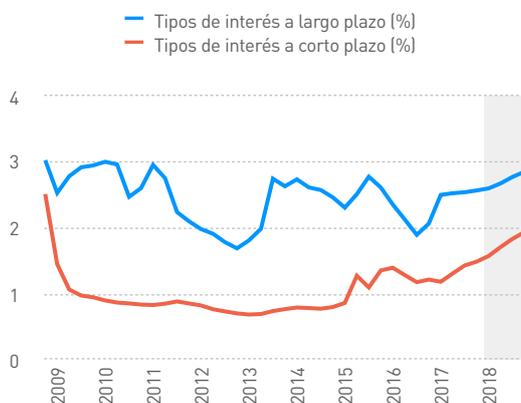
De esta forma, el crecimiento global se situará ligeramente por encima de su tendencia de largo plazo, lo que es posible asimilar al nivel de crecimiento potencial global (3,6-3,8%). Sin embargo, y pese a su vigor, no se trata de un crecimiento suficientemente fuerte como para trasladarse a una aceleración de la inflación de manera generalizada. Así, el repunte en la inflación global que se verá en 2018 será más producto del alza del precio del petróleo y menos debida a ganancias salariales o a expectativas de inflación. En ese sentido, el entorno de inflación aún dista del objetivo de los bancos centrales, ya sea por defecto (en el caso de los países desarrollados) o por exceso (en el caso de los emergentes), abundando con ello en el debate de la pérdida de relación entre actividad económica e inflación que se vive actualmente, y que sin duda plantea retos de política monetaria a nivel global.

El ciclo económico y los objetivos de inflación dictarán el tono de la política monetaria global en 2018, en la que, en términos generales, se espera que reine la gradualidad. El tipo de interés de referencia global se elevará muy lentamente. Así, en 2018 la política monetaria preservará aún su impacto financiero global en forma de abundante liquidez, apetito por el riesgo, tipos de interés bajos y poca prima por plazo (véase la Gráfica 1.1-d), lo que acarreará un dólar estabilizado en torno al 1,2 frente al euro y solamente levemente apreciado frente a las monedas emergentes. El 2018, será en términos financieros, una extensión del año precedente.

Por otro lado, la economía global sigue acarreado vulnerabilidades que podrían mermar su capacidad para afrontar riesgos emergentes. El creciente apalancamiento corporativo (en divisas fuertes) en los países emergentes, expone su capacidad para hacer frente a un previsible drenaje de liquidez global en dólares, a la par que las economías desarrolladas ven agotados sus instrumentos de política económica, ya sea por encontrarse en un entorno de bajos tipos de interés y sin margen adicional para la política monetaria, o porque la excesiva deuda pública limita su capacidad de acción fiscal. Esto ocurre, además, en un entorno de relativa exuberancia en el precio de muchos activos (renta variable, deuda corporativa, el residencial, cripto-monedas, etc.); exuberancia auspiciada por el entorno de extrema liquidez y cuya inevitable corrección habrá que afrontar pasado el 2018 ante el eventual agotamiento del ciclo de la economía de Estados Unidos, y cuando la normalización monetaria de la Reserva Federal y del BCE ganen tracción. En síntesis, 2018 puede representar el inicio del final de un ciclo que se materializaría a finales de 2019.

Momentos cíclicos dispares condicionan las perspectivas de desempeño regional y la política monetaria que les acompañará. Estados Unidos es (junto a China) la economía más avanzada en el ciclo económico y, como tal, se enfrenta al proceso de normalización monetaria y retirada de estímulos con el ajuste del balance de la Reserva Federal durante los próximos años (véase la Gráfica 1.1-e). Está planeada la venta

**Gráfica 1.1-c**  
Global: tipos de interés a corto y largo plazos (%), 2009-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de bancos centrales)

**Gráfica 1.1-d**  
Global: expectativas de inflación (%), 2008-2017



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

de 1,3 trillones de dólares de activos en balance y una subida gradual de tipos de interés hasta el entorno del 2,75-3% en el largo plazo, pero este ajuste se prevé extremadamente gradual. Se espera que el tipo de referencia y la inflación terminen el 2018 en el entorno del 2%, acompañando a un crecimiento cercano al 2,7% en el que se incluye ya un repunte en el precio del petróleo y el efecto del recorte fiscal aprobado en diciembre en ese país.



Por su parte, Europa ha sido (y será en 2018) la zona desarrollada con mayor crecimiento y su posición cíclica dista un par de años de la que presenta la economía de Estados Unidos, por lo que el ajuste de la política monetaria aún no ha comenzado a pesar de que el BCE haya comunicado la secuencia que seguirá (menores compras, subida de tipo de depósitos, subida de tipos y venta de activos). Esto ocurre en un contexto del mayor crecimiento económico en una década, pero con dificultades para trasladarlo a la inflación. En 2018, se espera un crecimiento algo menor que en 2017 (en el entorno del 2%), aún por encima de su tendencia del largo plazo. La inflación, por su parte, se situará aún por debajo del objetivo del BCE y el tipo de intervención se mantendrá plano. El tipo de interés a largo plazo de la Eurozona (el Bund), se mantendrá contenido y no estrechará su diferencial con el de Estados Unidos, manteniendo un tipo de cambio ligeramente superior a nuestra estimación de equilibrio en el entorno de 1,2 USD/EUR.

Las previsiones para España mantienen su crecimiento a la cabeza de Europa, pero difícilmente repetirá el éxito registrado en 2017. La madurez en el ciclo y el coste del desconcierto

político, sitúan el crecimiento previsible en 2018 cerca del 2,6% (frente al 3,1% que se prevé registre en 2017), lo que no deja de ser un crecimiento superior a la senda de largo plazo. Esta previsión tiene riesgos al alza en caso de que el ambiente político mejore y las reformas estructurales acometidas en el pasado amplíen el margen de crecimiento. La tasa de paro de la economía española se sitúa ya en el límite estructural (cerca del 16%), lo que en ausencia de reformas estructurales plantea retos para aumentar la actividad. España también registrará incrementos en la inflación (1,7% en 2018) ligeramente superiores a la media de la Eurozona.

China registrará un crecimiento todavía superior a su potencial, pese a los intentos de enfriar de manera ordenada la economía. Se espera un crecimiento cercano al 6,3% en 2018, con una suave apreciación del renminbi gracias a las medidas macro prudenciales impuestas por el gobierno chino y dada la expectativa de que el actual escenario político consolide reformas de calado aprovechando el liderazgo del Presidente Xi Jinping. Los países de la región asiática con bonus poblacional (Indonesia y Filipinas) mantendrán una senda de crecimiento apoyado en la demanda doméstica (superior al 5% en ambos casos), con una política monetaria laxa y con cierta acumulación de desequilibrios de diversa naturaleza en ambos casos, pero gozando de buenas expectativas ante los sucesivos cambios en la calificación crediticia de las agencias internacionales (primero Indonesia y después Filipinas).

Latinoamérica acelerará su crecimiento económico hasta casi el 2% en 2018, gracias a la salida de la recesión de Brasil y Argentina, y a la resiliencia de México. Estas economías, además, disfrutaban del actual ciclo comercial y del alza de precios de las materias primas, dada su naturaleza de exportadores. Se espera que Brasil y México crezcan cerca del 2,4% en 2018, mientras que este crecimiento podría ser en torno al 3,5% en el caso de Argentina. Las monedas de la región se mantendrán depreciadas ante la previsible laxitud monetaria de sus bancos centrales (México y Brasil) y al eventual impulso pre electoral de la política fiscal en la región. El ciclo político se ha trasladado de los países desarrollados en 2017 (Eurozona, Estados Unidos, Japón) hacia América Latina en 2018 (Argentina, México,

Brasil), lo que hace enfrentar cierto riesgo de emergencia de posturas populistas asociadas a la potencial implementación de esquemas heterodoxos de política económica.

Los principales riesgos para la economía global en 2018 se focalizan en la geopolítica, destacando las crecientes tensiones entre Corea del Norte y Estados Unidos. A este riesgo siguen potenciales errores de implementación en la política económica en Estados Unidos y China y, a nivel doméstico, el ciclo político emergente puede empoderar a corrientes populistas más reacias a implementar reformas estructurales de calado y que, en consecuencia, dificulten el proceso de crecimiento económico.

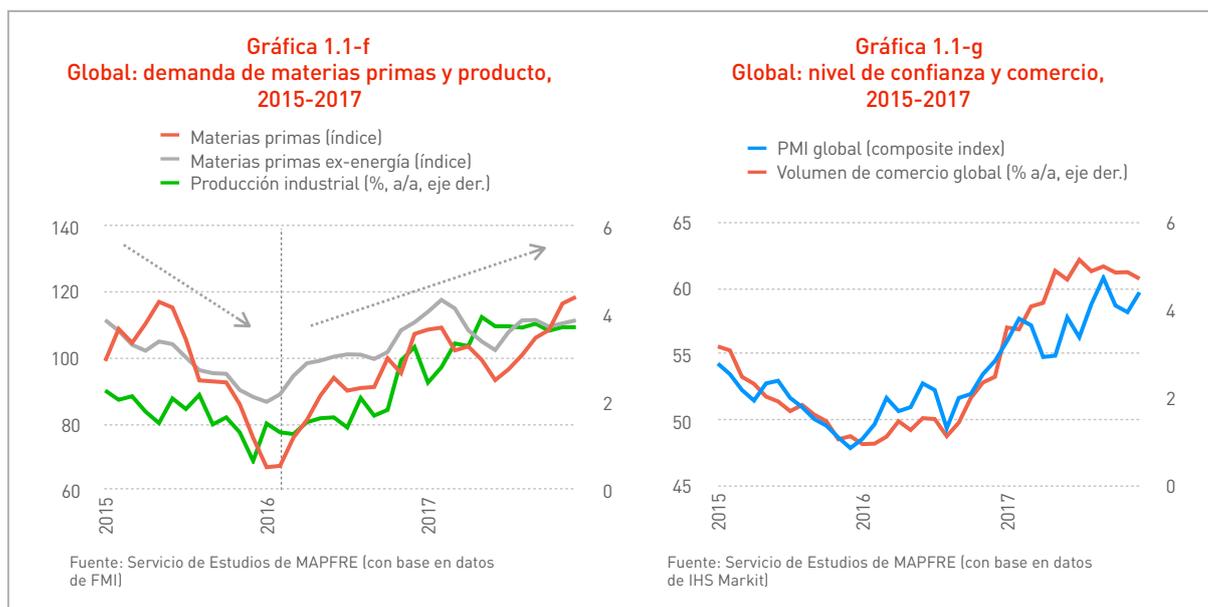
### Inflación, liquidez y cambio de ciclo económico

En la revisión del escenario central planteado en nuestro análisis respecto a las perspectivas para 2017, hay una serie de aspectos que determinaron que dicho escenario central se cumpliera. Seis son los más destacables:

#### i) El crecimiento continúa ganando tracción

El crecimiento global no alcanzó su máximo en 2016 sino que continuó ganando tracción en 2017, consolidándose un momento económico más dinámico, más generalizado y más sincrónico, caracterizado por:

- a) Revisiones sistemáticas al alza del crecimiento global (el Fondo Monetario Internacional revisó en 0,3% el crecimiento global entre su informe de octubre de 2016 y octubre de 2017; el Servicio de Estudios de MAPFRE lo hizo en 0,5%, siendo las mayores revisiones al alza en la Eurozona y China).
- b) Creciente aportación al crecimiento tanto de los mercados desarrollados como de los emergentes, aunque la composición resultó inesperada. Entre los mercados desarrollados, el desempeño inédito en una década de la Eurozona ha compensado la relativa atonía de regiones más maduras en el ciclo económico. Y en los mercados emergentes, el continuismo en la agenda de crecimiento de China (de manera previa al XIX Congreso del Partido Comunista Chino) apoyaron la demanda global y el ciclo de materias primas del que se beneficiaron los exportadores, especialmente en América Latina.
- c) Lenta pero segura convergencia entre los indicadores de expectativas y los indicadores reales (*animal spirits ex machina*). El repunte anual del índice de gestores de compras (Purchasing Managers' Index, PMI) fue sucedido por una mejora significativa de los indicadores de comercio global, ventas minoristas y producción industrial (en especial de bienes intermedios), y al crecimiento del consumo le siguió una tímida mejora global del gasto en capital, concentrada en el sector residencial y en la variación de inventarios (véase la Gráfica 1.1-g).



Estos elementos hicieron que nuestra previsión original de crecimiento en el año 2017 fuera superada, dando señales de la extensión del momento cíclico actual y del cierre de la brecha del producto (*output gap*).

### ii) Incipiente re-flación global

Por otra parte, no se ha consolidado la expectativa de re-flación global, la tendencia de precios de largo plazo, ni en el reperfilamiento de la curva de tipos de interés (en parte por la inacción en 2017 en materia fiscal de la administración de los Estados Unidos). La muy tímida elevación de la inflación global tuvo más que ver con el repunte de precios energéticos (véase el Recuadro 1.1-a) y de otras materias primas ligadas a la demanda global (cobalto, litio, paladio), y con problemas de oferta en algunos mercados emergentes, que con una recuperación de la inflación subyacente de los mercados desarrollados que implique la recuperación de las expectativas de inflación de largo plazo (véase la Gráfica 1.1-d).

### iii) Mantenimiento del optimismo en torno a los mercados financieros

En 2017 no ha tenido lugar aún una reversión de la euforia financiera hacia niveles compatibles con el previsible cambio de ciclo monetario y de actividad económica. El entorno de bajos tipos de interés ha contribuido a que se mantenga un fuerte apetito por el riesgo y una muy baja volatilidad financiera, con incrementos en las expectativas más allá de lo previsible (contracción

sin precedentes del VIX, de los *spreads* soberanos emergentes, del EMBI, de los *spreads* del *High Yield*, etc.), lo que ha provocado que, pese a la tendencia de convergencia entre realidad y expectativas, persista un momento de excesiva exuberancia que mantiene desalineada la valoración de un gran número de activos respecto de sus fundamentales (véanse las Gráficas 1.1-h y 1.1-i).

### iv) El rally de expectativas se mantiene

Sin haberse materializado aún los efectos reales de la esperada política de re-flación de la administración Trump en los Estados Unidos, el *rally* de expectativas se mantiene (sosteniendo una credibilidad quizás injustificada):

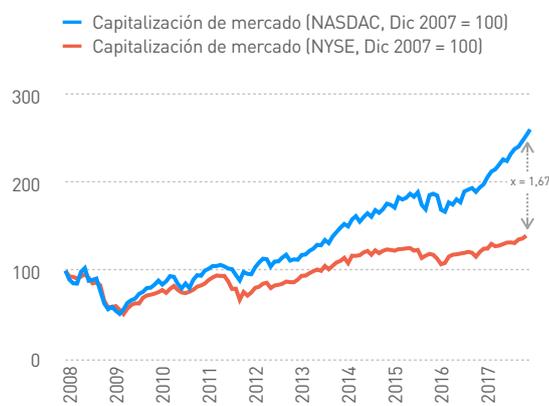
- a) La reforma fiscal de la administración Trump se ha aprobado en el último momento del año y no ha incluido un paquete de gasto en infraestructuras (lo que es consistente con el escenario bajista presentado en nuestro informe de 2017).
- b) La reforma fiscal peca de ser regresiva y poco ambiciosa con los sectores no corporativos (PYMES y personas físicas), en el sentido de que la disminución del tipo efectivo es reducido, y que incrementa la base fiscal de manera insuficiente y a costa de la financiación de otras partidas. El impulso fiscal derivado de la reforma se estima en aproximadamente 0,2% adicionales de crecimiento en media entre 2018 y 2020.

**Gráfica 1.1-h**  
Global: valoraciones y apetito por riesgo, 2008-2017



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

**Gráfica 1.1-i**  
Global: expectativas de la economía digital, 2008-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de CBOE)

### Recuadro 1.1-a Expectativas del precio del petróleo

#### Expectativas para 2018

Como se anticipaba hace un año, tras dos años consecutivos de caídas (2015/2016) en el precio del petróleo, de los derivados energéticos y de las materias primas metalúrgicas, el panorama de agotamiento del exceso de capacidad, aunado a la colusión entre productores ha conducido a un renovado impulso en los precios de esas materias primas.

De una parte, la oferta de petróleo por parte de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEC) en 2018-2019, se mantendrá previsiblemente limitada tras los acuerdos alcanzados en 2017, mientras que, de la otra, la demanda de petróleo continuará impulsada por el buen ritmo de crecimiento económico global. Esta situación podrá implicar un flujo de aproximadamente 98 millones de barriles diarios (m/bd) en promedio durante los próximos dos años para afrontar una demanda de 99 m/bd, es decir, una reducción neta de inventarios en torno a -1 m/bd durante este periodo.

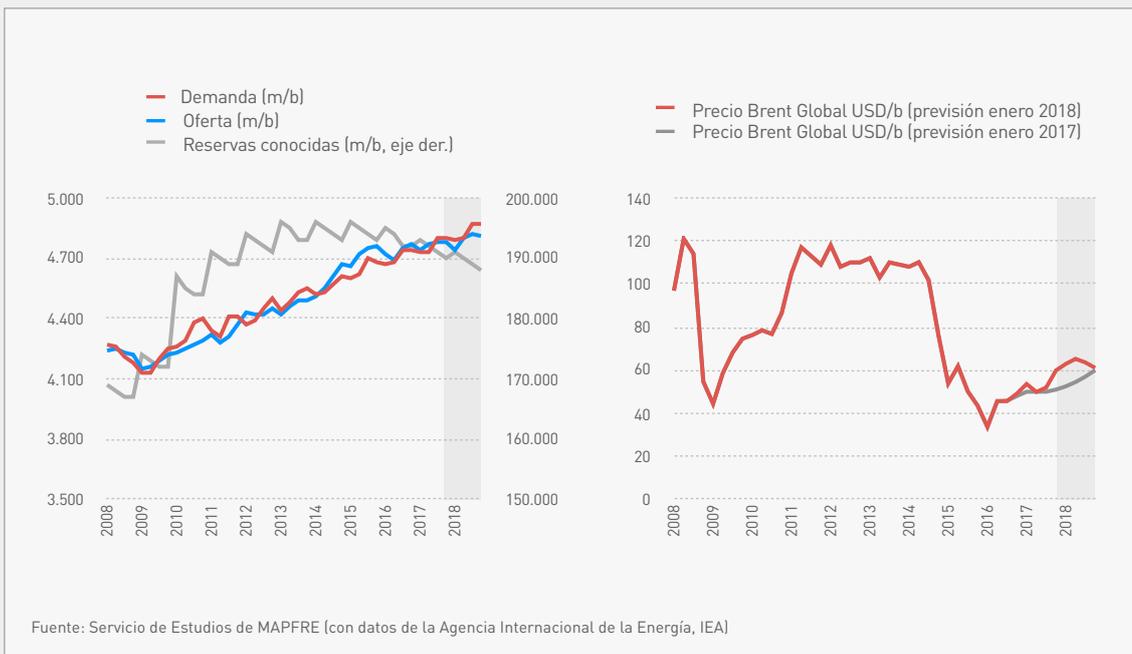
Esta previsión respecto al comportamiento de la oferta y demanda de petróleo es consistente con nuestra previsión de 2017, en la que se anticipaba el estrechamiento de la brecha de

oferta que se había presentado en años anteriores. Al mismo tiempo, esa reducción de inventarios producirá un moderado ajuste al alza del precio del petróleo, el cual ubicamos en el entorno de los 60 USD por barril hacia finales de 2018, lo que podría considerarse, bajo el escenario actual, su nivel de equilibrio de largo plazo.

#### Riesgos al alza

Los riesgos al alza respecto al precio de los hidrocarburos, sin embargo, son elevados. Por el lado de la demanda, está la posibilidad de un mayor crecimiento económico en los mercados emergentes (no pertenecientes a la OCDE). Y por el lado de la oferta, está el efecto de los recortes efectuados en el pasado en los gastos de capital para la ampliación del suministro, así como el impacto de potenciales situaciones producidas por tensiones geopolíticas.

Por lo anterior, es posible asignar una elevada probabilidad de que, al menos en el corto plazo, pudiera presentarse un cierto *overshooting* en los precios del petróleo, los cuales podrían llegar a rozar los 70 USD por barril durante la primera mitad de 2018.



- c) El efecto del ajuste y eventual reversión de la regulación financiera impuesta tras la crisis financiera de 2008, si bien ha originado buenas expectativas para el negocio bancario no depositario, no ha resultado aún en eventos concretos.

Por lo tanto, no hubo necesidad de acomodar la política fiscal con una política monetaria menos laxa (consistente con un perfil de normalización monetaria más agresivo). Las condiciones monetarias y financieras permanecen en Estados Unidos (lo mismo que en la Eurozona) extremadamente laxas y consistentes con un tipo de interés natural bajo, heredero de las hipótesis del estancamiento secular que se describía en nuestro informe global anual de 2017.

**v) Aplanamiento de la curva de tipos de interés**

Se acentuó la presión por el aplanamiento de la curva de tipos de interés (sea por duración, presión de liquidez en plazos largos, o por compras de activos a muy largo plazo a la vista del deterioro previsible de la capacidad del sistema previsional). La pendiente de la curva de tipos de interés global permanece plana, trasladándose a tipos de cambio menos apreciados y a menores rentabilidades por plazo en el sistema financiero, a la par que a un aumento de búsqueda de mayor rentabilidad/riesgo. Consecuentemente, se aprecian caídas en la prima temporal de la curva media en los

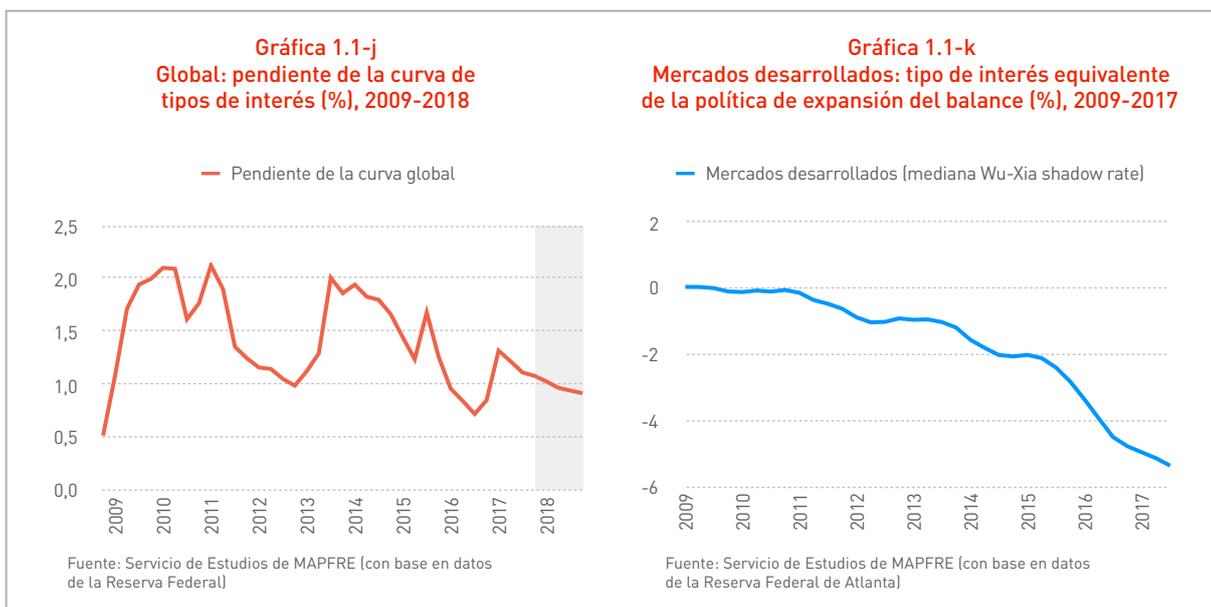
países desarrollados, en especial en la de Estados Unidos.

Se trata de una tendencia que previsiblemente se mantendrá, en la medida en que la política de re-flación no se ha consolidado en los Estados Unidos (ubicándose en el escenario más moderado), y las expectativas de largo plazo son a la baja pese a repunte de la actividad económica. En el mismo sentido, persiste una fuerte oferta de saldos monetarios, así como un cúmulo de ahorro generacional (cohortes de salida 2030+ que necesitan ahorrar para complementar sistema previsional de reparto en el entorno de países desarrollados donde la esperanza de vida es mayor) que se canaliza hacia activos de muy largo plazo a través de agentes institucionales (fondos de pensiones y aseguradoras).

**vi) Riesgos de cola sin materializarse**

Los riesgos de cola previstos en 2017 afortunadamente no se han materializado. Se han reducido ciertos riesgos a corto plazo gracias al momento cíclico, la liquidez y la construcción de márgenes de amortiguamiento (*buffers*), pero se mantienen grandes riesgos de largo plazo:

- a) El riesgo de desaceleración cíclica liderado por Estados Unidos se traslada al 2019 gracias a la expectativa del mantenimiento de condiciones financieras extremadamente laxas (suave senda de subidas de tipos,



continuismo del nuevo presidente de la Reserva Federal, cronograma de normalización de balance suave y ausencia de necesidades de acomodar la política fiscal). Se extiende el momento cíclico pese a que la brecha de producto (*output gap*) se ha cerrado y a la acumulación de desequilibrios vigente.

- b) El riesgo de ajuste de balanza de pagos en mercados emergentes vulnerables por el lado externo (cuenta corriente deficitaria, posición inversión internacional netamente deudora, apalancamiento en dólares y erosión de reservas) no se ha materializado. La laxitud monetaria en los mercados desarrollados mantiene la salida neta de flujos y *carry trade* hacia instrumentos de renta fija emergente. Pero un incremento severo de la prima de riesgo de mercados emergentes, unida a un ajuste mal calibrado en la política monetaria de la Reserva Federal, podrían producir efectos similares al *Taper Tantrum* de 2013 y el consecuente deterioro de las variables nominales de los mercados emergentes, reduciendo su capacidad de hacer pago en un entorno de estrechamiento de la liquidez y acceso a los mercados mayoristas.
- c) Los riesgos geopolíticos de alcance global, por fortuna, continúan siendo amenazas sin hechos, pero la tensión (conflictos Estados Unidos-Corea del Norte-Japón-China, entre Arabia Saudita-Irán<sup>1</sup>, y la tercera Intifada en Israel, entre otros) y la creciente participación de Rusia y China en la política internacional en detrimento de la estadounidense y europea, son factores de riesgo ineludibles. A nivel regional, el riesgo soberano financiero derivado de los populismos en Europa se ha tamizado (Brexit aceptado y ciclo político agotado), pero resurge con fuerza en Latinoamérica con las próximas elecciones de México, Argentina y Brasil, que se unen a la inestabilidad creciente de Venezuela y, de manera menos palpable, en Ecuador.
- d) Los riesgos de ajustes financieros globales no se materializan pero aumentan en probabilidad, al crecer la disonancia entre expectativas y realidad en un contexto de exuberancia en la valoración de activos. Esto se une a la abultada deuda corporativa emergente, creando potencialmente las condiciones para que se dé un ajuste global

ante leves cambios en los mercados financieros (el denominado “Minsky Moment”<sup>2</sup>). Un conjunto de pautas (que ilustran valoraciones alejadas de los fundamentales) parecieran confirmar lo anterior: el valor de mercado (*market value*) del SP500 es superior al registrado inmediatamente antes de la crisis de 2008 y consistente con un proceso de inflación de activos; Estados Unidos vive el segundo *rally* de renta variable (*equity*) más largo de su historia; el *spread* de la deuda *High Yield* se sitúa en mínimos históricos; el coste de la deuda corporativa es muy inferior al coste del *equity* (lo que explica las recompras de acciones que se están haciendo con la liquidez del sistema); persiste una mala percepción del riesgo de crédito (los *spreads* de riesgo de crédito de carteras de préstamos de automóviles y tarjetas de crédito son extremadamente bajos pese a que la mora es relativamente alta); existe un aumento en la compra de activos de mayor riesgo que ofrecen mayor rentabilidad (mercado inmobiliario y *private equity*, entre otros); y el riesgo de un ajuste financiero en China no se ha materializado pese a encontrarse en un contexto de elevado apalancamiento y baja rentabilidad corporativa (véase la Gráfica 1.1-l).

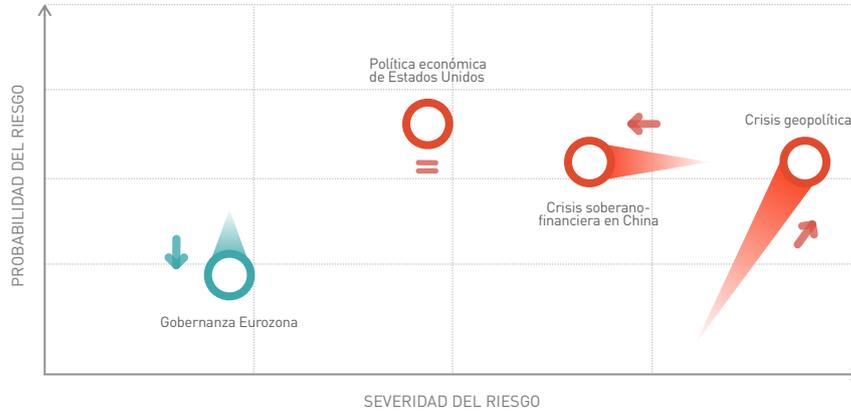
Por otra parte, tres factores parecen explicar las características que adoptó la concreción del escenario central planteado originalmente.

### Cambio en la composición del crecimiento

En primer lugar, hubo un relevante impulso al crecimiento global pero con una composición inesperada en la que el impulso fiscal provino de la economía de China (y no de los Estados Unidos), al tiempo que la liquidez global se mantuvo un año más (véase la Gráfica 1.1-m).

En los más recientes esfuerzos de su política pro-crecimiento (en aras a cumplir los objetivos fijados en el plan quinquenal antes del XIX Congreso del Partido Comunista), las autoridades chinas renovaron el impulso fiscal, el dirigismo financiero en mercados monetarios y la postergación parcial de la política macro prudencial. Como consecuencia, aumentaron el gasto en capital en sectores tradicionales, el crédito a las empresas públicas estratégicas dirigido y avalado por el Estado, y los controles

**Gráfica 1.1-l**  
**Vulnerabilidades y riesgos globales\***



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

\*La flecha indica el sesgo observado del riesgo

de capital, produciendo un *shock* de demanda global y una canalización de liquidez ajustada a las necesidades domésticas. Se estima que a lo largo de la segunda mitad de 2017 el “estirón final” chino aportó más de 0,3% al crecimiento del PIB global por la vía comercial (el comercio global creció con especial arrastre para la Eurozona) y de la demanda de materias primas de los mercados emergentes (véase las Gráficas 1.1-n y 1.1-o). El impulso al crecimiento por parte de la economía china explica, además,

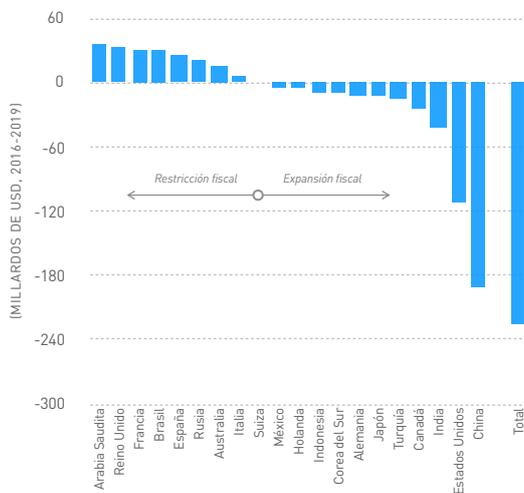
parte del incremento del precio del petróleo como se ha detallado en la sección correspondiente (véase el Recuadro 1.1-a).

En contraposición, la economía de Estados Unidos mantuvo la senda iniciada a principios de 2017; una senda dinámica y favorecida por los mercados financieros (expectativas) pero sin llegar a acelerarse tanto como sugería el escenario más optimista de las propuestas fiscales de la administración Trump. De manera más relevante, el moderado dinamismo de la economía estadounidense estuvo acompañado por ganancias continuadas del empleo (la economía se encuentra prácticamente en pleno empleo) que, sin embargo, no se trasladaron a incrementos sustanciales en la inflación subyacente.

**Prevalencia de la laxitud en la política monetaria y liquidez global**

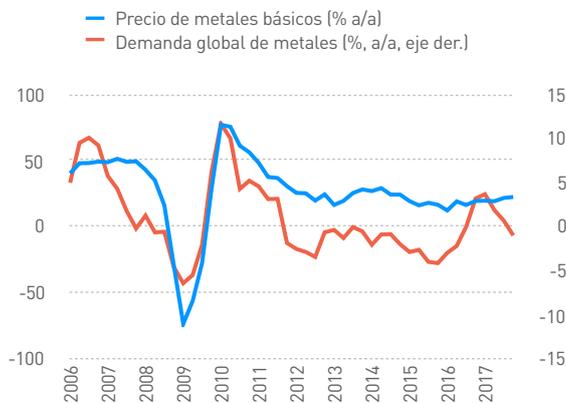
En segundo lugar, Estados Unidos ha mantenido una política monetaria laxa en los albores del cambio de ciclo, abundando con ello en la liquidez global. La ausencia de tensiones salariales que presionen las expectativas de inflación pese al dinamismo del mercado laboral, consiguieron que la Reserva Federal se ajustara más a las expectativas del mercado en torno a la normalización de su política monetaria. Tres hechos confirman lo anterior:

**Gráfica 1.1-m**  
**Economías seleccionadas: impulso fiscal (cambio proyectado en saldos fiscales)**



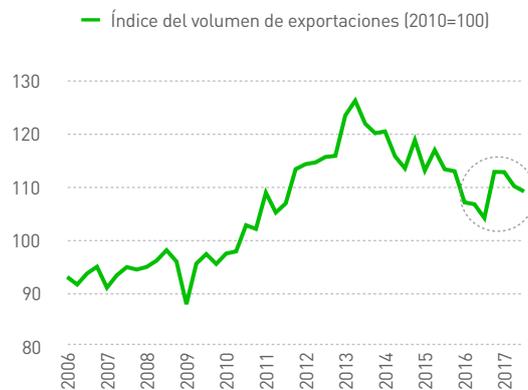
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

**Gráfica 1.1-n**  
Global: demanda de metales,  
2006-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de CRB)

**Gráfica 1.1-o**  
Eurozona: exportaciones de  
bienes de capital, 2006-2017

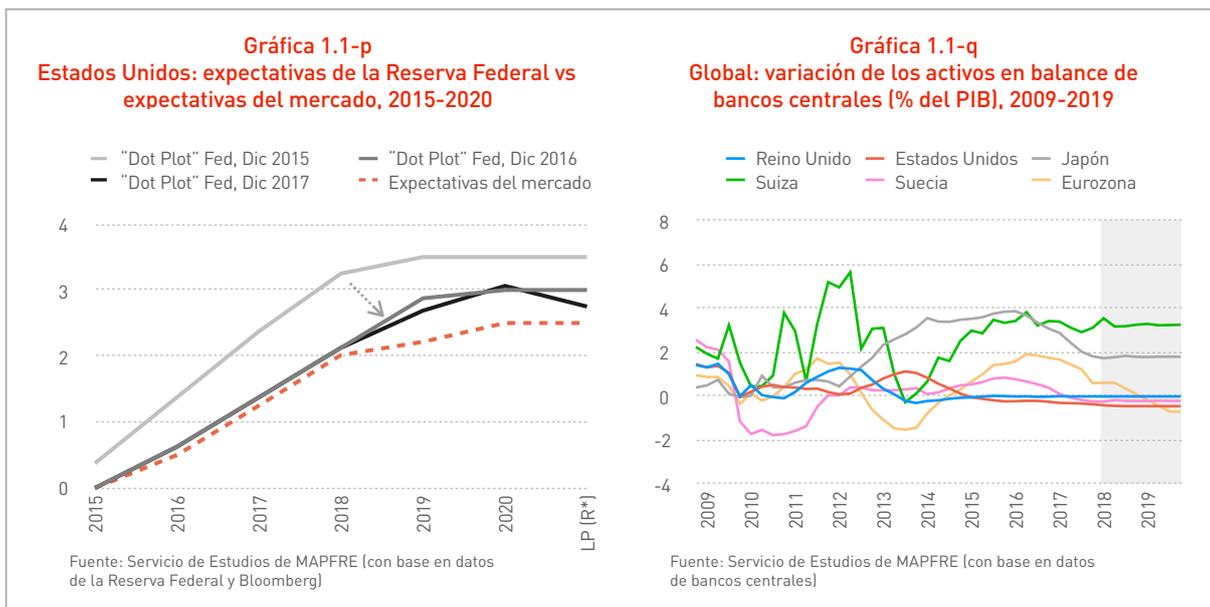


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Eurostat)

- a) Las expectativas de subidas de tipos de interés se atenuaron, pareciéndose más a las subidas esperadas por el mercado que a lo que la propia Reserva Federal preveía (véase la Gráfica 1.1-p), lo que ha obligado a revisar a la baja nuestra expectativa de subidas de tipos de interés con respecto a lo que se preveía hace un año (50 pbs menos de subida total entre 2017 y 2019).
- b) La normalización del tamaño del balance de la Reserva Federal (el *Tapering del QE*) cobró un sentido mucho más tamizado, imponiéndose una regla de reducción de activos por un valor aproximado de 2% del PIB anuales, menos de lo necesario para devolver el balance de 23% del PIB actual al 10% en 2024, como se preveía originalmente.
- c) Cabría esperar una Reserva Federal con un sesgo acomodaticio. Así lo sugiere la dimisión del vicepresidente de la Reserva Federal, Stanley Fisher (H<sup>3</sup>), y el reemplazo programado de Janet Yellen por un presidente de corte continuista en su política de laxitud monetaria, Jerome Powell (D<sup>4</sup>). Además, subsisten tres vacantes en el consejo de gobierno de la Reserva Federal y el mercado espera que se haga con una mayoría que no dañe el sesgo de laxitud actual, es decir que habrá presión para que sea un consejo que favorezca tipos bajos y *tapering del QE* moderado.

La previsible postura bajista por parte de la Reserva Federal ha garantizado a lo largo de 2017 (y se prevé que lo haga en 2018) el mantenimiento de abundante liquidez y tipos de interés relativamente bajos<sup>5</sup>. Ello provoca efectos riqueza (*wealth effects*) relevantes en los balances tanto de las familias como de las empresas (que ven incrementado el valor de sus activos financieros y reales), produciendo incrementos en el consumo de los hogares (con recurso al ahorro o al crédito dado que el crecimiento de la renta es limitado) y crecientes recompras de renta variable e inversiones reales de riesgo (lo que explica las valoraciones del SP500, la contracción de los *spreads* del *High Yield*, etc.).

Además, todo esto ocurre en un momento de inicio del cambio de ciclo para la economía de Estados Unidos, atendiendo no solamente a la maduración de indicadores como el empleo (pleno empleo, 4,1%) y brecha de producto (0%), sino a la luz de la maduración del valor de activos como el residencial o el paulatino aplanamiento de la curva de tipos de interés de ese país (toda vez que desde diciembre el tipo a largo plazo ha repuntado +20pbs hasta 2.6%). Es decir, se mantiene un entorno de amplia liquidez global con importantes efectos sobre la actividad, pese a que es previsible que el ciclo económico en Estados Unidos está a punto de cambiar.



### Desconexión entre actividad económica e inflación

Y en tercer lugar, la inflación global se comporta de manera ambivalente. En los mercados emergentes, la mayoría de bancos centrales de los mayores mercados (China, India, Indonesia, Rusia y Brasil) consideran la inflación subyacente en su zona de confort, o en todo caso ligeramente por encima de esta<sup>6</sup>. Una situación distinta se presenta en el caso de los mercados desarrollados, en los que las métricas de inflación se mantienen visiblemente por debajo de los niveles que serían aceptables para los bancos centrales<sup>7</sup>. Esto es paradigmático en los casos de Estados Unidos y la Eurozona. En Estados Unidos, la inflación general (PCE) se situó en 1,8% en diciembre, mientras que la subyacente tan sólo alcanzó <1,5%, muy por debajo del mandato de la Reserva Federal de garantizar una inflación de fondo en el entorno de 2%. Así, el discurso de la Reserva Federal desde mediados de año hace constantemente énfasis en la necesidad de devolver la inflación a una senda consistente con lo que dicta la teoría económica, especialmente en un contexto en el que la tasa de paro se considera friccional. Lo mismo ocurre, con ciertos matices, en la Eurozona, en la que países como Alemania, Italia y Francia ven su inflación aún muy condicionada por persistentes bajas tasas en la inflación subyacente, pese a estar experimentándose una aceleración sin precedentes de la actividad.

Este hecho (la desconexión entre actividad e inflación) ha cristalizado como debate internacional

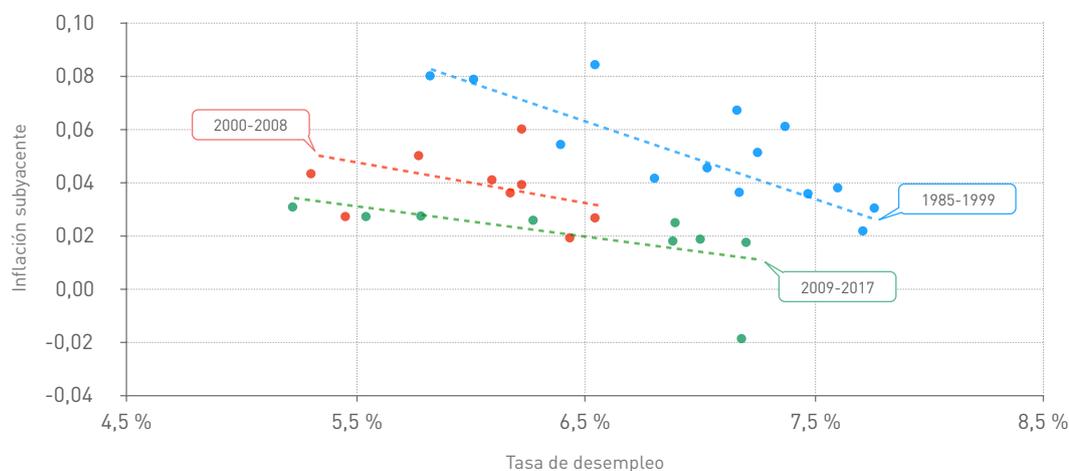
en torno a la pregunta si la curva de Phillips (véase el Recuadro 1.1-b) ha dejado de funcionar. El debate ha nacido al comprobar que desde hace tres décadas la pendiente de la curva, que relaciona variaciones entre inflación y actividad económica<sup>8</sup>, se ha ido aplanando hasta virtualmente diluirse la elasticidad de la inflación a la actividad (véase la Gráfica 1.1-r).

Existen numerosos motivos (no mutuamente excluyentes) por los que se podría estar desvaneciendo dicha relación entre actividad e inflación, y de hecho no siempre se ha dado tal relación<sup>9</sup>. Un repaso a la Gráfica 1.1-r y al Recuadro 1.1-b sirven para ver una relación de dichos motivos y para captar la intuición de que no es la caída en la inflación lo que preocupa, sino el motivo por el que esto ocurre. Crecientemente cristaliza el consenso de que la inflación se está reduciendo y dejando de responder a variaciones en la actividad económica porque las expectativas de inflación caen de forma inexorable; una hipótesis que si bien es *partisana*<sup>10</sup> es consistente con el discurso de estancamiento secular que aún permanece en el debate económico y al que hicimos referencia en nuestro informe de 2017.

### Efectos de la caída en las expectativas de inflación de largo plazo

La caída de las expectativas de inflación es un riesgo de largo plazo que, como se indicó antes, podría estar ligado a una reducción del tipo de interés natural de manera consistente a la teoría

Gráfica 1.1-r  
G7: curva de Phillips, 1985-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

del estancamiento secular. En este caso, la política monetaria perderá margen de maniobra para apoyar una salida cíclica de la actividad, máxime en un contexto de trampa de la liquidez (como se deriva del estancamiento secular). La caída de las expectativas de inflación conduciría a una inflación tendencialmente decreciente, llegando a los límites de la deflación (como ocurrió en Japón en los años ochenta), lo que en un contexto de crecimiento subpar puede crear una dinámica de deuda explosiva que dificulte severamente el pago de su servicio, incluso en un entorno de bajos tipos de interés.

En este escenario, la caída en las expectativas de inflación se trasladaría a lo largo de la curva de tipos de interés hacia los plazos largos, produciendo un aplanamiento de la curva debido a la compresión de la prima temporal. Esto traería consigo diversas implicaciones: a) problemas para la banca por alterar su función transformadora de plazos necesaria para ofrecer crédito; b) problemas para los instrumentos de inversión garantizada de largo plazo empleados en el sector asegurador y previsional; c) reducción de la rentabilidad de la inversión productiva y, por lo tanto, *crowding out* y reducción de la inversión y de la actividad; y d) distorsión en la valoración de activos, efectos riqueza sobre el consumo y desequilibrios nominales (exceso de crédito, efectos sobre los precios inmobiliarios, coste de la deuda corporativa, etc.).

Este riesgo de largo plazo cobra especial vigencia en el contexto actual, dominado por tres factores singulares:

1) El cambio antes descrito en el momento cíclico de la economía de Estados Unidos, y el equivalente para la Eurozona que podría esperarse durante 2019-2020.

2) La potencial reversión del excesivo optimismo que suele acontecer justo antes de los cambios de ciclo económico (Lehman, crisis DotCom, crisis asiática, etc.), que podría conllevar ajustes nominales bruscos en lo que eran indicios de esta complacencia (véase la Gráfica 1.1-s). Por ejemplo: cambios en las capacidades de pago de los agentes, ajuste en *spreads* de crédito acorde con los niveles de mora, efectos de valoración en activos del balance que son contrapartida para pasivos, encarecimiento y límites de fondeo del apalancamiento corporativo, y la contracción repentina de los ingresos recurrentes y, por lo tanto, de la generación de márgenes de amortiguamiento contra-cíclicos (*buffers*) al deteriorarse la actividad, así como la rentabilidad real y financiera de todos los sectores.

3) El inicio de un proceso gradual, pero sensible a cambios, de ajuste de la liquidez global dada la ordenación programada del balance de la Reserva Federal y posteriormente del BCE. Los bancos centrales globales atesoran 15 billones de dólares en activos de renta fija de largo plazo

**Recuadro 1.1-b**  
**Política monetaria: expectativas de inflación y curva de Phillips**

La curva de Phillips es el marco conceptual empleado desde mediados del siglo pasado para representar la relación entre inflación y el nivel de actividad económica, siendo la métrica de la inflación la variación de índice de precios al consumo (IPC) subyacente, y de la actividad el *output gap* ( $y_t - y_t^*$ ) y/o el *desempleo cíclico* ( $u_t - u^*$ ), indistintamente.

Debe su nombre a William Phillips quien postuló tal relación empírica a finales de los cincuenta, aunque mayoritariamente ha sido desarrollado por Samuelson y Solow durante los años sesenta y setenta, así como por Calvo, Galí y Gertler en su versión nekeynesiana a finales de los noventa.

La curva de Phillips es, junto a la curva *IS* (la relación entre demanda agregada y tipos de interés) y a la *Regla de Taylor* (que vincula el tipo de interés de política monetaria con su tipo natural, la inflación y el *output gap*), el marco conceptual básico sobre el que la mayoría de los bancos centrales basan sus decisiones de política monetaria.

En la actualidad, se emplea una versión nekeynesiana de la curva de Phillips. En ella se incorpora un mecanismo de generación de expectativas que capture la histéresis que, de manera empírica, se encuentra en la inflación:

$$\pi_t = \alpha E\pi_{t|p} - k(u_t - u^*) + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$E\pi_{t|p} = (1 - \beta)\pi_{t-1} + \beta(\pi^*) \quad (2)$$

De las anteriores expresiones, (1) es la relación entre inflación actual ( $\pi_t$ ), la actividad ( $u_t - u^*$ ) y las expectativas de inflación ( $E\pi_{t|p}$ ), cuya formación está gobernada por una ley (2) que utiliza la experiencia de inflación pasada ( $\pi_{t-1}$ ) y el objetivo de inflación del banco central ( $\pi^*$ ).

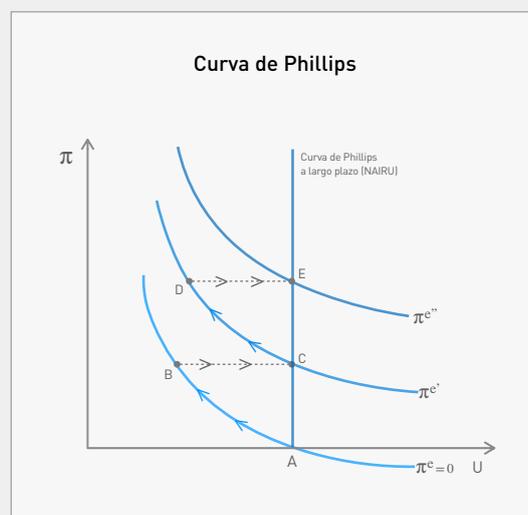
Como puede verse en la gráfica, hay diferentes relaciones lineales entre inflación y el nivel de actividad para cada nivel de inflación esperada. Lo que hace que, para iguales niveles de actividad, una economía tenga inflaciones más altas o más bajas dependiendo de la credibilidad de los bancos centrales en el propósito de mantener la inflación controlada.

Así, la credibilidad de la política monetaria es la clave para anclar la inflación al objetivo de los bancos centrales. Una alta credibilidad hace

que la inflación tenga poca histéresis ( $\beta \rightarrow 1$  ;  $E\pi_{t|p} \rightarrow \pi^*$ ) y la regla de Taylor se reduzca a oscilaciones en torno al objetivo de inflación derivadas de aumentos de la actividad. Si ocurre lo contrario ( $\beta \rightarrow 0$  ;  $E\pi_{t|p} \rightarrow [1/\beta]\pi^*$ ), la inflación se vuelve persistente y explosiva con los crecimientos de la actividad económica. La falta de credibilidad nos hace transitar entre las diferentes reglas representadas en la gráfica, lo que significa que las expectativas acaban convirtiéndose en la inflación actual y esta a su vez condiciona las expectativas en el siguiente proceso de formación de precios. Como se ilustra en el diagrama de la curva de Phillips, en el largo plazo la actividad en equilibrio tiene que convivir con crecientes niveles de inflación.

Un caso paradigmático de este proceso fue la experiencia vivida durante el periodo de estancamiento con inflación vivido globalmente durante los años setenta. En aquel entonces, el desempleo cíclico era amplio, y a idénticos bajos niveles de actividad se convivía con crecientes tasas de inflación.

Durante los últimos tiempos, sin embargo, y de manera más visible desde que se inició la recuperación tras la crisis económica de 2008 (aunque el proceso se inició antes), se comprueba que crecientes niveles de actividad no se corresponden necesariamente con crecientes incrementos de inflación. Según Robeica y Jagdosinzki (2017), hay razones locales, globales y derivadas de la política monetaria para explicar este proceso.



**Recuadro 1.1-b (continuación)**  
**Política monetaria: expectativas de inflación y curva de Phillips**

Entre las razones locales, la caída secular de la inflación puede explicarse por la pérdida de poder negociador de los sindicatos, lo que imprime presión a la baja sobre el crecimiento de los salarios reales o el *dumping* comercial de nuevos actores de mercado que exportan inflación más baja. A nivel global, la explicación está relacionada con la integración de nuevos productores en las cadenas de valor globales, la automatización que reduce los costes unitarios y el creciente peso de la industria “de coste marginal cero” en la economía, como es todo el desarrollo de la digitalización (Rifkin 2016).

El debate más profundo se ubica, sin embargo, en la atribución a la política monetaria de responsabilidades sobre el proceso deflacionario y la unión con el discurso del estancamiento secular, que sigue vigente. La tesis del estancamiento secular es aparentemente irreconciliable con la acción de la política monetaria sobre la caída de la inflación por estar construida sobre el postulado de que la actividad monetaria es neutral e inocua sobre las variables reales y, por ende, sobre el tipo natural de interés ( $R^*$ ). Por ello, la relación entre

actividad económica e inflación es automática y autoajutable en equilibrio. Bajo este prisma, hay una relación entre actividad e inflación que, a la luz de lo que se comprueba empíricamente, pareciera estarse diluyendo. Es decir, aceptar la hipótesis del estancamiento secular (que efectivamente el potencial y el tipo de interés natural caen de manera secular por razones estructurales reales) ha de hacerse aceptando también que se está perdiendo la relación entre actividad e inflación.

Esta paradoja se resuelve bajo el enfoque nekeynesiano; las expectativas juegan un papel fundamental generando inflación y tipos de interés nominales a diferentes plazos. En esta situación, la credibilidad de la autoridad monetaria (como se ha explicado antes) podría ser la que estuviera produciendo caídas tendenciales en las expectativas, en la inflación y en el tipo de cambio *per se*, y estas (las expectativas de inflación) serían el nexo para explicar la aparente disfuncionalidad actual de la curva de Phillips, la política monetaria y el paradigma del estancamiento secular.

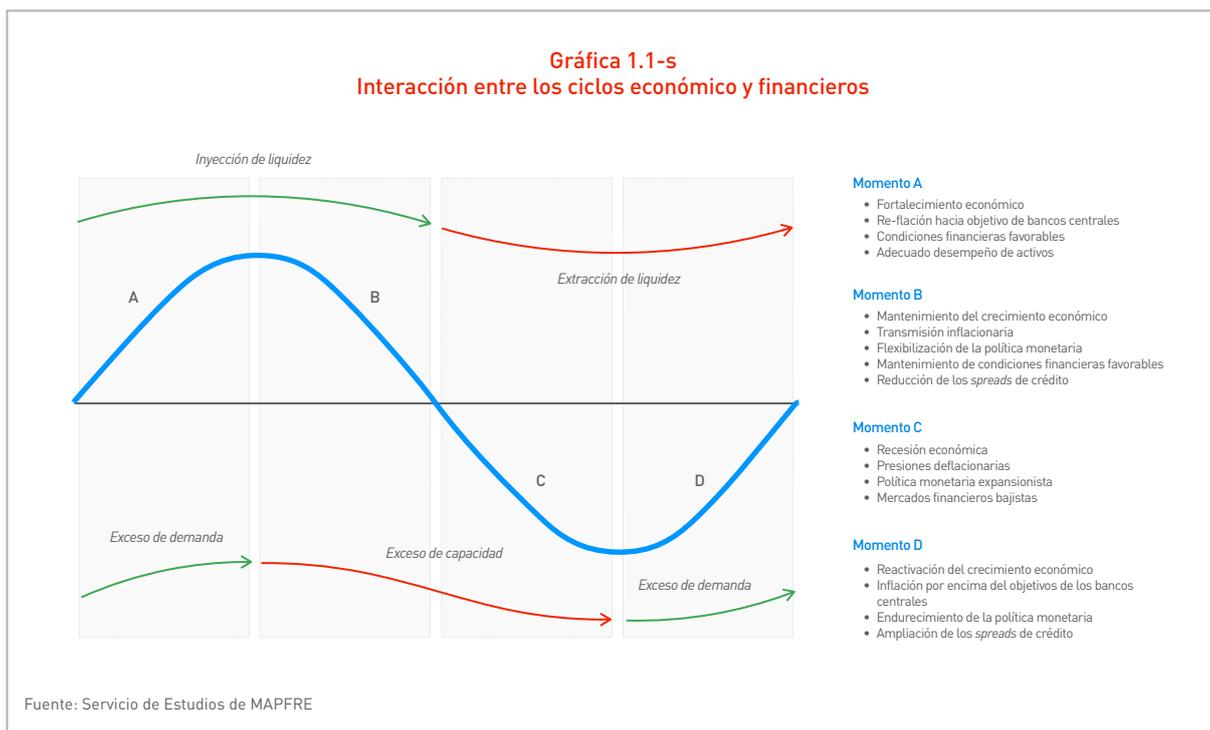
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

(en su mayoría soberanos) y denominados en dólares o euros. De estos, casi dos terceras partes están en la Reserva Federal de Estados Unidos y en el BCE. Dado el cronograma anunciado, ambos bancos centrales drenarán aproximadamente un tercio de la liquidez en monedas fuertes durante los próximos cinco años, lo que podría exacerbar los síntomas de la complacencia y los excesos enunciados en el punto anterior, pudiendo originar una crisis ante la falta de liquidez cuyo detonante sea puramente financiero. La catalización de un evento de liquidez global (*global risk shock*) se acentúa debido a las prácticas actuales en la gestión de carteras con volumen relevante de activos de alto riesgo, así como a la información asimétrica acerca de sus riesgos latentes, aumentan la prociclicidad en su valor ante un aumento de la tensión sobre la liquidez.

### Del escenario base al escenario de riesgo

Para efectos de este informe, nuestra visión central del desempeño macroeconómico es un escenario en el que el 2018 constituye un punto de inflexión, y en 2019 comienza a desacelerarse suavemente y de manera ordenada la actividad económica y la inflación. A esta, le sigue una pendiente cada vez menor de la curva global de tipos de interés, pero con apreciaciones moderadas de las monedas fuertes frente a las monedas emergentes.

No obstante, un evento de liquidez global, combinado con una inadecuada gestión de política económica, puede transformar nuestro escenario central en el escenario de riesgo. La experiencia confirma que el inicio de las crisis económicas casi siempre se encuentra asociado a problemas de liquidez, los cuales terminan por convertirse en problemas de solvencia. En una



situación como la actual, en la que la extensión de la liquidez ha postergado la corrección de desequilibrios globales, al mismo tiempo que tanto el ciclo como la política económica global pueden estar agotándose, vislumbramos una no despreciable probabilidad para que nuestro escenario base de ajuste gradual cíclico tras el 2018 pueda convertirse en un escenario guiado por un *shock de liquidez global* que adelante y recrudezca el ajuste financiero global. Esto es lo que define la naturaleza de nuestro escenario alternativo o de riesgo global que se muestra en las tablas del apéndice de este informe. Un escenario así daría lugar a ajustes en la renta fija global, retroalimentaciones perniciosas entre las tensiones soberanas y financieras, y problemas de solvencia corporativa, fundamentalmente.

## 1.2 Perspectivas generales y balance de riesgos en economías seleccionadas

La actividad económica mundial creció un 3,6% en 2017, en un ciclo más sincronizado y que se aceleró tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes. Este dato muestra un crecimiento global firme apoyado por políticas monetarias todavía laxas por parte de los bancos centrales del G4 (Estados Unidos, Japón,

Eurozona y Reino Unido), aunque en los Estados Unidos la Reserva Federal se encuentre ya en proceso para elevar los tipos de interés y haya definido una ruta de reducción de su balance, y el BCE haya anunciado su cronograma de normalización monetaria.

Dada la fortaleza de la economía global, el crecimiento mundial para 2018 estaría casi repitiendo el ritmo de 2017, en el entorno del 3,7%, con una aceleración en la aportación de los mercados desarrollados (ya por encima del 2%) y de los mercados emergentes (en el entorno del 4,9%), estos últimos liderados por la resiliencia en el crecimiento en China y la salida de recesión de Brasil y Rusia. En general, se observa una convergencia de los indicadores reales hacia los de expectativas, protagonizados por el comercio mundial, la inversión en equipo y, en algunos países, por la inversión residencial.

En 2017, Estados Unidos y la Eurozona han seguido las dinámicas propias de países desarrollados (2,3% y 2,4%, respectivamente), mientras que China mantiene aún su agenda de desaceleración controlada hasta el entorno del 6,5% en promedio entre 2017 y 2018. El contexto de los demás mercados emergentes es variado, dependiente del entorno mundial (y en especial de la política monetaria de Estados Unidos) y de factores idiosincráticos del ámbito político y geopolítico. La política ha jugado un papel

fundamental en los países desarrollados en 2017, pero el ciclo político de los países emergentes (y señaladamente América Latina) tendrá su cenit en 2018 con elecciones en Argentina, Brasil y México. Este año, además, se consolidaron las recuperaciones cíclicas de Brasil y Rusia.

El dato menos positivo del entorno global es que la inflación (que se aceleraba en los mercados desarrollados durante la primera mitad de año) parece estar perdiendo tracción debido a una desaceleración de la inflación subyacente y de las expectativas salariales y, aunque se han compensado parcialmente con el renovado dinamismo del precio del petróleo, su impulso sigue siendo insuficiente. Por el momento, el dinamismo en el empleo en los países desarrollados no se está traduciendo en ganancias reales de los salarios, lo que preocupa en términos de política monetaria al poner en liza la relación entre crecimiento e inflación. La inflación global se situó en el entorno del 3,5% a finales del cuarto trimestre de 2017, lo que eleva el promedio por encima del 3% en la totalidad del año, con un registro cercano al 2% en los mercados desarrollados y del 4,5% en los mercados emergentes.

La Reserva Federal de Estados Unidos ha subido tipos de interés en diciembre llevando la banda alta del objetivo hasta el 1,5%. La renovación de la presidencia y del consejo de la Reserva Federal permite anticipar cierto continuismo en la ruta de gradualidad de la senda de subidas futuras. De manera más relevante, la Reserva Federal ya ha fijado el cronograma para la normalización de su balance, que aunque se estima gradual (aproximadamente 1,3 trillones de USD en tres años, lo que equivale a una tercera parte del *stock* acumulado desde la crisis), tendrá repercusiones sobre la liquidez y el coste de financiación global. Por otro lado, el BCE ha anunciado en octubre que extiende el programa de compra de activos por nueve meses (hasta septiembre de 2018), pero baja el ritmo de compras a 30.000 millones de euros. Además, se anticipa ya el cronograma de normalización monetaria en Europa del que se descarta cualquier subida de tipos de interés antes de finales de 2019.

Por su parte, en los mercados emergentes se mantiene la divergencia de las políticas monetarias entre países. En México, se espera

un sesgo igual o menos restrictivo de la política monetaria del banco central dada la previsible mejora del panorama de la inflación. No obstante, la necesidad de acomodar la incertidumbre política y de las negociaciones comerciales con los Estados Unidos, a la vez que el posible impulso fiscal extraordinario debido a los terremotos de septiembre pasado y las elecciones en 2018, podría alterar esta previsión. En Brasil, dada la escasa inflación y la aún incipiente actividad económica, continúa la relajación monetaria con un recorte del tipo de interés en 50 bps en diciembre, situándolo en el nivel más bajo de su historia reciente (7,0%). Turquía, por su parte, volvió a subir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito a fin de controlar su divisa, actualmente fuertemente depreciada en el entorno de 3,8 TRL/USD.

## 1.2.1 Estados Unidos

### Inercia del dinamismo en la antesala del cambio de ciclo

El crecimiento del PIB de Estados Unidos del cuarto trimestre (3,1%) confirmó la fortaleza de esa economía, lo que permite prever que se cerrará el año con un crecimiento en el entorno del 2,3%, impulsado por el consumo privado y la inversión (véanse las Gráficas 1.2.1-c y 1.2.1-d, y la Tabla 1.2.1). Con información a noviembre, el

#### Estados Unidos

- **Dinamismo apoyado en el consumo y en el gasto en capital. Mercados muy optimistas.**
- **Pese a la ausencia de capacidad ociosa y de un mercado de trabajo en pleno empleo, la inflación no cobra vigor. La inflación subyacente continúa deteriorándose.**
- **La administración del Presidente D. Trump hace entrega parcial de sus promesas políticas de campaña, sin que tampoco se materialicen los riesgos asociados al incumplimiento de los temas pendientes.**
- **Los riesgos son a la baja, vinculados a la gestión política y económica en un entorno que anticipa el cambio de ciclo económico.**

empleo siguió fortaleciéndose; la tasa de desempleo se situó en el 4,1% y la de subempleo por debajo del 8%. No obstante, pese a la fortaleza del mercado de trabajo destaca la moderación del crecimiento de la masa salarial tanto en términos nominales como reales, lo que por el momento hace que la renta disponible crezca tenuemente y que el consumo se sustente fundamentalmente en el ahorro (la tasa de ahorro se sitúa cerca del 4%). Pese a que el crecimiento es sostenido, diversos indicadores (empleo, beneficios corporativos, pendiente de la curva, etc.) hacen prever que nos encontramos en el inicio de un cambio de ciclo para la economía estadounidense.

Pese a la convergencia entre indicadores reales y expectativas, aún destaca el hecho de que indicadores como la producción industrial (+2,9% a/a) o la capacidad utilizada (77%) disten todavía de la exuberancia que muestran los índices de gestores de compras (PMIs), los cuales siguen en ascenso mantenidos en la expectativa de la materialización de la política económica re-flacionaria del gobierno.

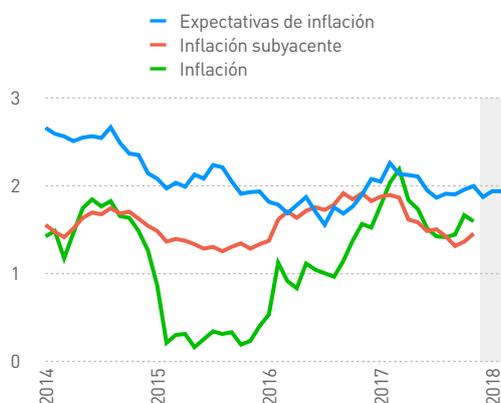
La expectativa de re-flación creada a inicios de año con la propuesta fiscal del Presidente D. Trump no se ha materializado aún y, pese a esto, los mercados no han cambiado su apetito por el riesgo. Más allá de las órdenes ejecutivas sobre inmigración, regulación y política fronteriza, la negociación del NAFTA permanece en proceso y la transformación de la Ley Sanitaria no ha tenido lugar.

La política fiscal se ha visto concretada en una reforma aunque, como se anticipaba, ha sido parcial y, en cierta medida, regresiva e insuficiente por cuanto que no amplía la base fiscal. La reforma fiscal no confiere nuevas partidas de gastos en infraestructura (se enunciaron cerca de 400 mil millones de dólares) y reduce el tipo efectivo solo moderadamente (de 19% a 17%, aunque el impuesto corporativo lo haga de 35% a 21%). La reforma fiscal confiere menos ingresos para el Estado, lo que debe tenerse en cuenta en un entorno de elevada deuda pública que ha provocado la necesidad de la supresión eventual del techo estatutario de deuda.

La inflación repuntó en noviembre hasta 2,2%, pero la inflación subyacente se desaceleró hasta 1,7%, dando nuevas evidencias de la moderación salarial y del deterioro de las expectativas de precios. La postura ("guidance") actual de la Reserva Federal es consciente de esto; la política monetaria (que se está endureciendo aunque todavía en niveles expansivos) muestra cautelas relativas a la baja inflación.

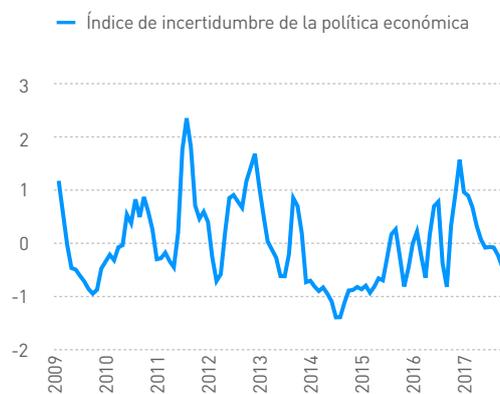
En la reunión de octubre de 2017, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) anunció el monto y cronograma del proceso de normalización del balance de la Reserva Federal que se espera reduzca en una tercera parte los activos en balance (1,3 trillones de USD) durante los próximos tres años a partir de octubre. Aunque en su reunión de diciembre la Reserva Federal movió tipos de interés +25 pbs hasta situarlos en 1,50%, la narrativa de sus actas y la

**Gráfica 1.2.1-a**  
Estados Unidos: inflación base y subyacente (% a/a), 2014-2018



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

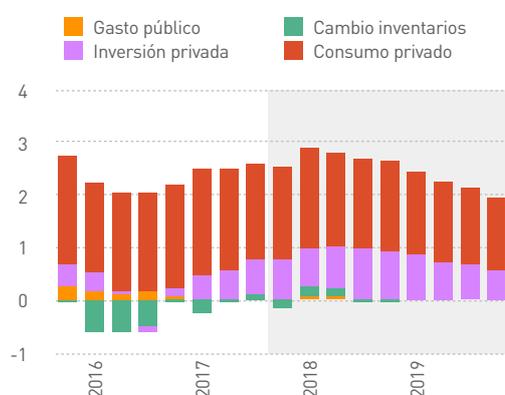
**Gráfica 1.2.1-b**  
Estados Unidos: índice (normalizado) de incertidumbre de la política económica, 2009-2017



Fuente: Bloom, et.al. 2017

**Gráfica 1.2.1-c**  
**Estados Unidos: descomposición**  
**y previsiones del PIB, 2015-2019**


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

**Gráfica 1.2.1-d**  
**Estados Unidos: descomposición y previsiones**  
**de la demanda doméstica, 2015-2019**


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

**Tabla 1.2.1**  
**Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	1,7	2,6	2,9	1,5	2,3	2,7	1,9
Contribución de la demanda doméstica	1,4	2,3	3,6	1,7	2,4	2,8	2,2
Contribución de la demanda externa	0,3	0,3	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3
Contribución del consumo privado	1,0	1,9	2,5	1,9	1,9	1,8	1,5
Contribución de la inversión	0,6	0,6	0,7	0,1	0,6	0,9	0,7
Contribución del gasto público	-0,4	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,3	2,7	3,5	1,7	2,3	2,7	2,1
Consumo total (% a/a, media)	0,8	2,3	3,2	2,4	2,2	2,2	1,8
Inversión privada (% a/a, media)	3,0	4,8	3,6	0,6	3,1	4,2	3,3
Exportaciones (a/a en %)	3,5	4,3	0,4	-0,3	3,2	3,6	2,8
Importaciones (a/a en %)	1,1	4,5	5,0	1,3	3,4	3,2	4,0
Tasa de paro (% final período)	6,9	5,7	5,0	4,7	4,1	3,9	4,1
Inflación (% a/a, final período)	1,2	1,2	0,4	1,8	2,1	1,9	1,6
Balance fiscal (% PIB)	-5,4	-4,8	-4,4	-5,0	-4,4	-4,6	-4,8
Balance comercial (% PIB)	-4,4	-4,5	-4,4	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,1	-2,4	-2,4	-2,5	-2,8	-3,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,13	0,13	0,17	0,42	1,50	2,00	2,50
Tipo de corto plazo (final período)	0,24	0,24	0,41	0,92	1,45	2,47	2,86
Tipo de largo plazo (final período)	2,75	2,28	2,19	2,13	2,39	2,85	3,06
Tipo de cambio vs USD (fin período)	n.a.						
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,36	1,25	1,10	1,08	1,20	1,20	1,20
Crédito privado (% a/a, media)	7,7	7,7	2,3	3,5	5,3	5,3	4,9
Crédito familias (% a/a, media)	0,8	2,4	2,4	2,6	3,6	5,9	5,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,3	4,8	5,7	5,6	6,1	6,1	4,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,2	2,9	2,2	4,1	3,2	2,3	1,5
Tasa de ahorro (% media)	5,0	5,7	6,1	4,9	3,5	3,8	3,7

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)  
 Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

reconfiguración continuista alcanzada con el nuevo presidente (Jerome H. Powell) hacen esperar que la gradualidad se mantenga. Así, se esperan dos subidas adicionales de tipos de interés a lo largo de 2018.

El tipo de interés a 10 años se ubica por debajo del 2,4%, pero se prevé un aplanamiento gradual de la curva al comprimirse aún más la prima por plazo dada la ausencia de inflación de fondo y dada la persistencia en el riesgo de duración. El dólar, en consecuencia, terminó depreciado con respecto al año anterior, ligeramente por encima de nuestra previsión de 1,2 USD/EUR. Esto se ha debido fundamentalmente al estrechamiento de diferenciales de tipos largos con la Eurozona.

El balance de riesgos a corto plazo es estable. Los riesgos más relevantes parecen manar de la retórica del Presidente Trump y, de manera más importante, de un potencial error de política monetaria cediendo a las presiones del mercado, lo que podría provocar un *shock de liquidez* y de reprecación de balances privados (empresas y familias) con efectos sobre la inversión y sobre el consumo; hecho especialmente relevante en el contexto actual, en que tras 8 años de ciclo financiero alcista, los balances financieros privados superan el 3% de la riqueza (en época pre-Lehman significaban el 1,5%).

## 1.2.2 Eurozona

### El *boom* de la economía europea en 2017

El PIB de la Eurozona ha mostrado una visible ganancia de tracción al crecer a un ritmo de 2,6% en el tercer trimestre, lo que sitúa la estimación para el conjunto de 2017 en el entorno del 2,4% (a/a), con España y Alemania liderando el crecimiento, mientras que en Francia y en Italia también se aprecia una aceleración de la actividad (véanse las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b, y la Tabla 1.2.2).

Claramente, la recuperación sincronizada del ciclo económico mundial y los estímulos monetarios en la Eurozona están produciendo resultados positivos. De cara al 2018, se estima un crecimiento del PIB levemente por encima del 2%. Las exportaciones están contribuyendo decisivamente al crecimiento tras el repunte de la

inversión en el tercer trimestre, mientras que el consumo mantiene cierta atonía y tiene margen aún para mejorar. La inflación promedio de 2017 se estima en el entorno de 1,4%, y la inflación subyacente por debajo del objetivo del BCE.

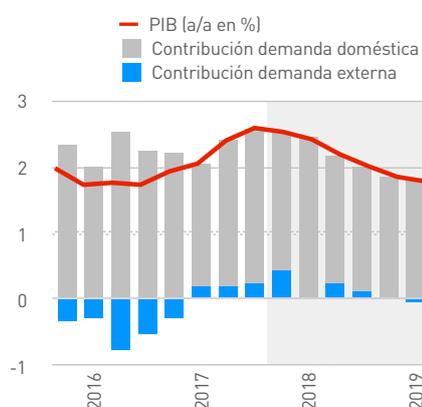
Así lo recogen tanto los indicadores de confianza como los datos reales (el PMI manufacturas de diciembre +0,5 pp hasta 60,6) reflejando el agotamiento de exceso de capacidad de la economía con el desempleo en mínimos desde la crisis y la capacidad utilizada casi al 84%. Ello indica que la brecha del producto (*output gap*) está cerrándose y el mercado anticipa nuevos ciclos de gasto en capital e incrementos en demandas salariales. El índice Euro Stoxx 50 se ha revalorizado casi 10% en 2017, reflejando las buenas expectativas del *boom* de 2017.

El BCE, por su parte, valora los resultados obtenidos en términos de crecimiento en la Eurozona, pero dado que la inflación sigue sin acercarse al objetivo ha decidido extender el programa de compra de activos hasta septiembre de 2018, aunque rebajando el ritmo de 60 a 30 millardos de euros. De momento, a pesar de haber anunciado el cronograma de normalización monetaria, todavía no se habla de reducción de balance ni subida de tipos de interés. Se prevé que solo comiencen a verse subidas de tipos de interés una vez que se agote el programa de compras y se haya normalizado la tasa de depósitos (segunda mitad de 2019).

#### Eurozona

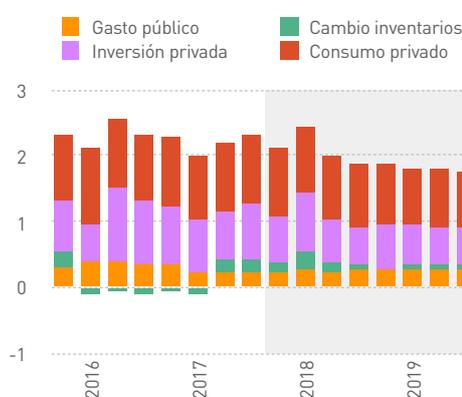
- **Las expectativas se hacen realidad; la actividad económica se sitúa en su máximo cíclico.**
- **El dinamismo económico está apoyado en el sector exterior y en la inversión (que comienza a sustituir al consumo).**
- **Necesidades acumuladas de inversión, tipos de interés bajos, amplia demanda y confianzas, y bajos costes financieros apoyan la expansión.**
- **La inflación se mantiene contenida evitando mayor erosión de la renta, pero también moderando el crecimiento salarial.**

**Gráfica 1.2.2-a**  
Eurozona: descomposición  
y previsiones del PIB, 2015-2019



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

**Gráfica 1.2.2-b**  
Eurozona: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2015-2019

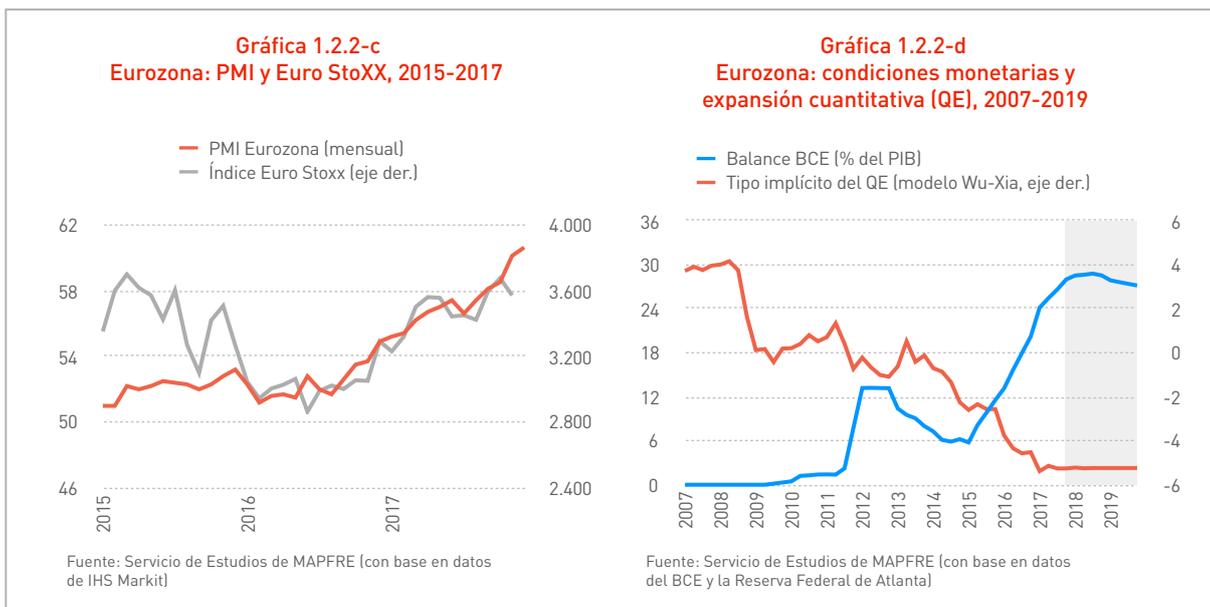


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BCE)

**Tabla 1.2.2**  
Eurozona: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	-0,2	1,4	2,0	1,8	2,4	2,1	1,7
Contribución de la demanda doméstica	-0,6	0,8	1,9	2,3	2,1	2,0	1,8
Contribución de la demanda externa	0,4	0,6	0,1	-0,5	0,3	0,1	0,0
Contribución del consumo privado	-0,3	0,5	1,0	1,1	1,0	1,0	0,9
Contribución de la inversión	-0,5	0,1	0,6	0,9	0,8	0,7	0,6
Contribución del gasto público	0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	-0,6	1,3	1,9	2,3	2,2	2,1	1,9
Consumo total (% a/a, media)	-0,3	0,8	1,7	1,9	1,6	1,6	1,5
Inversión privada (% a/a, media)	-2,4	1,9	3,0	4,5	3,8	3,3	2,7
Exportaciones (a/a en %)	2,2	4,6	6,2	3,3	4,8	4,4	3,5
Importaciones (a/a en %)	1,4	4,9	6,5	4,7	4,6	4,6	3,9
Tasa de paro (% final período)	11,9	11,4	10,5	9,7	8,8	8,3	7,9
Inflación (% a/a, final período)	0,8	0,2	0,2	0,7	1,4	1,7	1,5
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-2,6	-2,1	-1,5	-1,0	-0,8	-0,9
Balance comercial (% PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impulso fiscal (% PIB)	-0,2	0,1	0,3	0,6	1,2	1,3	1,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,2	2,4	3,1	3,3	3,2	3,1	3,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,37	0,05	0,05	0,00	0,01	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,24	0,08	-0,09	-0,31	-0,33	-0,22	-0,26
Tipo de largo plazo (final período)	2,96	1,50	1,19	0,92	1,11	1,52	1,81
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,36	1,25	1,10	1,08	1,20	1,20	1,20
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-0,7	-0,2	0,8	1,5	2,4	3,0	3,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,5	0,3	7,5	1,4	1,1	1,6	2,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-3,5	7,1	16,3	3,3	0,0	0,9	1,9
Tasa de ahorro (% media)	12,5	12,7	12,4	12,1	12,1	12,0	12,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BCE)  
Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.



Aunque la actividad económica sigue firme, existen riesgos que podrían cambiar el escenario rápidamente. Algunos de ellos se han mitigado (como el de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea ahora que se ha alcanzado un compromiso de los costes de salida en diciembre), algunos persisten (como el eventual resurgimiento del “riesgo de convertibilidad<sup>11</sup>” vinculado a las elecciones italianas y a las negociaciones de la quita griega que deberán retomarse en 2018) y otros se consolidan (como el derivado de la escasa inflación subyacente incluso en un escenario de vigorosa actividad como la actual, que entre otras implicaciones resta margen de maniobra a la política monetaria).

### 1.2.3 España

#### Hacia una senda de crecimiento más moderada

España sigue en la delantera del crecimiento entre de las mayores economías de la Eurozona. Tras registrar un crecimiento de 3,1% (a/a) en en tercer trimestre de 2017, estimamos un crecimiento en el conjunto del año de igual magnitud. Los factores que han contribuido a esta fortaleza ha sido la confianza de los consumidores e inversores, las condiciones monetarias laxas y la creación de empleo (el paro bajó al 16,3% en el tercer trimestre). Las exportaciones y la inversión son las componentes más dinámicas (véanse las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b, y la Tabla 1.2.3). Es

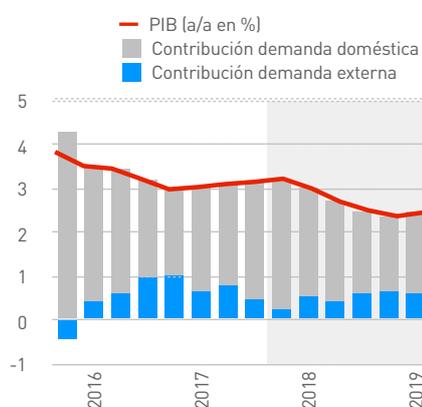
destacable que la inversión residencial comience a repuntar gracias a la reactivación del crédito hipotecario, así como a los flujos de inversión institucional en el mercado inmobiliario. El consumo se mantuvo fuerte aunque desacelerado; para repuntar necesitaría mayores ganancias de la renta disponible real vía aumentos salariales o cierto impulso fiscal y no solamente el recurso al ahorro.

De cara al 2018, se prevé una desaceleración del crecimiento de la economía española que se situaría en el entorno del 2,6%. Esta desaceleración estaría determinada, entre otros motivos, por la mella que está dejando en la confianza de inversores y consumidores la inestabilidad en Cataluña (efecto estimado de entre -0.2%y -0.5% pbs en el crecimiento) que

**España**

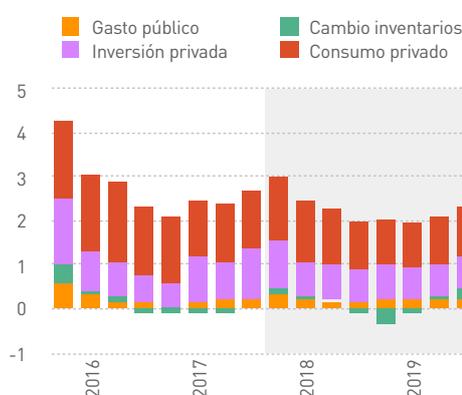
- **2018-2019 marcarán la transición hacia un crecimiento más moderado pero diferencial frente a la Eurozona. España seguirá siendo la economía de la zona que más crece.**
- **El ciclo de materias primas anticipa una mayor inflación, erosión de la renta y una contención del consumo. La dinámica salarial continuará siendo muy moderada.**
- **La incertidumbre política podría restar más de 0,3% a la actividad durante el 2018.**

**Gráfica 1.2.3-a**  
España: descomposición  
y previsiones del PIB, 2015-2019



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

**Gráfica 1.2.3-b**  
España: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2015-2019

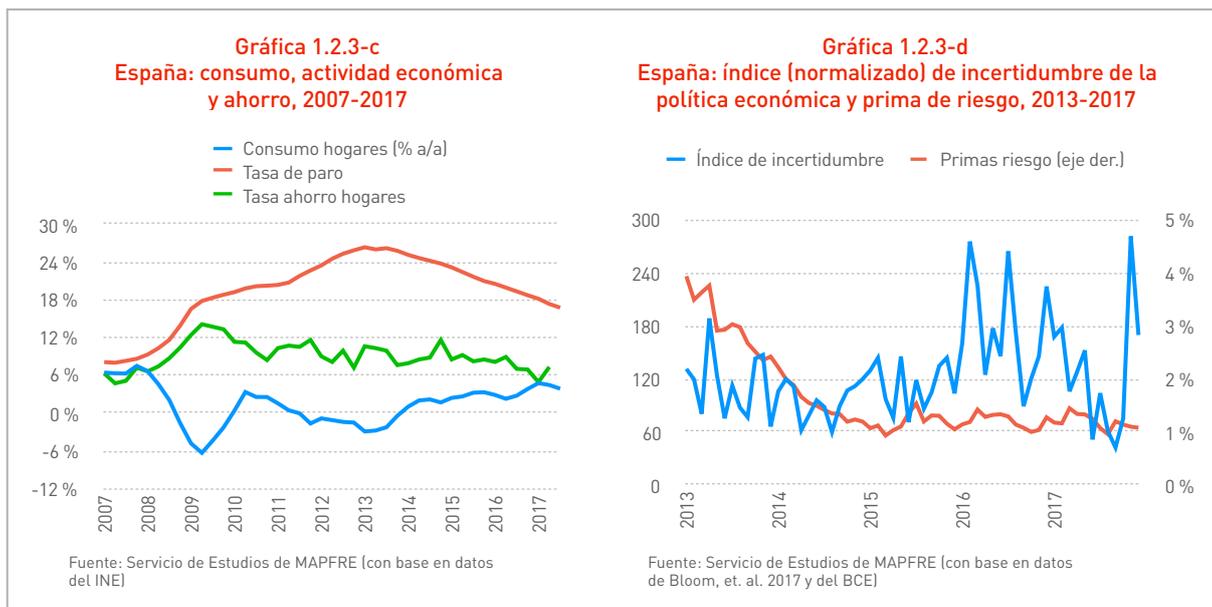


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INE)

**Tabla 1.2.3**  
España: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	-1,7	1,4	3,4	3,3	3,1	2,6	2,6
Contribución de la demanda doméstica	-3,1	1,3	3,8	2,5	2,6	2,1	2,2
Contribución de la demanda externa	1,4	0,1	-0,3	0,7	0,5	0,5	0,4
Contribución del consumo privado	-1,7	0,8	1,7	1,7	1,3	1,2	1,1
Contribución de la inversión	-0,7	0,5	1,3	0,7	1,0	0,8	0,7
Contribución del gasto público	-0,4	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	-3,1	1,9	3,9	2,6	2,7	2,2	2,3
Consumo total (% a/a, media)	-2,8	1,0	2,8	2,4	2,1	1,9	1,8
Inversión privada (% a/a, media)	-3,4	4,7	6,5	3,3	4,8	3,5	3,4
Exportaciones (a/a en %)	4,3	4,3	4,2	4,8	5,3	4,7	4,1
Importaciones (a/a en %)	-0,5	6,6	5,9	2,7	4,1	3,5	3,6
Tasa de paro (% , final período)	25,7	23,7	20,9	18,6	16,3	14,7	13,8
Inflación (% a/a, final período)	0,1	-0,5	-0,3	1,0	1,5	1,7	1,5
Balance fiscal (% PIB)	-7,1	-6,0	-5,3	-4,6	-3,1	-2,5	-2,1
Balance comercial (% PIB)	-1,4	-2,2	-2,1	-1,6	-1,9	-1,4	-1,0
Impulso fiscal (% PIB)	-4,1	-3,1	-2,6	-2,0	-0,8	-0,4	0,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,5	1,0	1,1	1,9	1,8	1,3	1,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,37	0,05	0,05	0,00	0,01	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,24	0,08	-0,09	-0,31	-0,33	-0,22	-0,26
Tipo de largo plazo (final período)	4,16	2,00	1,71	1,31	1,71	2,16	2,45
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,36	1,25	1,10	1,08	1,20	1,20	1,20
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-5,1	-4,9	-3,8	-2,2	0,0	3,5	3,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-9,6	-4,6	-2,6	-2,8	-0,2	1,3	2,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-14,7	-1,6	-8,0	-27,5	-13,4	-13,0	-12,7
Tasa de ahorro (% , media)	9,9	9,3	8,8	7,9	6,6	6,1	5,9

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INE)  
Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.



obliga a postergar ciertas decisiones de inversión, así como por la subida de los precios del petróleo que erosionará la renta disponible. Estos factores, sin embargo, se compensarán con el aún fuerte dinamismo de la demanda exterior, que seguirá siendo un importante motor de la expansión pese a la apreciación del euro. La cuenta corriente se mantendrá superavitaria (ha pasado de un déficit de 10% en 2007 a un superávit del 2,5% en 2017), lo que aliviará parcialmente la presión sobre la posición de inversión externa del país, factor necesario para que la prima de riesgo se mantenga contenida y los costes de financiación de la deuda no sigan aumentando (la deuda pública se ha estabilizado en 99% del PIB).

Los riesgos más evidentes para la economía española parecieran ser los derivados de los conflictos regionales, en especial la crisis catalana, que más allá de la volatilidad a la que se halla asociada puede tener consecuencias en la estabilidad política actual, así como en la correcta aprobación y ejecución de los Presupuestos Generales del Estado.

## 1.2.4 Alemania

### Renovando liderazgo

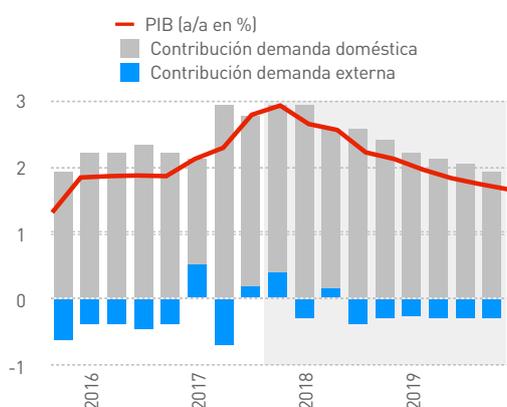
La actividad de la economía alemana finalizó el tercer trimestre de 2017 con un marcado dinamismo (2,8% a/a), tal y como anticipaban los indicadores de expectativas así como algunos

indicadores tempranos. Por ello, estimamos que el crecimiento será del 2,5% para el conjunto del 2017. El vigor de la demanda doméstica se apreció en la inversión y en las importaciones (véanse las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b, y la Tabla 1.2.4). A la luz de los datos de confianza del consumidor y de las intenciones de inversión y empleo de los empresarios que enfrenan cada vez mayores ajustes de capacidad instalada y dificultades para contratar, anticipamos un 2018 con una previsión de crecimiento en el entorno del 2,4%.

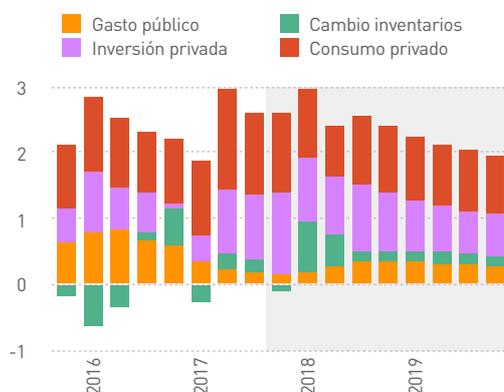
Por otra parte, la economía de Alemania mantendrá un superávit por cuenta corriente aún abultado (superior al 7% del PIB en nuestro horizonte), lo que apuntala su posición exterior

### Alemania

- En el tercer trimestre de 2017 se mantuvo el dinamismo de la economía alemana. La demanda global impulsa nuevas necesidades de ampliar la planta productiva y la plantilla empleada.
- El sector exterior mantendrá el dinamismo abundando en el superávit de la cuenta corriente y contribuyendo a tipos de interés de largo plazo inferiores a los del resto de la Eurozona.
- Existen riesgos de sobre-calentamiento; la inflación alemana será superior a la de la UEM.

**Gráfica 1.2.4-a**  
**Alemania: descomposición**  
**y previsiones del PIB, 2015-2019**


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

**Gráfica 1.2.4-b**  
**Alemania: descomposición y previsiones**  
**de la demanda doméstica, 2015-2019**


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

**Tabla 1.2.4**  
**Alemania: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	0,6	1,9	1,5	1,9	2,5	2,4	1,8
Contribución de la demanda doméstica	0,9	0,8	1,4	2,2	2,4	2,6	2,1
Contribución de la demanda externa	-0,3	1,1	0,2	-0,4	0,1	-0,2	-0,3
Contribución del consumo privado	0,4	0,6	0,9	1,0	1,3	1,0	0,9
Contribución de la inversión	-0,2	0,4	0,2	0,6	0,9	0,9	0,7
Contribución del gasto público	0,3	0,3	0,5	0,7	0,2	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,0	1,3	1,5	2,4	2,6	2,8	2,2
Consumo total (% a/a, media)	0,9	1,2	1,9	2,3	2,0	1,7	1,7
Inversión privada (% a/a, media)	-1,1	3,7	1,0	2,9	4,5	4,6	3,3
Exportaciones (a/a en %)	1,9	4,5	4,7	2,4	4,9	5,4	4,1
Importaciones (a/a en %)	3,1	3,5	5,2	3,8	5,4	6,7	5,3
Tasa de paro (% , final período)	6,8	6,6	6,3	6,0	5,7	5,5	5,4
Inflación (% a/a, final período)	1,3	0,5	0,3	1,1	1,8	2,0	2,1
Balance fiscal (% PIB)	-0,1	0,3	0,6	0,8	1,4	0,9	0,3
Balance comercial (% PIB)	7,6	7,8	8,5	8,5	8,2	7,7	7,4
Impulso fiscal (% PIB)	1,4	1,6	1,7	1,7	2,1	2,1	1,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	6,8	7,5	8,6	8,2	8,0	8,4	8,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,37	0,05	0,05	0,00	0,01	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,24	0,08	-0,09	-0,31	-0,33	-0,22	-0,26
Tipo de largo plazo (final período)	1,80	0,78	0,57	0,11	0,44	0,84	1,12
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,36	1,25	1,10	1,08	1,20	1,20	1,20
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	0,8	1,1	1,9	2,8	3,3	4,4	5,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	4,3	2,2	1,3	2,5	4,7	4,4	4,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-7,7	-8,6	7,4	2,8	0,6	3,7	4,0
Tasa de ahorro (% , media)	8,9	9,3	9,6	9,8	9,8	9,9	9,6

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de DESTATIS)  
 Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.



positiva, la atracción de flujos de capital y tipos de interés de largo plazo por debajo de los del resto de la Eurozona.

Desde la perspectiva política, los dos grandes partidos alemanes han perfilado un principio de acuerdo para formar gobierno después de más de tres meses desde las últimas elecciones. Con independencia de ello, sin asuntos urgentes para el gobierno y con un panorama económico favorable, se prevé un impacto muy limitado de este entorno político en el crecimiento de la economía.

### 1.2.5 Italia

#### Elecciones y final del programa de compras del BCE

La economía italiana consolida su recuperación, con un crecimiento del 0,4% t/t en el tercer trimestre de 2017 (1,7% y/y), lo que nos hace revisar el crecimiento para la totalidad del año al 1,6%. Los principales impulsores del nivel de actividad son el consumo (+1,3%), las exportaciones (+5,2%) y la inversión privada (+3,2%). Las exportaciones se han beneficiado de un euro más débil en el inicio del año, pero ese factor favorable (que normalmente va con un desfase) se perderá por la recuperación del euro en la segunda mitad del año. La confianza de los consumidores y de los negocios ha mejorado en la segunda mitad del año

impulsando el consumo e inversión (véanse las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b, y la Tabla 1.2.5).

Se han efectuado algunas reformas estructurales a nivel legislativo, pero su implementación es lenta. El déficit fiscal (-2,5% del PIB) está reduciéndose, en aunque no tan rápido como lo esperarían las autoridades europeas, por lo que el nivel de deuda (que está en 132% del PIB) seguirá aumentando. Lo más complicado es que en 2018 probablemente terminará el programa de compra de bonos soberanos por parte del BCE, e Italia tendrá que encontrar demanda privada para sus renovaciones de bonos. Una mejora en la calificación crediticia solo se avistaría si las reformas estructurales fueran ganando tracción y se empezara a ver una reducción del nivel de endeudamiento.

**Italia**

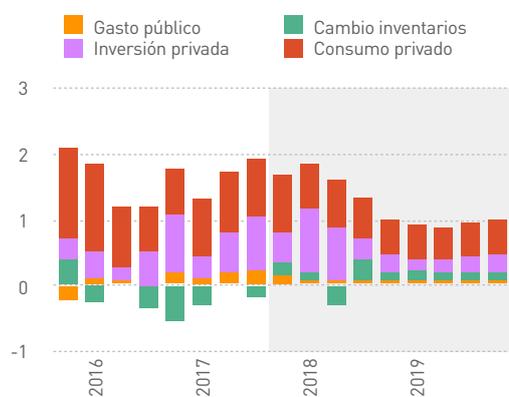
- **La economía italiana se encuentra en un momento positivo, con un crecimiento previsto del 1,6% en 2017.**
- **En marzo de 2018 habrá elecciones de las cuales podría resultar un parlamento fragmentado, con dificultad para proseguir con las reformas estructurales, y asentar el crecimiento y la consolidación fiscal.**
- **El previsible final de los estímulos del BCE en 2018 obligará a Italia a encontrar en el sector privado la demanda sustituti-va para sus bonos.**

**Gráfica 1.2.5-a**  
Italia: descomposición  
y previsiones del PIB, 2015-2019



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

**Gráfica 1.2.5-b**  
Italia: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2015-2019

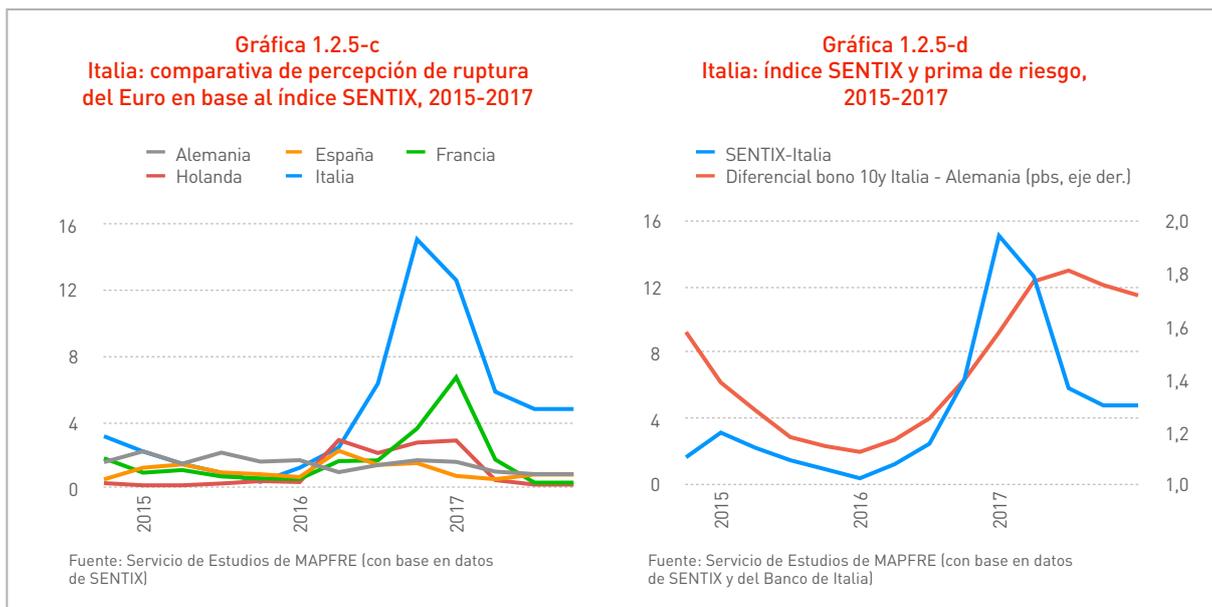


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de ISTAT)

**Tabla 1.2.5**  
Italia: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	-1,7	0,2	0,9	1,1	1,6	1,4	1,0
Contribución de la demanda doméstica	-2,6	0,0	1,4	1,2	1,6	1,4	0,9
Contribución de la demanda externa	0,8	0,2	-0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
Contribución del consumo privado	-1,5	0,1	1,2	0,9	0,9	0,6	0,5
Contribución de la inversión	-1,2	-0,4	0,3	0,5	0,6	0,6	0,2
Contribución del gasto público	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	-2,6	0,3	1,4	1,2	1,6	1,4	1,0
Consumo total (% a/a, media)	-1,9	0,0	1,4	1,2	1,3	0,9	0,8
Inversión privada (% a/a, media)	-6,6	-2,1	1,7	2,9	3,2	3,4	1,2
Exportaciones (a/a en %)	0,9	2,4	4,2	2,6	5,2	4,1	3,4
Importaciones (a/a en %)	-2,3	3,1	6,6	3,3	5,6	4,4	3,3
Tasa de paro (% final período)	12,4	12,7	11,5	11,8	11,0	10,5	10,2
Inflación (% a/a, final período)	0,6	0,1	0,2	0,1	0,9	2,1	1,6
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-3,0	-2,6	-2,5	-2,1	-1,8	-1,4
Balance comercial (% PIB)	1,8	2,6	2,5	3,0	2,7	2,6	2,9
Impulso fiscal (% PIB)	1,8	1,4	1,4	1,3	1,5	1,8	2,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,0	1,9	1,5	2,7	2,6	2,1	1,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,37	0,05	0,05	0,00	0,01	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,24	0,08	-0,09	-0,31	-0,33	-0,22	-0,26
Tipo de largo plazo (final período)	4,16	2,25	1,59	1,76	2,24	2,44	2,82
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,36	1,25	1,10	1,08	1,20	1,20	1,20
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.						
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.						
Crédito familias (% a/a, media)	-1,4	-1,0	-0,3	0,4	1,2	2,7	3,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,9	-2,7	-1,8	-2,1	1,0	4,8	3,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-28,7	-27,6	-1,1	-0,1	14,1	6,2	5,8
Tasa de ahorro (% media)	9,9	10,9	10,6	10,1	9,8	9,7	9,8

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de ISTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.



De esta forma, los vientos favorables para la economía italiana parecen estar agotándose: el final de la expansión cuantitativa (QE), el fortalecimiento del euro y un sector bancario todavía en reestructuración que provoca que el crédito al sector privado siga deprimido.

Las elecciones legislativas en Italia se llevarán a cabo el próximo 4 de marzo, y el partido en el gobierno (Partido Democrático) ha perdido el liderazgo en los sondeos en favor del Movimiento 5 Estrellas. Todo indica que se va a conformar un parlamento muy fragmentado, lo que dificultará las reformas estructurales y la consolidación fiscal. Eso sería negativo para la demanda de bonos de Italia.

### 1.2.6 Reino Unido

#### El Brexit sigue definiendo el contexto económico

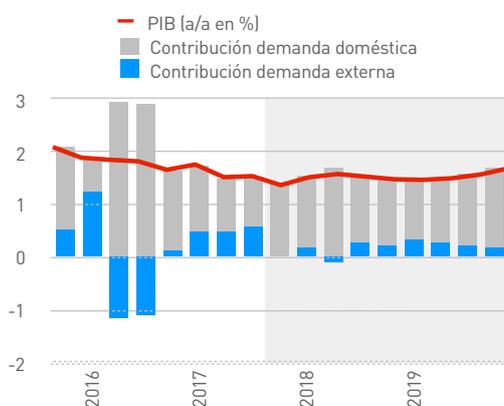
El pasado 8 de diciembre, el Reino Unido y la Unión Europea han llegado a un acuerdo sobre la "factura de la salida". La siguiente fase no será más sencilla. El Reino Unido quiere asegurarse un periodo de transición de al menos dos años después de marzo de 2019, lo que sería la nueva fase de negociaciones. Se espera que se llegue a un acuerdo antes de final de 2018 para asegurar una transición suave. Ya se da por descontado que esos años de transición son imprescindibles para definir la relación comercial definitiva y los demás

aspectos de la relación del Reino Unido con la Unión Europea.

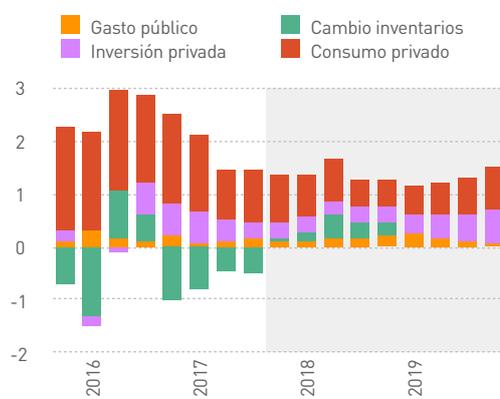
Mientras tanto, el entorno político en el Reino Unido se mantiene complicado con un partido conservador dividido con respecto a la forma de abordar el Brexit, y un partido laborista ascendiendo en las encuestas. Un gobierno sin mayoría absoluta y la necesidad de votar los acuerdos en el Parlamento, da al gobierno menos margen de maniobra del que desearía. Es pronto para anticiparlo, pero la probabilidad de nuevas elecciones aumentaría en la medida en que la situación política se siga tensando.

#### Reino Unido

- El pasado 8 de diciembre el Reino Unido y la Unión Europea han llegado a un acuerdo sobre la "factura de la salida", lo que abre la nueva fase de negociaciones sobre el periodo de transición.
- El crecimiento de la economía del 1,5% para 2017 ha venido condicionado por un consumo privado más débil, pero también por unas exportaciones e inversión que han sorprendido por su fortaleza y están compensando el débil consumo.
- Para 2018 se prevé un crecimiento del 1,5%, con un cierto debilitamiento del consumo, y moderación de la inversión y las exportaciones.

**Gráfica 1.2.6-a**  
**Reino Unido: descomposición**  
**y previsiones del PIB, 2015-2019**


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

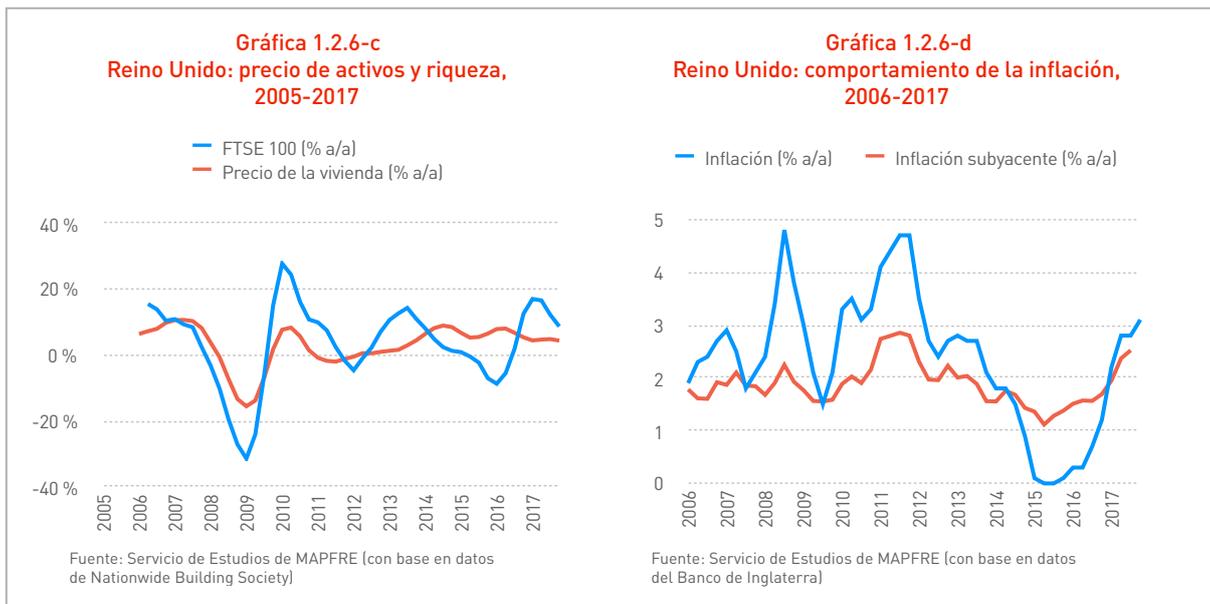
**Gráfica 1.2.6-b**  
**Reino Unido: descomposición y previsiones**  
**de la demanda doméstica, 2015-2019**


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

**Tabla 1.2.6**  
**Reino Unido: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	2,1	3,1	2,3	1,8	1,5	1,5	1,6
Contribución de la demanda doméstica	1,9	2,4	2,4	2,0	1,2	1,4	1,3
Contribución de la demanda externa	0,1	0,7	-0,1	-0,2	0,4	0,1	0,3
Contribución del consumo privado	1,2	1,4	1,7	1,8	1,1	0,6	0,7
Contribución de la inversión	0,5	0,7	0,5	0,2	0,4	0,3	0,5
Contribución del gasto público	0,0	0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,9	3,2	2,5	2,0	1,2	1,4	1,3
Consumo total (% a/a, media)	1,5	2,2	2,2	2,5	1,5	1,0	1,0
Inversión privada (% a/a, media)	3,5	7,2	2,8	1,4	2,4	1,8	3,0
Exportaciones (a/a en %)	0,9	2,7	5,0	1,1	4,7	2,8	3,4
Importaciones (a/a en %)	3,1	4,5	5,1	4,3	2,9	2,3	2,4
Tasa de paro (% final período)	3,8	2,6	2,2	2,2	2,3	2,2	2,1
Inflación (% a/a, final período)	2,1	0,9	0,1	1,2	3,1	1,9	1,4
Balance fiscal (% PIB)	-5,6	-5,7	-4,3	-3,3	-2,3	-1,9	-1,4
Balance comercial (% PIB)	-6,8	-6,7	-6,3	-6,9	-6,7	-6,6	-6,3
Impulso fiscal (% PIB)	-4,0	-4,2	-3,0	-1,9	-0,9	-0,8	-0,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-5,5	-5,3	-5,2	-5,9	-4,4	-3,4	-2,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,50	0,50	0,25	0,41	0,53	0,68
Tipo de corto plazo (final período)	0,51	0,53	0,57	0,38	0,44	0,62	0,78
Tipo de largo plazo (final período)	2,80	2,11	1,92	1,30	1,39	1,90	2,28
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,62	1,58	1,52	1,24	1,33	1,39	1,41
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,19	1,27	1,39	1,15	1,13	1,16	1,17
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,2	2,1	2,9	4,1	4,2	2,7	2,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,2	-3,3	-2,3	2,6	7,3	2,6	2,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,7	-9,3	-13,2	7,0	10,9	3,4	4,5
Tasa de ahorro (% media)	8,7	8,4	9,2	7,1	5,0	5,3	5,6

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Office for National Statistics)  
 Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.



El crecimiento económico en el tercer trimestre de 2017 ha sido del 1,5% a/a (+0,4% t/t), con un consumo privado debilitado (+1,6% y/y en el tercer trimestre), y con un PIB apoyado en las exportaciones (+4,6% a/a en el tercer trimestre del año). La inversión ha sorprendido en el contexto de incertidumbre y crece un 1,8%. Para el año 2017 completo, prevemos un crecimiento económico del 1,5%, igual que para 2018 (véanse las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b, y la Tabla 1.2.6).

El dato de inflación publicado en noviembre del 3,9% se debe a los efectos inflacionistas de la depreciación de la libra en los productos importados. Prevemos una inflación final para el año 2017 del 3,1% y remitiendo hacia 1,9% en 2018. El Banco de Inglaterra ha subido tipos al 0,50% en su reunión de noviembre, dejándolos estables en la reunión de diciembre a la espera de ver el impacto de esa subida en la moderación de la inflación. En cuanto a la libra esterlina, esta se recuperó frente al euro en septiembre y en el último trimestre se ha estabilizado en torno a 1,13 EUR/GBP. Esta estabilización contribuirá a moderar la inflación en 2018.

### 1.2.7 Japón

#### Continuismo de política económica tras las elecciones

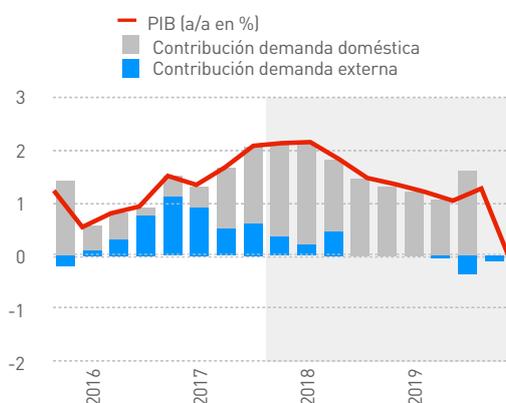
La economía japonesa creció un 2,1% a/a en el tercer trimestre de 2017, lo que anticipa un crecimiento cercano a 1,8% para el conjunto del

año. Este crecimiento fue impulsado principalmente por el consumo y por la inversión del sector privado. Los indicadores PMI y de confianza empresarial anticipan que el dinamismo se mantenga en el cuarto trimestre de ese año (véanse las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b, y la Tabla 1.2.7).

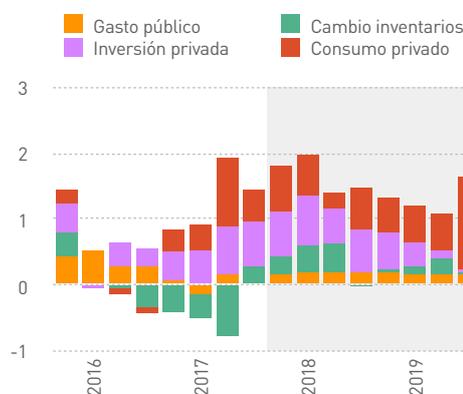
A futuro se espera que las exportaciones sigan siendo el principal motor del crecimiento y que el gasto público apoye el consumo dado el amplio programa fiscal que se aprobó el año pasado. Ambos factores contribuirán a que el crecimiento mantenga el ritmo durante los próximos dos años.

#### Japón

- La victoria de Shinzō Abe en las pasadas elecciones aporta estabilidad a la política económica japonesa, dando continuidad de las dinámicas positivas del trimestre anterior.
- Aunque limitadas, las perspectivas de la economía japonesa se mantienen favorables gracias a la demanda exterior, al impulso fiscal del 5% del PIB y a la depreciación del yen.
- El riesgo más inmediato de la economía de Japón parece ubicarse en las tensiones geopolíticas con Corea del Norte.

**Gráfica 1.2.7-a**  
**Japón: descomposición**  
**y previsiones del PIB, 2015-2019**


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

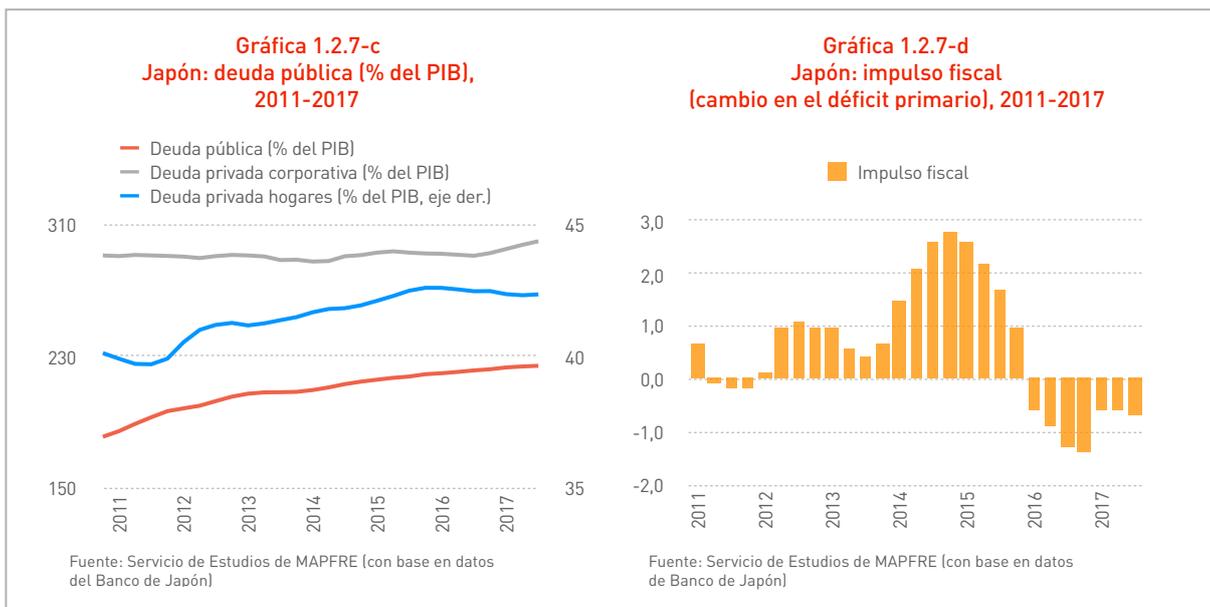
**Gráfica 1.2.7-b**  
**Japón: descomposición y previsiones**  
**de la demanda doméstica, 2015-2019**


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

**Tabla 1.2.7**  
**Japón: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	2,0	0,3	1,4	0,9	1,8	1,7	0,9
Contribución de la demanda doméstica	2,4	-0,3	1,0	0,4	1,2	1,5	1,0
Contribución de la demanda externa	-0,4	0,6	0,4	0,6	0,6	0,2	-0,1
Contribución del consumo privado	1,4	-0,5	0,0	0,0	0,7	0,5	0,5
Contribución de la inversión	1,1	0,4	0,4	0,3	0,7	0,6	0,1
Contribución del gasto público	0,3	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,4	0,3	1,0	0,4	1,2	1,5	1,0
Consumo total (% a/a, media)	2,1	-0,6	0,4	0,4	0,9	0,9	0,9
Inversión privada (% a/a, media)	5,0	3,0	1,8	1,1	2,8	2,6	0,5
Exportaciones (a/a en %)	0,9	9,3	3,0	1,3	6,2	4,6	3,0
Importaciones (a/a en %)	3,3	8,4	0,7	-1,9	2,6	3,0	3,7
Tasa de paro (% , final período)	3,9	3,5	3,3	3,1	2,8	2,6	2,5
Inflación (% a/a, final período)	1,5	2,5	0,2	0,3	0,3	1,0	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-7,6	-5,4	-3,5	-4,6	-5,0	-5,5	-4,9
Balance comercial (% PIB)	-1,7	-2,0	-0,2	1,0	1,0	1,1	1,0
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,9	0,8	3,1	3,7	4,1	4,0	3,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,07	0,06	0,08	-0,04	-0,04	0,01	-0,05
Tipo de corto plazo (final período)	0,14	0,11	0,08	-0,04	-0,04	0,02	-0,04
Tipo de largo plazo (final período)	0,64	0,45	0,31	0,00	0,05	0,11	0,09
Tipo de cambio vs USD (fin período)	100,43	114,55	121,44	109,45	112,91	114,69	116,33
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	136,75	142,83	133,01	118,01	135,51	137,67	139,68
Crédito privado (% a/a, media)	3,6	1,6	2,1	0,0	4,0	3,5	3,0
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	0,9	1,5	1,6	1,5	1,0	0,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,1	0,8	1,1	2,2	5,3	3,5	1,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,9	8,5	7,7	-0,5	5,5	1,1	2,3
Tasa de ahorro (% , media)	0,3	-0,4	0,7	2,5	3,0	3,0	3,0

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Statistics Bureau)  
 Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.



El ciclo económico y comercial global, la recuperación del crecimiento y el reciente acuerdo de comercio con la Unión Europea serán también factores de apoyo decisivos. De esta forma, prevemos un crecimiento del PIB superior al 1,7% en promedio durante 2017 y 2018, con una contracción en 2019 por efecto del aumento de los impuestos al consumo programados para octubre de ese año.

Por otra parte, se mantiene la dinámica de creación de empleo y de actividad económica. No obstante, esta dinámica, por el momento y hasta que el crecimiento gane tracción, no parece estarse traduciendo en una inflación de salarios por motivos estructurales. Además, el desapalancamiento de las familias y la dinámica poblacional tiene efectos en la moderación de la inflación.

De esta forma, la política monetaria permanecerá expansiva en ausencia de presiones inflacionistas (con la inflación marcando su sexto mes de reducción) y con la ambición de devolver la prima temporal de la curva soberana a terreno visiblemente positivo. Por ello, Japón continuará con su política monetaria heterodoxa (centrándose en la curva de tipos de interés y no en el objetivo de inflación), a fin de proteger su sistema financiero. Aunque el ciclo actual ha conducido a una apreciación momentánea del yen, se prevé que vuelva a depreciarse hacia el entorno de 115 yenes por dólar en el transcurso de 2018.

## 1.2.8 Turquía

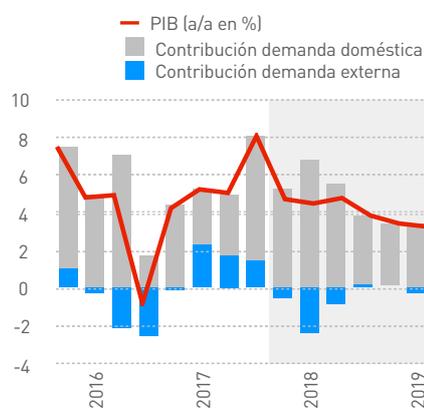
### Fin del crecimiento promovido

El crecimiento de la economía turca se ha sostenido gracias a las políticas de estímulo, y particularmente a la provisión de crédito garantizado por parte del Estado, lo que ha mantenido una tasa de crecimiento del PIB trimestral por encima del 2% hasta el tercer trimestre de 2017 y, aunque se ha comenzado a

#### Turquía

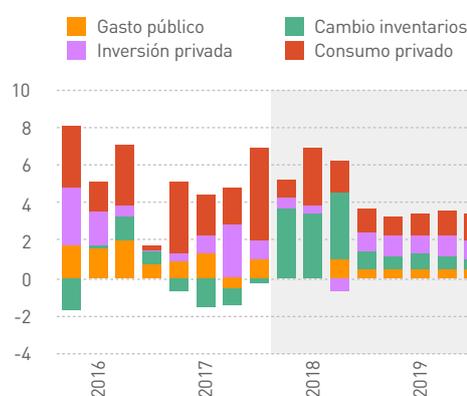
- El dinamismo económico inducido por el gobierno en 2017 dará paso a la normalidad en el crecimiento en 2018, cuando las políticas de demanda pierdan vigencia.
- La inflación alcanza niveles récord, especialmente la subyacente. El banco central hará todo lo necesario para frenarla.
- Los impulsos fiscales y monetarios tendrán algo de resiliencia en 2018, pero el aumento de la incertidumbre económica y política podrá contrarrestar gran parte de su efecto.
- Las salidas de flujos de cartera derivadas de la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos y de los problemas locales pesarán sobre el tipo de cambio en 2018 el cual se mantendrá fuertemente depreciado.

**Gráfica 1.2.8-a**  
Turquía: descomposición  
y previsiones del PIB, 2015-2019



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

**Gráfica 1.2.8-b**  
Turquía: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2015-2019

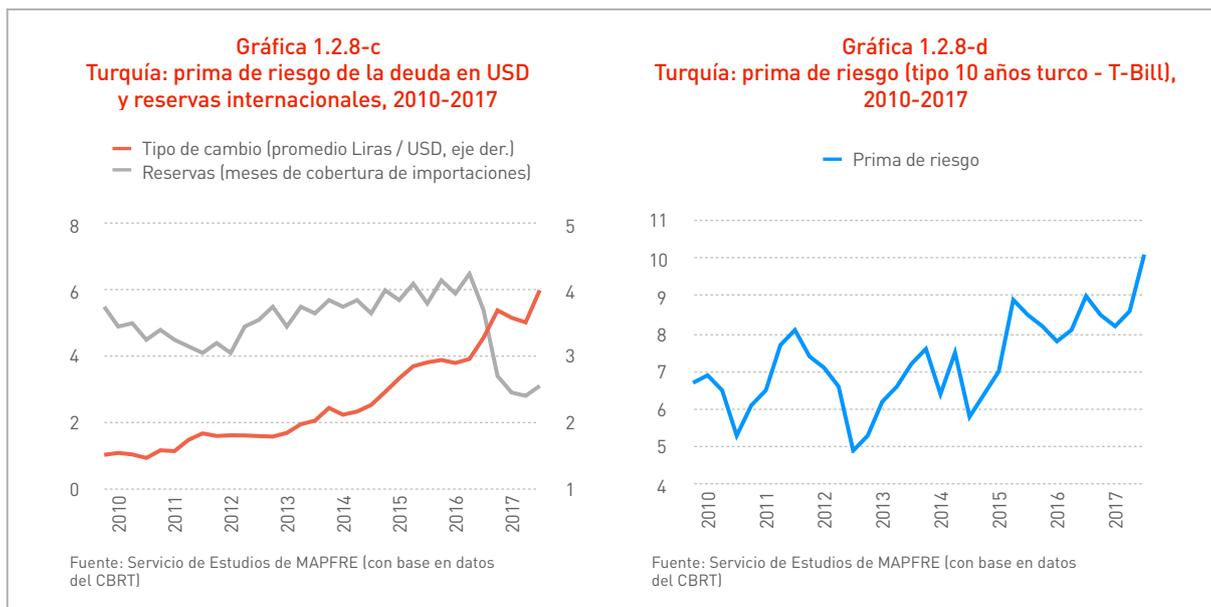


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de TURKSTAT)

**Tabla 1.2.8**  
Turquía: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	8,5	5,3	6,0	3,3	5,8	4,1	3,2
Contribución de la demanda doméstica	10,3	3,4	5,5	4,6	4,6	4,9	3,4
Contribución de la demanda externa	-1,8	1,9	0,5	-1,3	1,2	-0,7	-0,2
Contribución del consumo privado	4,9	1,9	3,4	2,2	2,5	1,8	1,3
Contribución de la inversión	3,8	1,3	2,7	0,7	1,4	0,5	1,0
Contribución del gasto público	1,1	0,4	0,5	1,3	0,4	0,5	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	10,1	3,2	5,4	4,5	4,5	4,8	3,4
Consumo total (% a/a, media)	7,9	3,0	5,1	4,7	3,9	3,1	2,4
Inversión privada (% a/a, media)	14,0	5,5	9,1	2,4	4,6	1,7	3,6
Exportaciones (a/a en %)	1,4	8,3	4,3	-1,7	11,1	3,0	1,7
Importaciones (a/a en %)	8,0	-0,3	1,8	3,7	5,1	5,9	2,6
Tasa de paro (% final período)	9,3	10,7	10,5	12,1	11,7	11,2	10,9
Inflación (% a/a, final período)	7,5	8,8	8,2	7,6	12,0	8,8	7,8
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-1,1	-1,1	-1,3	-2,1	-2,4	-2,2
Balance comercial (% PIB)	-8,4	-6,8	-5,6	-4,7	-6,5	-6,7	-5,7
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-6,7	-4,7	-3,7	-3,8	-4,9	-5,5	-4,7
Tipo de interés oficial (final período)	4,50	8,25	7,50	7,71	8,01	8,13	6,84
Tipo de corto plazo (final período)	7,90	9,97	11,28	9,35	13,21	13,15	10,30
Tipo de largo plazo (final período)	9,16	8,55	10,24	10,68	12,01	11,35	9,96
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,03	2,26	2,91	3,28	3,70	3,71	3,62
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	2,75	2,82	3,19	3,53	4,44	4,46	4,35
Crédito privado (% a/a, media)	28,8	23,2	23,0	12,8	20,3	11,9	10,7
Crédito familias (% a/a, media)	24,0	16,3	12,5	7,1	17,4	18,1	18,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	31,1	30,1	29,9	14,7	21,3	7,8	10,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	24,3	22,4	26,4	9,0	24,8	6,0	10,6
Tasa de ahorro (% media)	17,9	20,5	20,3	22,7	21,3	20,6	19,9

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de TURKSTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.



percibir una moderada desaceleración, se descuenta un crecimiento del PIB para el conjunto del año superior al 5%. El año que viene, sin embargo, se espera que el crecimiento se modere ante la atenuación de los impulsos del sector público y la desaceleración del crecimiento del crédito, como resultado del efecto rezagado del endurecimiento actual de la política montearía sobre los mercados. En 2018, por tanto, se espera un crecimiento atenuado hasta el entorno del 4,1%, fundamentalmente como resultado de un menor consumo público y privado total, y de una ralentización de la inversión, especialmente de la residencial (véanse las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b, y la Tabla 1.2.8).

La inflación se mantiene en el orden de dos dígitos (13% general y 12% subyacente), duplicando el objetivo del banco central. Esto ha provocado que aunque se haya mantenido el tipo de interés oficial en 8%, el coste de capital, de facto, se elevara nuevamente con el incremento (menor de lo esperado) de la tasa de liquidez marginal (+50 pb hasta 12,75%, datos de diciembre).

La economía turca se encuentra bajo presión de los mercados por la pérdida de apetito de los inversores extranjeros por los bonos de ese país. El bono a 10 años se sitúa con una rentabilidad del 12%, mientras que la curva de tipos de interés de los bonos en moneda local sigue invertida. Esto se debe, entre otros factores, a un complejo contexto político interno, y a un aumento de la tensión con la Unión Europea y Estados Unidos que han llevado a Turquía, en noviembre, a

retirarse de maniobras militares conjuntas de la OTAN. En este contexto, la lira turca ha acelerado su tendencia depreciatoria hasta el entorno inmediato de 4 TRY/USD, toda vez que la depreciación ha corregido recientemente.

### 1.2.9 México

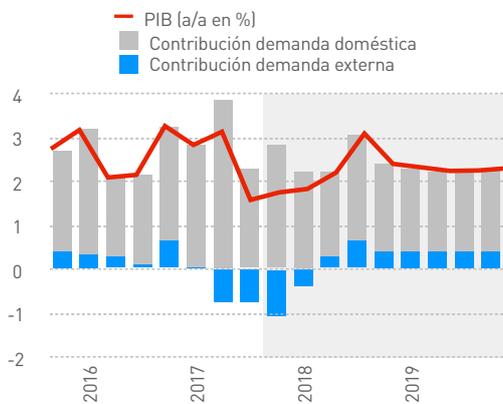
#### Continuismo hasta las elecciones

La economía mexicana se contrajo un -0,3% en el tercer trimestre de 2017, anulando el crecimiento de +0,3% registrado en el trimestre

**México**

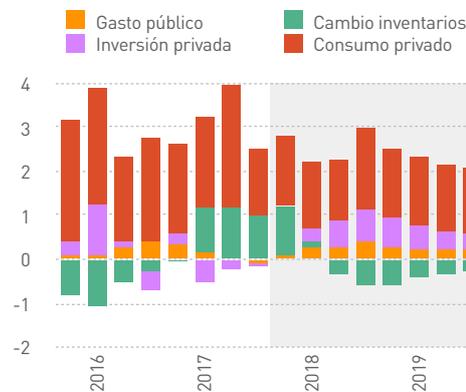
- **Se prolonga el crecimiento subpar de la economía mexicana, aunque solo se ha desacelerado moderadamente pese al contexto político y exterior.**
- **La inflación se sitúa aún lejos de la banda objetivo del Banco de México. El banco central, condicionado por la normalización monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos y por la necesidad de preservar su credibilidad, ha aumentado tipos de interés hasta 7,25%.**
- **Los riesgos sesgados negativamente tienen su principal origen en el ciclo político local y en el desarrollo de la negociación del NAFTA.**

**Gráfica 1.2.9-a**  
México: descomposición  
y previsiones del PIB, 2015-2019



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INEGI)

**Gráfica 1.2.9-b**  
México: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2015-2019

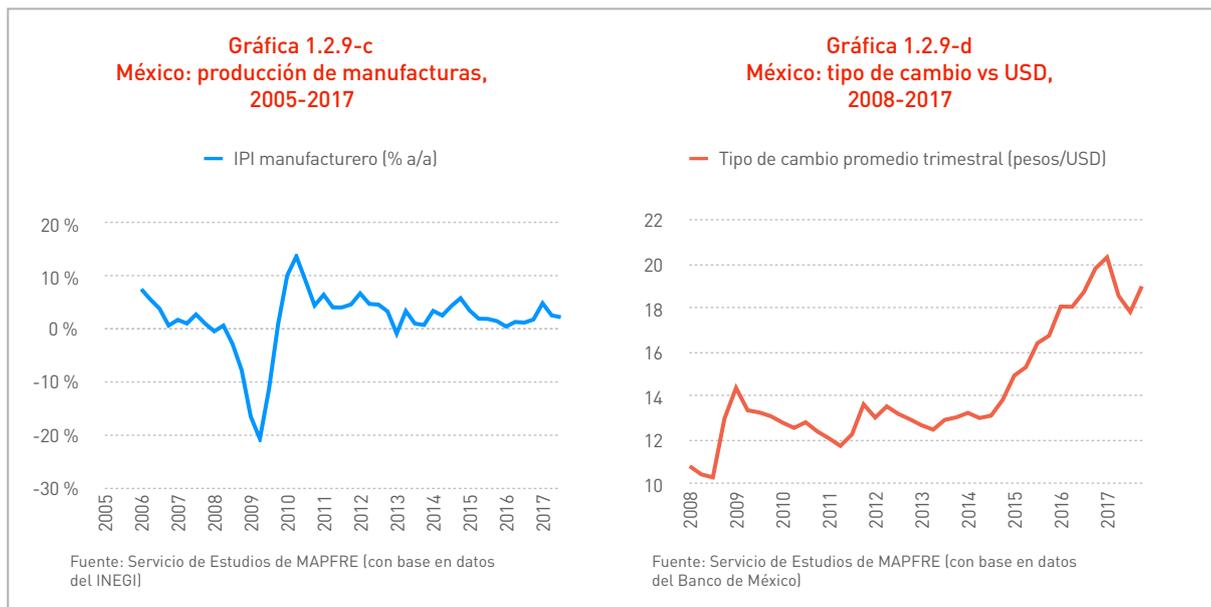


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INEGI)

**Tabla 1.2.9**  
México: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	1,6	2,8	3,3	2,7	2,3	2,4	2,3
Contribución de la demanda doméstica	2,0	2,0	2,5	2,3	2,9	2,1	1,9
Contribución de la demanda externa	-0,4	0,9	0,8	0,4	-0,6	0,2	0,4
Contribución del consumo privado	1,3	1,4	2,2	2,2	2,0	1,6	1,5
Contribución de la inversión	-0,7	0,3	1,1	0,2	-0,2	0,6	0,4
Contribución del gasto público	0,1	0,4	0,2	0,3	0,1	0,3	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,0	2,6	2,5	2,3	2,9	2,1	1,9
Consumo total (% a/a, media)	1,8	2,2	3,1	3,2	2,6	2,4	2,2
Inversión privada (% a/a, media)	-3,3	3,0	5,1	1,2	-0,9	2,7	1,9
Exportaciones (a/a en %)	1,3	6,9	8,6	3,5	4,7	4,2	4,2
Importaciones (a/a en %)	2,6	5,9	6,0	2,4	6,5	3,4	3,0
Tasa de paro (% final período)	4,6	4,4	4,2	3,5	3,6	3,9	4,0
Inflación (% a/a, final período)	3,7	4,2	2,3	3,2	6,5	3,6	3,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,3	-3,1	-3,4	-2,5	-1,5	-1,9	-2,2
Balance comercial (% PIB)	-0,1	-0,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,6	-1,1
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,4	-1,8	-2,5	-2,1	-1,8	-2,0	-1,8
Tipo de interés oficial (final período)	3,57	3,00	3,04	5,09	7,25	6,70	5,56
Tipo de corto plazo (final período)	3,85	3,30	3,40	5,60	7,35	6,95	5,96
Tipo de largo plazo (final período)	6,15	5,88	6,06	6,81	7,20	6,56	6,07
Tipo de cambio vs USD (fin período)	13,02	13,90	16,76	19,84	18,99	18,00	18,00
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	17,72	17,37	18,36	21,39	22,80	21,60	21,61
Crédito privado (% a/a, media)	13,9	10,8	13,6	16,3	11,2	6,3	5,7
Crédito familias (% a/a, media)	9,1	8,2	8,4	12,8	9,8	6,2	5,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	15,4	9,8	-11,4	3,5	-2,5	16,0	13,4
Tasa de ahorro (% media)	15,0	13,8	14,7	13,0	10,6	10,4	10,4

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INEGI)  
Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.



anterior. Esto arroja una estimación para el conjunto del año ligeramente inferior a su crecimiento de largo plazo, en el entorno de 2,3% (véanse las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b, y la Tabla 1.2.9).

A esta desaceleración de la actividad económica contribuyó una contracción registrada en el sector manufacturero (petróleo, construcción y textil), así como el aplazamiento de la inversión como consecuencia de la incertidumbre ligada al aparente estancamiento de las negociaciones comerciales del NAFTA entre México, Estados Unidos y Canadá, la cual podría extenderse hasta pasadas las elecciones de julio.

La inflación fue de 6,6% en noviembre, acelerando desde el mes anterior y ligeramente por encima de las expectativas del mercado. Energía, vivienda, servicios públicos y alimentación fueron los componentes más volátiles. El banco central espera que la inflación se mantenga por encima del objetivo del 3-4% en 2017 y que converja en dicha banda objetivo para finales de 2018. Sin embargo, esto dependerá en gran medida de la estabilidad del peso durante ese año.

La incertidumbre política asociada al inicio formal del proceso electoral y la compleja negociación en torno al NAFTA ha producido una nueva depreciación del peso hasta los 19,0 MXN/USD (frente a los 17,7 del trimestre pasado). Se prevé que el tipo de cambio, en ausencia de nuevos *shocks*, se mantenga en la

banda de 18-19 MXN/USD a lo largo de 2018, con mayor margen para la depreciación según se acerque la conclusión de la negociación del NAFTA y las elecciones presidenciales.

A este tenor, el Banco de México (que mantenía tipos estables en los 7% desde junio) elevó en la reunión de diciembre su tasa de política monetaria en 25 pb para llegar a 7,25%. La decisión ha sido justificada por las autoridades monetarias por la necesidad de mantener ancladas las expectativas de inflación a mediano y largo plazos, y de "reforzar la tendencia a la baja inflación hacia su objetivo". Creemos, sin embargo, que este podría haber sido el máximo de las subidas y que a partir de aquí el banco central podría comenzar a reducir tipos de interés en línea con la desaceleración esperable de la inflación, aunque ello dependerá también de los efectos de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, del saldo final de la negociación comercial del NAFTA y de los resultados de la elección a mediados del año.

Para el 2018, se prevé un similar crecimiento para la economía mexicana, pero los riesgos son a la baja dados los efectos de traslación del tipo de cambio al consumo y el crecimiento moderado de los salarios. La inversión mantendrá su pulso actual, aunque también se enfrentará a retrasos dada la incertidumbre comercial asociada a la renegociación del NAFTA. La demanda externa contribuirá más como resultado de la depreciación del peso y los nuevos enlaces comerciales del país.

Asimismo, es previsible cierto repunte del gasto público (en el período previo a la elección) desde el final del segundo trimestre del año. Así, esperamos un crecimiento de 2,4% en 2018, similar al registrado este año.

Por último, uno de los principales riesgos para la economía mexicana en 2018 mana del ciclo político, con la posibilidad de un éxito electoral de las corrientes de izquierda más proclives a una política económica heterodoxa. La otra fuente de incertidumbre es la renegociación del NAFTA en un posible contexto institucional para México diferente al actual.

luego de un período en 2015-2016 con caídas repetidas en el crecimiento del PIB (-3,6 % y -3,4%, respectivamente), se renuevan las perspectivas positivas de aprovechamiento de las potencialidades de esta economía.

El avance que ha registrado la economía brasileña se ha venido apoyando en un proceso gradual de normalización de sus fundamentales. A la reactivación de los niveles de actividad y al mejoramiento de su posición de balanza de pagos (el déficit de la cuenta corriente se

### 1.2.10 Brasil

#### Oportunidades en medio de retos

En Brasil, el producto interior bruto (PIB) creció 0,1% (t/t) en tercer trimestre 2017, confirmando la senda de salida de la recesión económica, con lo cual la previsión de crecimiento medio para el año se situaría en 0,8% trimestral en promedio (1,1% interanual), el cual ha estado apoyado en un mejor comportamiento del consumo y la inversión, aunque ambos siguieron lastrados por factores idiosincráticos. Para el 2018 y 2019, la previsión de crecimiento es sustancialmente mayor (2,5% y 3,3%, respectivamente), asumiendo que la demanda doméstica mantiene un ritmo normal de salida de la recesión (véanse las Gráficas 1.2.10-c y 1.2.10-d, y la Tabla 1.2.10). De esta forma,

#### Brasil

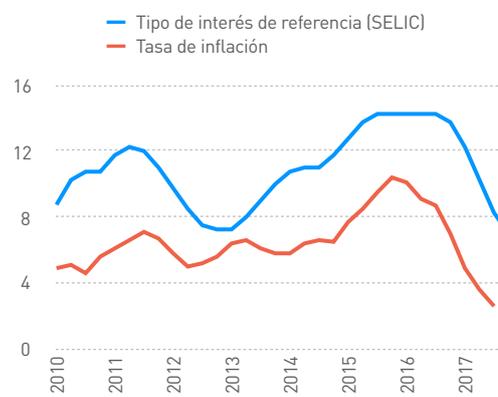
- Se consolida una recuperación económica un poco más suave de lo anticipado, aunque se espera que la economía brasileña se acelere en 2018 y 2019.
- La fuerte desaceleración de la inflación ha llevado al banco central a efectuar fuertes rebajas del tipo de interés oficial.
- La política monetaria tenderá a una mayor laxitud durante el 2018. Se prevé que el real se mantenga estable, pero depreciado contra el dólar.
- Aunque la administración del Presidente M. Temer se ha comprometido con las reformas estructurales, el entorno político las dificultará. Sin reformas, difícilmente se conseguiría la sostenibilidad fiscal.

**Gráfica 1.2.10-a**  
Brasil: vulnerabilidad externa y tipo de cambio, 2010-2017

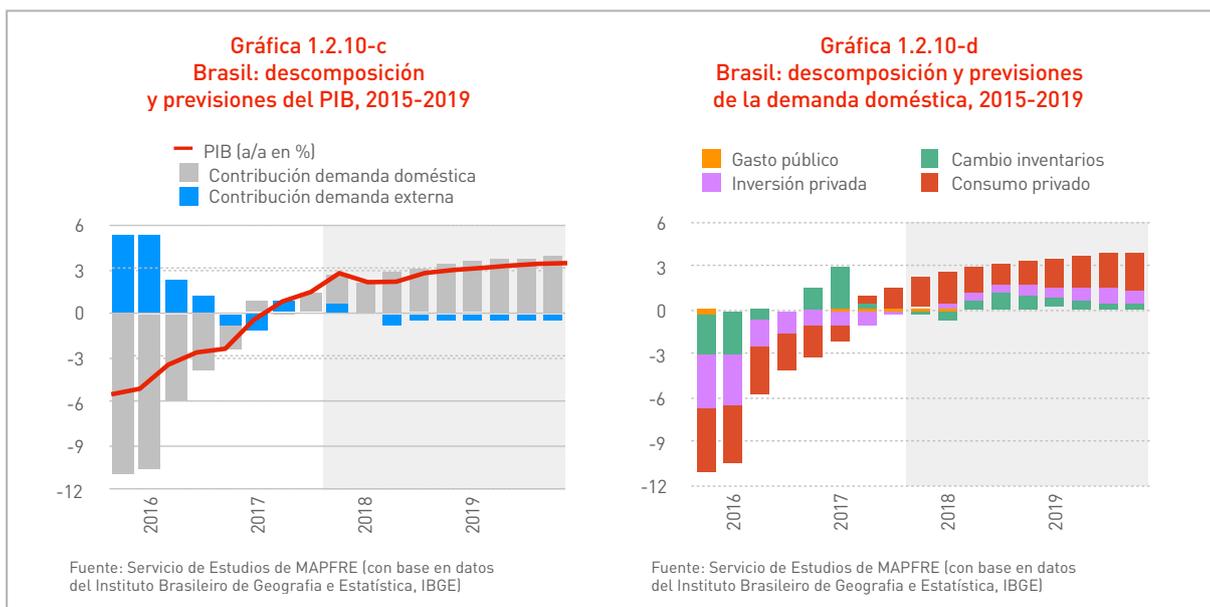


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Banco Central de Brasil)

**Gráfica 1.2.10-b**  
Brasil: inflación y tipo de intervención (SELIC), 2010-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Banco Central de Brasil)



**Tabla 1.2.10**  
**Brasil: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	3,0	0,5	-3,6	-3,4	1,1	2,5	3,3
Contribución de la demanda doméstica	4,0	0,4	-7,1	-5,4	1,0	2,8	3,7
Contribución de la demanda externa	-1,0	0,1	3,6	2,0	0,1	-0,3	-0,5
Contribución del consumo privado	2,3	1,5	-2,2	-3,0	0,7	1,8	2,3
Contribución de la inversión	1,2	-0,8	-2,9	-1,9	-0,4	0,5	0,9
Contribución del gasto público	0,3	0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,8	0,2	-6,7	-5,2	1,0	2,8	3,7
Consumo total (% a/a, media)	3,1	2,0	-2,8	-3,5	0,7	2,2	2,7
Inversión privada (% a/a, media)	5,8	-4,1	-14,0	-10,1	-2,5	3,0	5,3
Exportaciones (a/a en %)	2,6	-0,8	6,9	1,9	6,6	5,1	3,8
Importaciones (a/a en %)	7,0	-1,9	-14,1	-9,5	5,2	6,7	6,0
Tasa de paro (% , final período)	6,2	6,5	9,0	12,0	12,1	12,0	10,0
Inflación (% a/a, final período)	5,8	6,5	10,4	7,0	2,9	4,4	4,0
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-6,0	-10,2	-9,0	-8,6	-7,7	-6,3
Balance comercial (% PIB)	0,0	-0,3	1,0	2,5	3,1	2,6	2,6
Impulso fiscal (% PIB)	1,7	-0,5	-1,8	-2,4	-2,5	-2,3	-1,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,0	-4,2	-3,3	-1,3	-0,6	-1,1	-1,2
Tipo de interés oficial (final período)	9,63	11,32	14,25	13,97	7,33	6,78	8,00
Tipo de corto plazo (final período)	9,52	11,22	14,15	13,86	7,23	6,68	7,90
Tipo de largo plazo (final período)	12,09	12,10	15,41	11,55	9,95	9,41	8,95
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,28	2,55	3,84	3,29	3,23	3,37	3,59
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3,10	3,19	4,21	3,55	3,88	4,05	4,31
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	16,4	14,1	10,0	4,3	4,7	10,8	15,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% , media)	22,9	20,3	18,2	17,8	18,4	18,3	18,8

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)  
Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

redujo de -4,2% del PIB en 2014 a un estimado de -0,6% en 2017), se ha sumado la sostenida reducción de la inflación (que se situó en 2,7% interanual en octubre, que contrastan con los niveles de dos dígitos registrados en 2015), y que ha permitido al banco central recortar los tipos de interés siete veces a lo largo de 2017, situando el SELIC (tipo de interés de intervención) en el 7% en diciembre. De esta forma, si la inflación sigue moderándose se prevé que el banco central brasileño mantenga los tipos de interés muy cerca (aunque por debajo) de ese 7% en 2018, abundando en una mayor laxitud monetaria.

Por otra parte, Brasil necesita continuar con la implementación de reformas estructurales a fin de avanzar en el propósito de equilibrar las cuentas públicas, hacerlas sostenibles y fortalecer su clasificación crediticia. Las reformas más importantes son las del sistema de pensiones y la fiscal; claves para la reducción del déficit y la sostenibilidad de la deuda.

En octubre de 2018 habrá elecciones presidenciales en Brasil, por lo que no se anticipa ninguna reforma antes de esa fecha. Aun así, la administración del presidente Michel Temer ha conseguido aprobar otras reformas estructurales que, aunque de menor calado, han resultado importantes para fortalecer la confianza en el país.

### 1.2.11 Argentina

#### Economía realista y ciclo electoral

La economía argentina se expandió un 2,7% interanual en el segundo trimestre de 2017, luego de un crecimiento revisado al alza del 0,4% en el período anterior. Fue la tasa de crecimiento más alta desde el tercer trimestre de 2015. Con este dato es muy posible que se alcancen tasas de crecimiento por encima del 2,5% en 2017. El impulso del crecimiento se apoyó en la demanda doméstica. Tanto el consumo privado como el público se aceleraron

#### Argentina

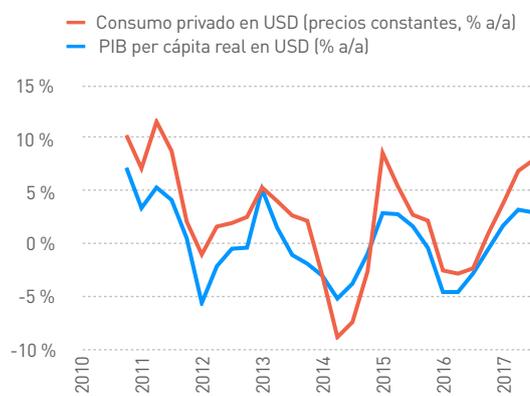
- La previsión de crecimiento de la economía argentina se ha revisado al alza y con crecientes fundamentos para ser sostenible.
- La inversión y el sector exterior, crecientemente sustituidos por el consumo privado (gracias a las ganancias de la renta real), peligran si la inflación vuelve a salir de control.
- Los riesgos son aún a la baja y derivados de factores domésticos. Las elecciones de 2018 son un elemento a seguir puesto que pueden determinar el mantenimiento del actual esquema de economía política.

**Gráfica 1.2.11-a**  
Argentina: tipo de cambio y riesgo financiero, 2010-2017

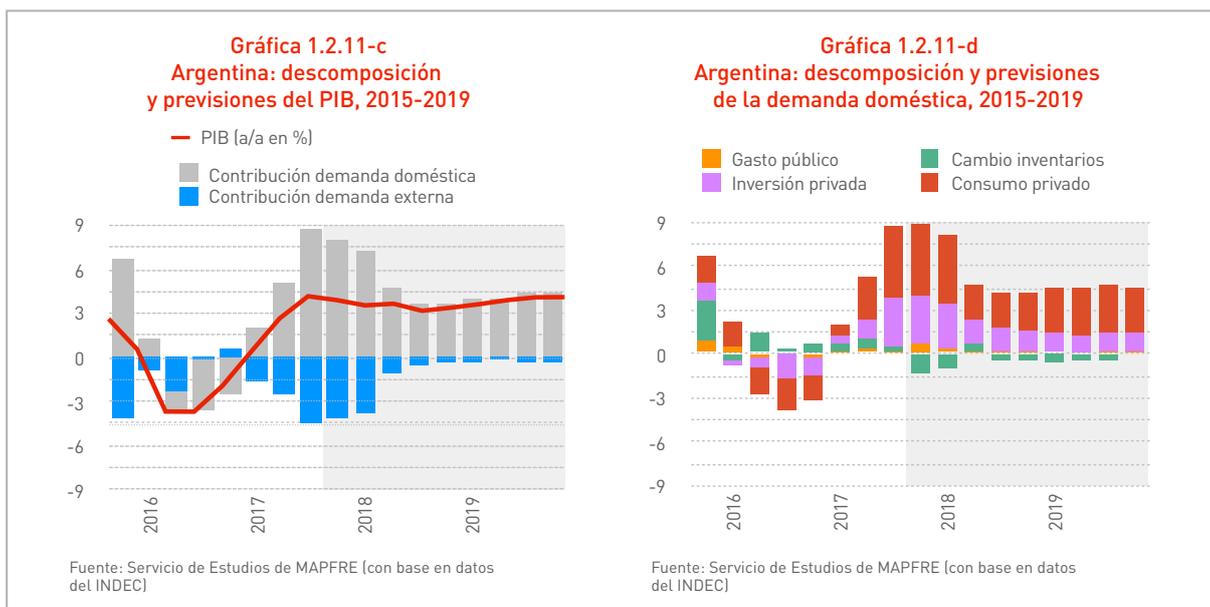


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Banco Central de la República Argentina)

**Gráfica 1.2.11-b**  
Argentina: crecimiento de la renta y el consumo, 2010-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Banco Central de la República Argentina)



**Tabla 1.2.11**  
**Argentina: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	2,4	-2,5	2,6	-2,2	2,8	3,5	4,0
Contribución de la demanda doméstica	4,1	-4,2	4,1	-1,5	6,0	4,9	4,2
Contribución de la demanda externa	-1,8	1,7	-1,5	-0,7	-3,2	-1,4	-0,3
Contribución del consumo privado	2,6	-3,1	2,4	-1,0	3,5	3,0	3,2
Contribución de la inversión	0,5	-1,2	0,7	-1,0	2,1	1,9	1,1
Contribución del gasto público	0,6	0,4	0,9	0,0	0,4	0,3	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	4,0	-3,8	4,0	-1,4	5,6	4,4	3,8
Consumo total (% a/a, media)	3,9	-3,2	4,0	-1,1	4,5	3,7	3,9
Inversión privada (% a/a, media)	2,5	-6,6	3,8	-5,0	10,9	9,4	5,3
Exportaciones (a/a en %)	-3,6	-6,8	-0,6	4,3	-1,2	4,2	5,9
Importaciones (a/a en %)	4,1	-11,2	5,9	6,1	10,8	7,7	4,8
Tasa de paro (% , final período)	6,4	6,9	7,0	7,6	7,7	7,1	6,6
Inflación (% a/a, final período)	26,2	39,0	24,9	43,5	23,3	18,0	12,4
Balance fiscal (% PIB)	-3,5	-4,8	-6,0	-5,9	-6,1	-5,4	-4,6
Balance comercial (% PIB)	0,8	1,1	-0,1	0,8	-0,9	-1,2	-1,3
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-1,5	-2,7	-2,7	-4,4	-4,3	-4,1
Tipo de interés oficial (final período)	16,37	26,35	36,33	27,42	26,02	23,42	15,58
Tipo de corto plazo (final período)	16,37	19,85	23,80	19,87	19,52	16,90	12,65
Tipo de largo plazo (final período)	11,29	9,58	7,26	6,87	6,15	6,62	6,48
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,05	8,51	10,04	15,44	17,43	19,74	21,45
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	8,24	10,64	10,99	16,65	20,92	23,69	25,75
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.						
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.						
Tasa de ahorro (% , media)	n.d.						

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INDEC)  
Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

hasta el 3.8% y 2.9%, respectivamente, a la vez que la formación bruta de capital fijo se expandió 7.7% (véanse las Gráficas 1.2.11-c y 1.2.11-d, y la Tabla 1.2.11). Los datos ratifican el impulso en la actividad en la primera mitad de 2017, con las que Argentina oficialmente abandona la recesión gracias a la recuperación en sectores primarios y a la inversión, fundamentalmente. La inversión y el consumo (gracias al crecimiento de la renta real) seguirán siendo el principal motor del crecimiento (especialmente en agricultura, energía renovable e infraestructura pública, ventas de cemento), lo que hace esperar un crecimiento del 3,5% durante el 2018.

Los riesgos políticos siguen siendo significativos para la economía argentina, especialmente dado el descontento de una parte de la sociedad por la persistente erosión de la renta disponible y la ampliación de la brecha social. Los riesgos electorales son evidentes, más aun desde las elecciones primarias. Los analistas interpretan el resultado de las elecciones en Buenos Aires, como una constatación de la aceptación con reservas de la política del Presidente M. Macri.

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 a posibles nuevas depreciaciones del peso argentino contra el dólar.

## 1.2.12 China

### El segundo mandato del Presidente Xi Jinping apostará por más estabilidad

Como lo anticipaba el consenso, la economía china avanzó un 6,8% interanual en el tercer trimestre de 2017, después de un crecimiento del 6,9% en los dos trimestres anteriores. El dato hace plausible cerrar 2017 con una tasa de crecimiento de 6,8%, como se viene anticipando desde mediados del año pasado. El desempeño de la economía se debió fundamentalmente a la demanda doméstica, tanto por la vía del consumo como por la vía de la inversión, con énfasis en la inversión pública en infraestructuras como resultado de la inercia de las políticas de estímulo de la demanda activadas en preparación del XIX Congreso del Partido Comunista Chino (véanse las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b, y la Tabla 1.2.12).

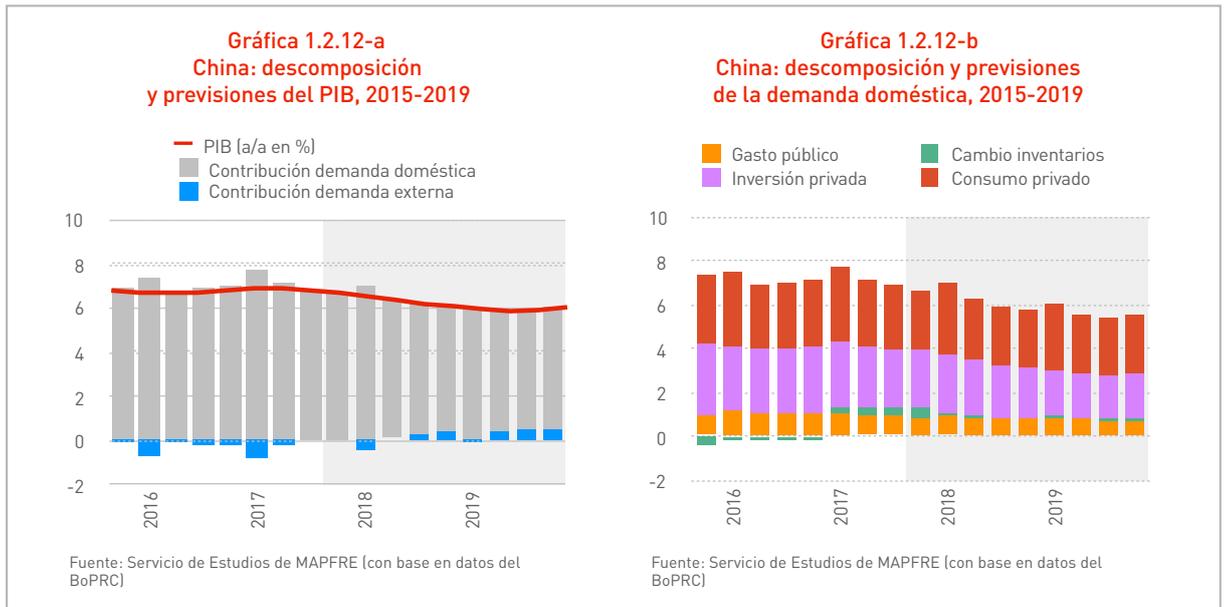
China consigue hasta ahora, por tanto, el objetivo de desacelerar con extremada gradualidad el crecimiento de su economía, a la par que cambiar la fuente de ese crecimiento hacia un modelo más basado en el consumo, la inversión productiva en productos de mayor valor añadido y la integración en las cadenas de valor global (y menos en la exportación directa y la industria tradicional). Los indicadores adelantados y el pulso de la actividad global nos hacen prever que la tónica del año se mantenga hasta comenzado el 2018.

Teniendo en cuenta que la política de laxitud fiscal (en forma de inversión en infraestructuras financiadas con creciente recurso al déficit público) empezará a perder protagonismo frente a la implementación gradual de medidas macro prudenciales para atemperar el crédito y enfriar la economía, prevemos un crecimiento suavemente desacelerado durante el 2018 cercano al 6,3%; crecimiento más consistente con la tasa implícita de crecimiento que podría inferirse del programa quinquenal expuesto por el Presidente Xi Jinping durante su reelección el pasado 14 de octubre.

La inflación China cerrará el 2017 muy cerca del 2,1%. Esperamos, sin embargo, que el crecimiento del precio del petróleo, mejoras salariales en industrias nuevas y la eliminación de subvenciones a empresas públicas, liberen algo más de inflación durante el 2018, año en que ese indicador podría terminar en el entorno de 2,6%.

#### China

- Los estímulos inducidos desde el gobierno parecen ceder en un nuevo ciclo económico más centrado en la estabilidad. El objetivo implícito de crecimiento de la economía china es ahora menor.
- Se mantienen los riesgos derivados de la relación entre los desajustes del sector residencial y el exceso de crédito (riesgo de crédito y estabilidad financiera).
- La fortaleza del Presidente Xi Jinping asegura la implementación más rápida de reformas estructurales que reduzcan la vulnerabilidad financiera del país.

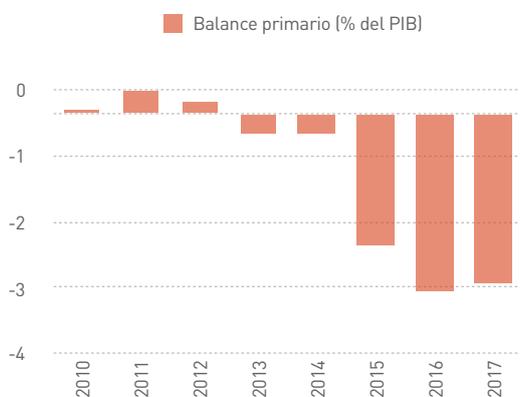


**Tabla 1.2.12**  
**China: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	6,3	5,9
Contribución de la demanda doméstica	7,9	5,7	6,9	7,0	7,1	6,2	5,6
Contribución de la demanda externa	-0,1	1,6	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,3
Contribución del consumo privado	3,0	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9	2,7
Contribución de la inversión	4,2	2,2	3,4	3,0	2,8	2,4	2,0
Contribución del gasto público	0,6	0,4	0,9	1,1	0,9	0,8	0,8
Demanda doméstica (% a/a, media)	8,1	7,2	7,1	7,2	7,2	6,3	5,7
Consumo total (% a/a, media)	7,2	7,1	8,0	8,2	7,7	7,2	6,8
Inversión privada (% a/a, media)	9,3	6,9	7,4	6,6	6,2	5,4	4,4
Exportaciones (a/a en %)	8,3	5,4	0,5	1,8	6,6	4,2	5,1
Importaciones (a/a en %)	10,6	7,7	0,6	3,8	8,8	5,8	5,3
Tasa de paro (% , final período)	4,1	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Inflación (% a/a, final período)	2,9	1,5	1,5	2,2	2,1	2,6	2,2
Balance fiscal (% PIB)	-1,8	-1,8	-3,4	-3,8	-4,3	-4,4	-4,4
Balance comercial (% PIB)	3,7	4,2	5,3	4,4	3,6	3,2	3,4
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,5	2,3	2,8	1,8	1,1	0,9	1,2
Tipo de interés oficial (final período)	4,71	3,53	2,33	2,48	3,04	3,89	3,09
Tipo de corto plazo (final período)	6,10	4,67	3,02	3,31	4,88	4,56	3,47
Tipo de largo plazo (final período)	4,36	3,70	3,05	2,91	3,86	4,30	3,79
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,09	6,15	6,39	6,83	6,62	6,45	6,46
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	8,29	7,68	7,00	7,37	7,95	7,74	7,76
Crédito privado (% a/a, media)	15,4	13,4	14,8	13,3	10,9	10,7	9,6
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.						
Tasa de ahorro (% , media)	39,8	39,7	39,3	38,6	38,1	37,3	36,8

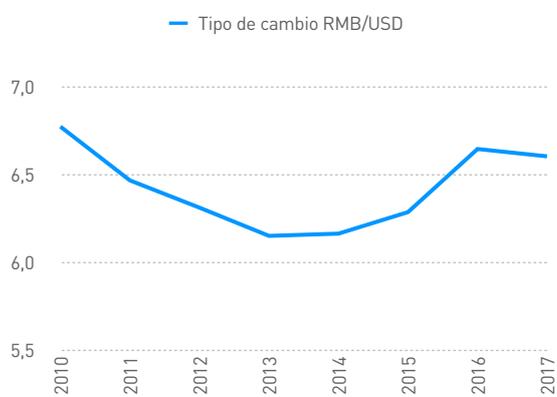
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BoPRC)  
Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

**Gráfica 1.2.12-c**  
China: balance primario (% del PIB),  
2010-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de BoPRC)

**Gráfica 1.2.12-d**  
China: tipo de cambio RMB/USD,  
2010-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de BoPRC)

Se anticipa que la renovada presidencia de Xi Jinping no permitirá una nueva etapa de volatilidad en los mercados monetarios, ni una mayor libertad especulativa en el sistema financiero no regulado (*shadow banking*). A tal efecto, continuará una gestión férrea de los más de tres billones de dólares de reservas, así como incrementos controlados de tipos de interés para mantener el control de su cuenta corriente y su tipo de cambio. Creemos que el tipo oficial subirá hasta el entorno neutral, y que el renminbi se mantendrá durante los dos próximos años muy cerca de los niveles actuales.

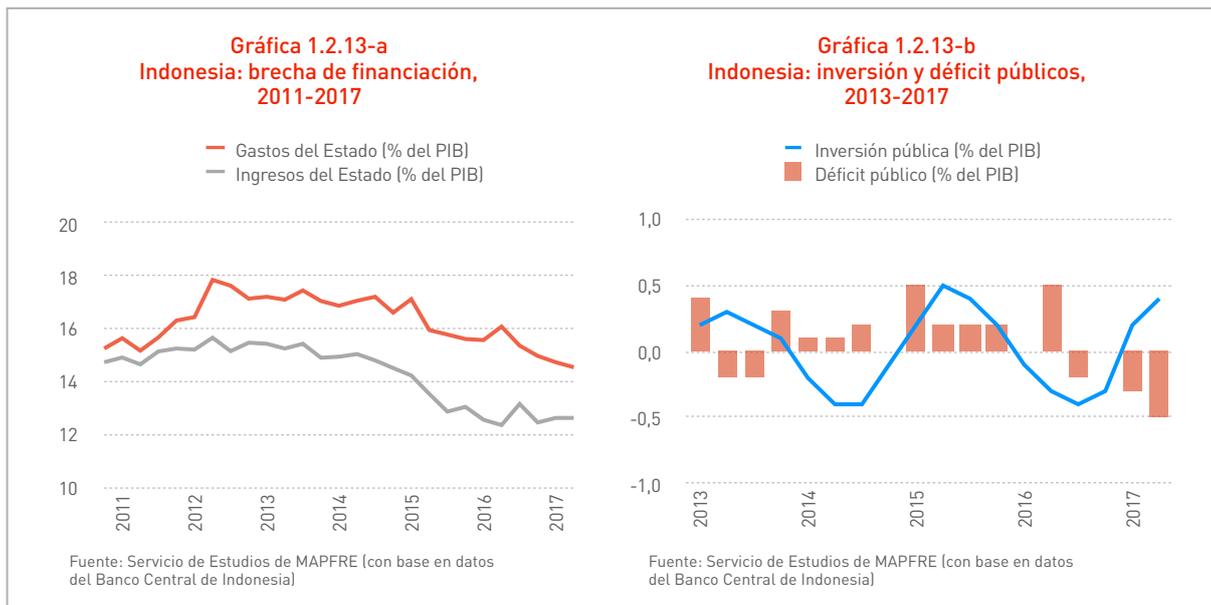
Los riesgos para China siguen siendo a la baja, tanto en crecimiento como en inflación. El país afronta un elevado apalancamiento corporativo que le hace vulnerable al riesgo de tipos de interés y de cambio, y el crédito nominal continúa creciendo por encima del PIB nominal pese a los esfuerzos del gobierno. Este riesgo podría tener efectos perversos al sumarse con otras vulnerabilidades, como los desequilibrios en el precio de los activos (residencial), la desaceleración de la rentabilidad de las empresas públicas, y los problemas de liquidez y financiación de sus mercados de capitales derivados del control público. Por otro lado, las tensiones geopolíticas con Estados Unidos podrían resurgir al albor de la crisis con Corea del Norte, en cuyo caso el comercio internacional global así como el ciclo de materias primas se verían afectados, especialmente para el caso de los exportadores latinoamericanos.

Pese a que las vulnerabilidades de la economía china son grandes, su riesgo sistémico (si excluimos Hong Kong) para el mundo global, es limitado de acuerdo con estudios realizados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS). Esto, pese a que el nivel de endeudamiento corporativo en China es hoy del triple que el de Estados Unidos antes de la crisis. Algunas fuentes estiman que una desaceleración poco ordenada de China supondría una caída del PIB global entre medio y un punto porcentual. La fortaleza del presidente Xi Jinping, sin embargo, asegura la implementación más rápida de reformas estructurales que reduzcan la vulnerabilidad financiera del país.

## 1.2.13 Indonesia

### Crecimiento apoyado en factores domésticos

La economía de Indonesia avanzó un 5,1% interanual en el tercer trimestre de 2017, continuando con el similar crecimiento registrado en los trimestres anteriores. La expansión fue impulsada por un leve repunte del gasto público, mientras que la inversión fija y el consumo privado continuaron creciendo con firmeza, en tanto que el comercio neto contribuyó positivamente al crecimiento económico.



De esta forma, Indonesia reitera su crecimiento en el entorno del 5%, lo que, dada su condición de país con un bonus poblacional, le ubica cerca (aunque todavía por debajo) de su potencial (véanse las Gráficas 1.2.13-c y 1.2.13-d, y la Tabla 1.2.13).

El gobierno indonesio ha considerado que el crecimiento económico del país debería ser superior al 5%. No obstante, por el momento, prefiere concentrar el esfuerzo de política económica en cumplir su objetivo de déficit público del 3% (véase la Gráfica 1.2.13-b). De esta forma, proyectamos un déficit inferior a este umbral durante el 2017 y 2018.

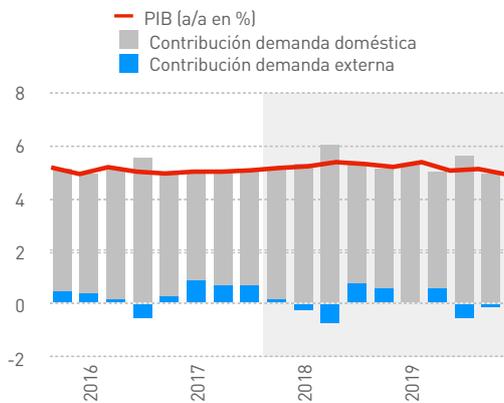
**Indonesia**

- **El crecimiento de la economía se mantiene en el entorno del 5%, aún por debajo de su potencial de largo plazo. Ello parece revelar problemas estructurales que impiden ciclos de crecimiento mayores.**
- **La actual política monetaria relativamente laxa apoya el consumo y la inversión; pese a esto, la inflación se mantiene relativamente contenida. Los efectos se percibirán en 2018 y, en su caso, la política monetaria deberá mostrar una variación acorde.**
- **La financiación externa de cartera se ve favorecida por el apetito por el riesgo global y por el grado de inversión de Indonesia. Cambios en la liquidez global podrían afectar la capacidad de financiación del país.**
- **El principal riesgo del país parece ser su escasa capacidad de generación de ingresos públicos que concedan espacio para implementar políticas fiscales de demanda.**

Es destacable, sin embargo, la escasa capacidad del Estado para generar recursos financieros (véase la Gráfica 1.2.13-a). Indonesia tiene solamente 11 millones de contribuyentes reales en una población de 260 millones de personas. De esta forma, el gobierno no se encuentra en condiciones de apelar al empleo de estímulos de demanda, y la brecha de financiación se apoya en la financiación mayorista y soberana (la cual, a su vez, se sustenta en el grado de inversión obtenido por el país).

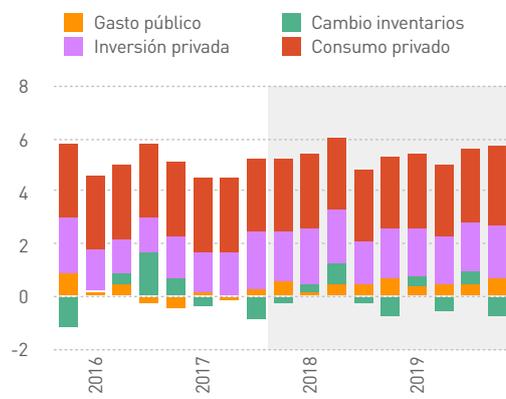
Por otra parte, la inflación en 2017 cerrará por debajo del 4% (en la banda objetivo del banco central), pero es previsible cierta aceleración del crecimiento de los precios durante 2018 dada la depreciación de la moneda y el crecimiento de la demanda doméstica. Lo anterior sugiere también la posibilidad de una subida muy gradual de los tipos de interés hacia la neutralidad a lo largo del 2018.

**Gráfica 1.2.13-c**  
Indonesia: descomposición  
y previsiones del PIB, 2015-2019



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

**Gráfica 1.2.13-d**  
Indonesia: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2015-2019



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

**Tabla 1.2.13**  
Indonesia: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	5,6	5,0	4,9	5,0	5,1	5,3	5,1
Contribución de la demanda doméstica	5,0	4,6	3,9	4,9	4,4	5,2	5,1
Contribución de la demanda externa	0,6	0,4	1,0	0,1	0,6	0,1	0,0
Contribución del consumo privado	3,0	2,9	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8
Contribución de la inversión	1,6	1,0	1,6	1,5	1,8	1,9	1,9
Contribución del gasto público	0,6	0,1	0,5	0,0	0,2	0,4	0,5
Demanda doméstica (% a/a, media)	5,0	5,3	3,9	5,0	4,5	5,3	5,2
Consumo total (% a/a, media)	5,6	4,7	4,9	4,4	4,7	5,1	5,2
Inversión privada (% a/a, media)	5,1	4,5	5,0	4,5	5,7	5,8	5,8
Exportaciones (a/a en %)	4,1	1,3	-2,1	-1,7	9,5	5,9	5,2
Importaciones (a/a en %)	2,0	2,2	-6,3	-2,3	7,1	6,0	5,7
Tasa de paro (% final período)	5,7	5,9	5,8	5,5	5,4	5,3	5,0
Inflación (% a/a, final período)	8,0	6,5	4,8	3,3	3,7	4,5	4,0
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-2,2	-2,6	-2,5	-2,7	-2,4	-2,4
Balance comercial (% PIB)	0,6	0,8	1,6	1,7	2,1	2,4	2,6
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,2	-3,1	-2,0	-1,8	-1,4	-1,2	-1,2
Tipo de interés oficial (final período)	6,14	6,37	6,25	4,81	4,25	4,65	4,66
Tipo de corto plazo (final período)	7,45	7,43	8,42	7,06	5,22	6,94	7,20
Tipo de largo plazo (final período)	8,12	7,98	8,71	7,53	6,60	7,18	7,57
Tipo de cambio vs USD (fin período)	11.552	12.252	13.769	13.259	13.501	13.607	13.897
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	15.721	15.312	15.081	14.296	16.203	16.334	16.687
Crédito privado (% a/a, media)	21,9	15,2	10,6	7,8	8,2	9,3	9,7
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	16,9	4,4	32,0	10,1	6,8	6,5	9,4
Tasa de ahorro (% media)	17,1	17,0	17,0	17,0	17,1	17,6	17,8

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de BPS)  
Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

## 1.2.14 Filipinas

### Crecimiento robusto: políticas de demanda e inversión extranjera

La economía de Filipinas creció un 6.9% anual en el tercer trimestre de 2017, por encima del consenso del mercado (6.5%). Fue el crecimiento más fuerte desde el tercer trimestre de 2016, ya que el gasto gubernamental aumentó a un ritmo más rápido, mientras que el consumo privado, la inversión y las exportaciones aumentaron aún más. La demanda es robusta, especialmente la interna (70% del PIB), la cual se mantiene fuerte a pesar del repunte de la inflación (3,5% interanual en octubre). El gasto de los hogares ha mejorado, respaldado por el aumento de las remesas (10% del PIB), un mercado laboral más ajustado y la expansión del crédito (los préstamos netos aumentaron un 19% interanual). La demanda externa también ha sido un soporte del crecimiento de la economía, con un incremento del 12% anual. Por otra parte, los flujos de inversión extranjera directa (IED) aumentaron 61,8% a/a en septiembre (por quinto mes consecutivo), a la par que las remesas se han mantenido robustas.

El amplio estímulo de políticas de demanda nace del plan para reconstruir la infraestructura pública. La formación bruta de capital fijo aumentó un 11% en los primeros nueve meses del año, el nivel más alto en la región de Asia Pacífico. La administración del Presidente R. Duterte planea aumentar el gasto a un nuevo

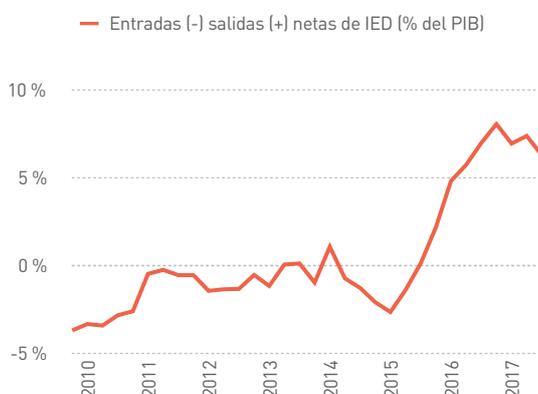
### Filipinas

- La economía filipina parece presentar uno de los panoramas de crecimiento más prometedores de la región del ASEAN.
- Su crecimiento se ha apoyado en la demanda doméstica con recurso al gasto público y a los flujos de inversión extranjera directa.
- La mejora en la calificación crediticia del país otorgada por las principales agencias, ha sido un respaldo a las políticas de crecimiento de la administración del Presidente R. Duterte, pero es necesaria una nota de cautela ante los signos de sobre-calentamiento de la economía.

récord en 2018, y la inversión en infraestructura representará el 6% del PIB el próximo año. Esto hace que nuestra previsión para el 2018 (de moderación del crecimiento) tenga riesgos al alza.

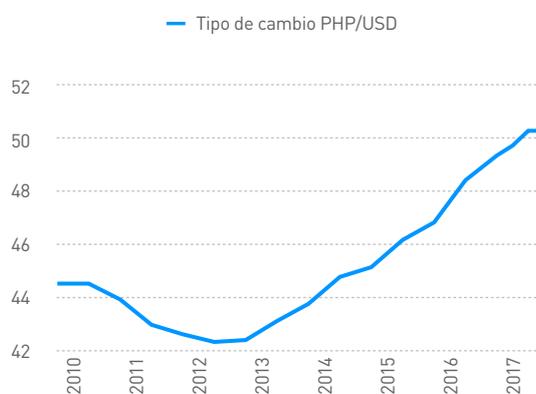
El sólido desempeño económico en el tercer trimestre de 2017, impulsó a Fitch a mejorar la calificación soberana de Filipinas. La calificación de la deuda a largo plazo denominada en moneda extranjera se elevó a BBB con una perspectiva estable. Con esta acción, las agencias calificadoras han colocado a Filipinas en el nivel "BBB" (S & P BBB, Moody's Baa2), a

**Gráfica 1.2.14-a**  
Filipinas: flujo neto de inversión extranjera directa (IED), 2010-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Bangko Sentral ng Pilipinas)

**Gráfica 1.2.14-b**  
Filipinas: tipo de cambio PHP/USD, 2010-2017



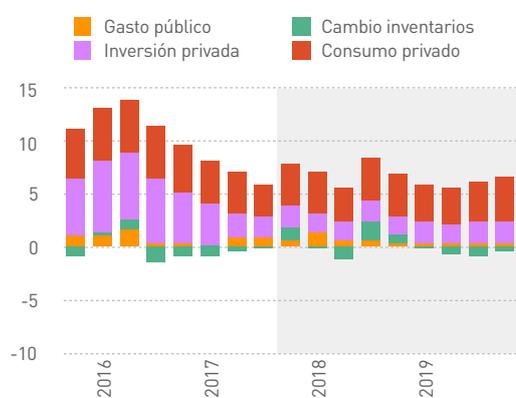
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Bangko Sentral ng Pilipinas)

**Gráfica 1.2.14-c**  
Filipinas: descomposición  
y previsiones del PIB, 2015-2019



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

**Gráfica 1.2.14-d**  
Filipinas: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2015-2019



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

**Tabla 1.2.14**  
Filipinas: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	7,1	6,1	6,0	6,9	6,6	6,0	5,9
Contribución de la demanda doméstica	9,8	4,8	9,1	11,5	6,9	6,7	5,6
Contribución de la demanda externa	-2,7	1,3	-3,0	-4,6	-0,3	-0,8	0,3
Contribución del consumo privado	4,0	3,9	4,4	4,8	3,8	3,9	3,8
Contribución de la inversión	2,4	1,1	3,6	6,0	2,6	1,8	1,9
Contribución del gasto público	0,6	0,3	0,8	0,9	0,6	0,7	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	9,9	5,0	9,0	11,2	6,4	6,3	5,2
Consumo total (% a/a, media)	5,6	5,2	6,5	7,2	5,4	5,9	5,3
Inversión privada (% a/a, media)	12,0	7,2	16,6	25,7	9,5	6,4	6,7
Exportaciones (a/a en %)	-0,6	12,6	8,7	10,8	17,5	9,5	9,1
Importaciones (a/a en %)	4,5	10,1	14,6	18,8	15,8	9,5	7,7
Tasa de paro (% final período)	6,4	6,0	5,6	4,7	5,2	5,0	4,7
Inflación (% a/a, final período)	3,5	3,6	1,0	2,5	3,4	3,8	3,7
Balance fiscal (% PIB)	-1,4	-0,6	-0,9	-2,4	-2,3	-2,6	-2,9
Balance comercial (% PIB)	-6,5	-6,1	-8,0	-11,7	-12,6	-13,7	-11,9
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	4,2	3,8	2,5	-0,3	-0,5	-2,1	-1,0
Tipo de interés oficial (final período)	3,50	4,00	4,00	3,00	3,02	3,61	3,95
Tipo de corto plazo (final período)	2,02	2,56	2,53	2,51	2,77	3,59	3,54
Tipo de largo plazo (final período)	3,72	4,24	3,91	4,43	4,97	5,62	5,71
Tipo de cambio vs USD (fin período)	43,62	44,81	46,87	49,11	50,98	51,20	50,46
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	59,36	56,01	51,33	52,95	61,19	61,46	60,58
Crédito privado (% a/a, media)	16,6	18,0	13,2	15,3	16,0	10,4	9,1
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,0	8,8	2,6	8,7	9,3	9,4	9,8
Tasa de ahorro (% media)	8,3	9,3	7,7	8,0	8,6	9,1	9,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de PSA)  
Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

en el nivel "BBB" (S & P BBB, Moody's Baa2), a la par de Italia y por encima de Indonesia.

En el frente de la política monetaria, el nombramiento del gobernador del banco central, Nestor Espenilla, ha brindado continuidad y respalda la credibilidad de la política monetaria. El Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) no ha modificado las tasas desde mayo de 2016, manteniendo bajos los costos de endeudamiento y abundante liquidez.

No obstante, es conveniente una nota de cautela. El rápido crecimiento y las políticas altamente acomodaticias (tanto monetarias como fiscales) han alimentado los riesgos de sobre-calentamiento de la economía y deterioro en la calidad de los activos; aspecto que tendrá que abordarse en 2018 a fin de evitar tensiones en la cuenta corriente que generen una depreciación fuerte de la moneda y un deterioro de los costes de financiación.

## 2. Panorama sectorial

### 2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora

#### 2.1.1 Mercados globales

El crecimiento mundial previsto para 2018, que se sitúa en el entorno del 3,7%, constituye una perspectiva económica que anticipa un impacto positivo en el desarrollo del mercado asegurador a nivel global. La actividad económica mundial creció un 3,6% en 2017, en un ciclo más sincronizado y que se aceleró tanto en las economías desarrolladas (por encima del 2%) como en las emergentes (en torno al 4,9%). Estos datos muestran un crecimiento global firme, protagonizado por el comercio mundial, la inversión en equipo y, en algunos países, por la inversión residencial, lo cual es altamente favorable para el sector asegurador cuyo desarrollo se encuentra fuertemente vinculado con el comportamiento del ciclo económico.

El crecimiento económico global se ve apoyado por políticas monetarias todavía laxas por parte de los bancos centrales de los Estados Unidos, la Eurozona, Japón y el Reino Unido. No obstante, la Reserva Federal de los Estados Unidos se encuentra ya inmersa en la normalización de su política monetaria, lo que conlleva un proceso gradual para elevar los tipos de interés y ha definido una ruta de reducción de su balance. El BCE, por su parte, ha anunciado su cronograma de normalización monetaria extendiendo el programa de compra de activos por nueve meses (hasta septiembre de 2018), pero reduciendo el ritmo de compras a 30.000 millones de euros.

Las subidas de tipos, una vez empiecen a generalizarse, podrán ayudar a reavivar el mercado de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, que se ha visto perjudicado en los países desarrollados por el sostenido entorno de bajos tipos de interés, especialmente si las subidas logran trasladarse a los tramos largos de las curvas de tipos. En la Eurozona, teniendo

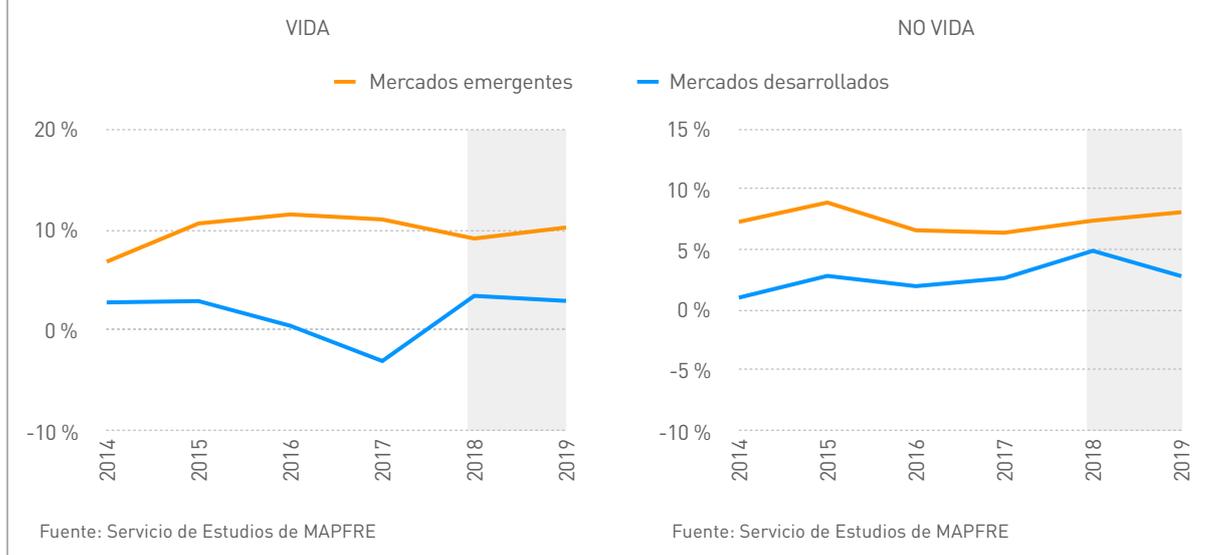
en cuenta el cronograma de normalización monetaria previsto por el BCE, se descarta cualquier subida de tipos de interés antes de finales de 2019. Por su parte, las reducciones en los programas de compras pueden aflorar una posible sobrevaloración en los activos que, en la coyuntura, podría incidir negativamente en los resultados del sector asegurador.

En este contexto, en 2018 en los mercados desarrollados las primas de seguros de Vida podrían incrementarse en torno al 3,4%, mientras que en los mercados emergentes experimentarían crecimientos por encima del 9%. La dinámica de las primas de seguros de Vida de los mercados desarrollados, de la mano con el proceso de generalización de la normalización monetaria, se mantendría en 2019 (con crecimientos en torno al 2,9%). Por lo que se refiere a las primas de los seguros de No Vida en 2018, los mercados aseguradores a nivel global mantendrán la dinámica observada en 2017, con crecimientos positivos en los mercados desarrollados, en torno al 4,9%, pero de forma especial en los mercados emergentes, en el entorno del 7,4% (véanse la Gráfica 2.1.1 y el Recuadro 2.1.1, así como las Tablas B-1 y B-2 en el apéndice de este informe).

#### 2.1.2 Eurozona

De cara a 2018, se estima un crecimiento económico para la Eurozona en el entorno del 2%. El buen comportamiento del PIB en 2017 (hasta alcanzar máximos de los últimos siete años con valores estimados cercanos al 2,4%), ha sido una buena noticia para el sector asegurador de la Eurozona, especialmente por lo que se refiere a las líneas de negocio de No Vida y de Vida riesgo. Alemania y España lideran ese crecimiento de la actividad económica en la UEM, aunque en Francia e Italia también se aprecia ya una aceleración de la actividad, lo cual deberá reflejarse positivamente en el desempeño de sus respectivos mercados aseguradores en 2018.

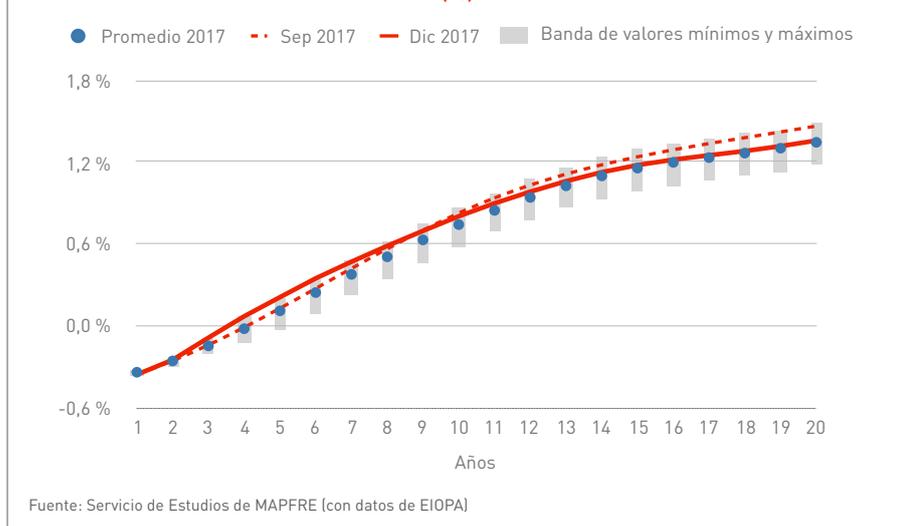
**Gráfica 2.1.1**  
 **Mercados aseguradores: previsiones para los mercados de Vida y No Vida**



Aunque la actividad económica sigue firme, persisten ciertos riesgos que podrían cambiar el escenario. Algunos de ellos son una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, y el eventual, aunque poco probable, resurgimiento del “riesgo de convertibilidad” vinculado a las elecciones italianas y a las negociaciones de la quita griega (que deberán retomarse en 2018). A pesar de la ralentización en el crecimiento económico para el año próximo, el entorno continúa siendo favorable para el desarrollo del mercado de los seguros de No Vida, para los que se mantendrán los crecimientos positivos (en torno al 2,7%).

En cuanto a los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias, el BCE valora los resultados obtenidos en términos de crecimiento económico en la Eurozona, pero dado que la inflación sigue sin acercarse al objetivo ha decidido extender el programa de compra de activos hasta septiembre de 2018, aunque rebajando el ritmo de compras de 60 a 30 millardos de euros. De momento, a pesar de haber anunciado el cronograma de normalización monetaria, todavía no se habla de reducción de balance ni subida de tipos de interés. Se prevé que solo comiencen a verse subidas de tipos una vez se agote el programa de compras y se haya normalizado la tasa de depósitos (segunda mitad de 2019). En las más recientes curvas de tipos de interés libres de riesgo para el euro publicadas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), se observa una curva estabilizada en torno a los valores medios que ha presentado a lo largo del año 2017, con bajos niveles de volatilidad. La perspectiva es que, de momento, los tipos de interés continuarán

**Gráfica 2.1.2**  
 **Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)**



**Recuadro 2.1**  
**Modelo de previsión de la demanda en mercados aseguradores:**  
**consideraciones técnicas**

**Marco conceptual**

Conceptualmente, en la medida en que la demanda de seguros es la demanda de un servicio, y que este tiene como fin mitigar el riesgo financiero de los agentes económicos sobre la renta presente y futura, su dinámica responde a varias teorías fundamentales que afectan a la demanda desde el lado de la renta, el riesgo, el consumo y el ahorro.

Por una parte, la demanda de seguros es consumo y, como tal, es aceptable pensar que se rija por la teoría de la renta permanente (Milton Friedman, 1957). Esta teoría establece que el consumo de las personas viene determinado en una relación estable y proporcional al valor del flujo futuro descontado de sus rentas salarial y no salarial. Así, el agente planifica el consumo y el ahorro de acuerdo a esto. Por este motivo es esperable una relación entre el consumo (de servicios de aseguramiento) con la renta, el coste de capital (tipos de interés) y la inflación, entre otras variables, y siempre condicional a la dotación inicial existente de dicho consumo (en este caso, el nivel de penetración medido como la relación primas/PIB).

Por otra parte, dado que el consumo de servicios de aseguramiento tiene como objetivo reducir las contingencias sobre la renta y la riqueza, se encontraría condicionado por dos paradigmas adicionales. Por un lado, la demanda de seguros busca la completitud de los balances de los agentes, es decir que estos tengan activos que les sirvan para cubrirse ante cualquier estado contingente de la naturaleza (Arrow/Debreau, 1959), a la vez que los agentes serán más proclives a incorporar más de estos servicios de protección según el grado de aversión al riesgo que tengan, lo que intrínsecamente está relacionado con el nivel de renta y riqueza relativa de cada uno de ellos. De esta forma, la aversión al riesgo crece con los niveles de renta y riqueza.

De acuerdo a estos dos principios, la demanda de seguros estará también afectada por la aversión al riesgo per se, por la equidad en la distribución de la renta y la riqueza, por los

precios relativos del seguro frente al resto de los productos y por la tasa de ahorro, entre otros factores.

Estas dos teorías afectan a la demanda de seguros en general como elemento para la cobertura de riesgos y como componente del consumo, afectando con mayor y menor intensidad al negocio de seguro orientado al riesgo (Vida y No Vida) y al seguro puramente orientado al ahorro (aquí asimilado en el negocio de Vida). Este último, además, al ser un instrumento que intenta diluir la volatilidad intertemporal de la renta, se entiende también sujeto a otra ley fundamental: la teoría del ciclo vital (Modigliani, Miller 1966, y más recientemente Blanchard 1985), íntimamente relacionada con la teoría de la renta permanente de Friedman, según la cual el agente trata de estructurar el consumo y el ahorro a lo largo de su vida, en las que depende del crédito cuando es joven al no tener renta, de la renta durante la madurez al ser activo y del ahorro en la vejez. Por lo tanto, la demanda de seguro aparece ligada con la renta, el crédito, la estructura de edades, los costes financieros y la tasa de ahorro.

**Los datos**

Para efecto de las previsiones de la demanda aseguradora incorporadas en este informe, se ha empleado un marco de análisis empírico desarrollado en el Servicio de Estudios de MAPFRE. Este marco de análisis se apoya en dos elementos: (i) una base de datos global, y (ii) un modelo basado en estimación de datos de panel para variables dinámicas (Panel VAR).

La base de datos empleada recoge la dinámica de la demanda aseguradora a través de la tasa de crecimiento de las primas en los segmentos tanto de Vida como de No Vida para el período que va del Q1 1980 al Q4 2016. Los datos de cada ramo se han extraído de diferentes fuentes (Axco, SwissRe y directamente de la información que producen los organismos de supervisión de los diferentes mercados analizados). Los datos se han trimestralizado y se ha validado con los datos provistos por los organismos de supervisión respectivos.

**Recuadro 2.1 (continuación)**  
**Modelo de previsión de la demanda en mercados aseguradores:**  
**consideraciones técnicas**

La base de datos recoge datos de 38 mercados (14 desarrollados y 24 emergentes). En el caso de América Latina, la información se centra en 14 de sus 19 mercados (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Panamá, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela). Con respecto a Europa Emergente, esta se compone de 3 países (Polonia, Rusia y Turquía). Además, el modelo aporta información sobre los mercados asiáticos (Tailandia, Filipinas, Hong Kong y Corea del Sur) y otras economías potenciales de la región emergente (Arabia Saudita y Sudáfrica). Por otro lado, el modelo extiende su muestra a los mercados desarrollados con 8 países de la Unión Europea (Austria, Francia, Alemania, Italia, Malta, Holanda, Portugal y España) y 4 países designados como Resto de desarrollados (Australia, Canadá, Reino Unido y Dinamarca). A esta división regional, se añaden los efectos individuales de los mercados aseguradores de Estados Unidos, Japón y China.

**El modelo**

El marco empleado en el análisis de la dinámica del sector es plenamente consistente con las leyes económicas fundamentales que afectan al sector asegurador. Trata de captar la interacción de las primas de seguros con la renta y la riqueza empleando el producto interior bruto (PIB), la inflación y los tipos de interés de largo plazo, así como fuentes idiosincráticas de variaciones en la renta como puede ser el precio del petróleo.

Para captar los efectos diferenciales que imprime el punto de partida, el modelo también considera el nivel de penetración del seguro en las economías (primas/PIB). Asimismo, el enfoque no es ajeno a la percepción del riesgo y, por lo tanto, se introduce su efecto diferencial a través de la prima de riesgo-país de los mercados emergentes.

Por otra parte, habida cuenta de que la aversión al riesgo y la propensión al ahorro y consumo están ligadas a la distribución de la renta, el modelo se sirve también de los índices de Gini de concentración de riqueza para medir la desigualdad. La tasa de ahorro, el empleo y el crédito son clave para sostener la teoría del ciclo

vital, y se han incluido adicionalmente. Se emplean, además, otras variables estructurales para captar dinámicas particulares. En este caso, se ha incluido también el nivel de educación, la población y la tasa de urbanización.

El modelo empleado se estima mediante datos de panel con efectos fijos para variables dinámicas (Panel VAR). Ha sido necesaria esta metodología porque se requiere capturar particularidades geográficas y dinámicas de diferentes países y regiones, y solo esta metodología lo permite. En este sentido, el modelo es una extensión y mejora del que se encuentra en Dragos (2014), "*Life and Non-life insurance demand: the different effects of influence factors in emerging countries from Europe and Asia*", quien emplea un modelo de datos de panel para mostrar la relación entre ambos negocios aseguradores y el crecimiento de la renta, el nivel urbanización, la educación y la inclusión financiera. Además, las métricas y los resultados de previsión de fuera de la muestra del modelo empleado avalan la robustez de su especificación. El modelo captura dinámicas diferenciales de distintas zonas geográficas mediante la utilización de *dummies*. Las *dummies* empleadas segmentan la base de datos por grupos de mercados desarrollados y emergentes, y dentro de estos últimos distingue entre China, el resto de Asia Emergente, Europa Emergente y América Latina.

En el análisis que se presenta en este informe se comparan los resultados por regiones emergentes, mercados desarrollados y algunos de los países más importantes (véase la Gráfica 2.1.1 y las Tablas B-1 y B-2). El modelo se ha estimado con similares regresores para el modelo No Vida y Vida, aunque se espera que los resultados paramétricos sean diferentes atendiendo a las leyes que rigen el consumo, el riesgo y el ahorro.

Por otra parte, se efectuó una comprobación de que las elasticidades de las diferentes variables al modelo fueran consistentes con la teoría. La elasticidad de la renta recogida aquí por el PIB es positiva y elevada en todas las regiones y en ambos negocios; se comprobó, además, que es levemente superior en aquellas regiones en las que la penetración es menor, como es propio de la convergencia en el sector. La sensibilidad de

**Recuadro 2.1 (continuación)**  
**Modelo de previsión de la demanda en mercados aseguradores:**  
**consideraciones técnicas**

**Elasticidades netas del modelo**

	No Vida								
	Mercados desarrollados	Estados Unidos	Eurozona	España	Mercados emergentes	América Latina	Europa	Asia [ex-China]	China
Constante	0,01				0,31				
PIB [a/a]		0,91	0,78	0,78		0,91	0,55	0,44	0,42
Inflación [a/a]	0,00			0,00	0,00				
Tipos de interés		0,00	0,00	0,00		0,02	-0,10	-0,06	-0,03
Prima de riesgo					-0,03				
Precio Brent	-0,01			-0,01	-0,01				
Productor petróleo					-0,12				
Precio Brent (si petrolífero)					-0,10				
Tasa de ahorro		-0,02	0,00	0,00		0,06	0,16	0,00	-0,15
Índice de Gini		-0,05	-0,04	-0,04		-0,12	-0,03	-0,12	-0,12
Crédito privado	-0,02			-0,02	-0,02				
Tasa de penetración	-0,07			-0,07	-0,07				
Tasa de dependencia	-0,80			-0,80	-0,80				
Tasa de urbanización	0,11			0,11	0,11				
Recaudación impositiva									
Empleo [a/a]	0,41			0,41	0,41				

	Vida								
	Mercados desarrollados	Estados Unidos	Eurozona	España	Mercados emergentes	América Latina	Europa	Asia [ex-China]	China
Constante	0,02				0,42				
PIB [a/a]		1,24	0,68	0,68		0,50	0,69	0,47	1,09
Inflación [a/a]	-0,01			-0,01	-0,01				
Tipos de interés		0,00	0,00	0,00		-0,03	0,01	0,03	-0,04
Prima de riesgo					-0,24				
Precio Brent	-0,01			-0,01	-0,01				
Productor petróleo					0,30				
Precio Brent (si petrolífero)					-0,25				
Tasa de ahorro		0,05	-0,07	-0,07		-0,37	-0,37	-0,21	-0,62
Índice de Gini		-0,04	-0,10	-0,10		-0,26	-0,27	-0,18	-0,24
Crédito privado									
Tasa de penetración	-0,09			-0,09	-0,09				
Tasa de dependencia									
Tasa de urbanización	0,06			0,06	0,06				
Recaudación impositiva	-0,03			-0,03	-0,03				
Empleo [a/a]	0,22			0,22	0,22				

**Recuadro 2.1 (continuación)**  
**Modelo de previsión de la demanda en mercados aseguradores:**  
**consideraciones técnicas**

las primas a la desigualdad es negativa y más acusada en los países emergentes, en donde la distribución de la riqueza es más asimétrica.

Por otra parte, el modelo captura la naturaleza del negocio en cuestión. Por ejemplo, atribuye elasticidades negativas a la contratación del seguro Vida a la tasa de ahorro (puesto que el seguro de Vida ahorro es sustituto del ahorro monetario), y neutro o en algunos casos positivo en el caso del seguro de No Vida (por cuanto que está relacionado con la riqueza de los consumidores y, por lo tanto, su grado de aversión al riesgo proporcionalmente). De la misma manera, la demanda de seguros No Vida (que excluye el seguro de Vida riesgo), es negativamente sensible a la tasa de dependencia por un tema de rentas.

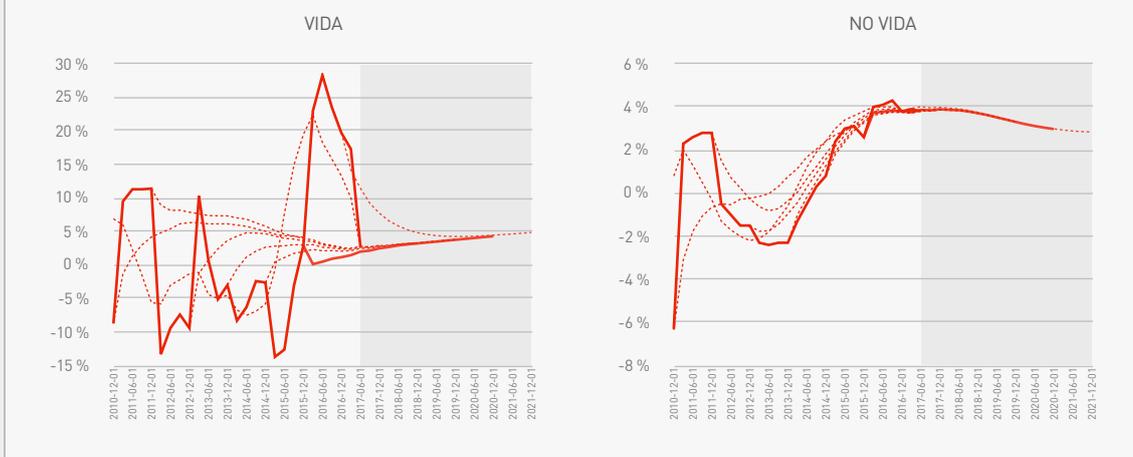
Para analizar la fiabilidad del modelo, se han utilizado varios métodos que evalúan la precisión de los resultados: el estadístico de THEIL y la técnica de Validación Cruzada o Cross-Validation. El estadístico de THEIL mide la capacidad predictiva del modelo fuera de la muestra, comparando los datos observados con las predicciones obtenidas. El valor de dicho índice se encuentra definido entre 0 y 1. Cuanto más próximo esté el índice de 0, mejor será la calidad de las previsiones; por el contrario, si el índice se acerca a la unidad, el modelo propuesto no es adecuado para predecir.

El índice de THEIL utilizado para analizar la calidad de las previsiones del ramo No Vida para los países emergentes y desarrollados, fue de 0.15 y 0.29, respectivamente. Por lo tanto, el modelo es un buen predictor de las primas de los seguros de No Vida para dichas regiones. En cuanto a los seguros de Vida, también se obtienen resultados satisfactorios, con un índice de THEIL de 0.16 para la región emergente.

Por su parte, la técnica de Validación Cruzada o Cross-Validation, consiste en analizar si las previsiones de un periodo conocido se ajustan a las observaciones reales de dicho periodo. Para ello, se representan los resultados en una gráfica para observar los distintos tramos que predicen la senda de las primas de los seguros.

Para el caso de España (tomado aquí para fines de ejemplificación), se observa cómo las previsiones se ajustan a la senda de las primas del ramo de No Vida, proveyendo un modelo para España fiable. En España, las primas de los seguros de No Vida, cerraron el segundo trimestre del 2017 con un crecimiento del 3.8%; se prevé que el crecimiento del año 2018 será del 3.7%. Este tenderá en los cuatro próximos años al 2.8% (como se puede observar en la Gráfica de Validación Cruzada), lo que se correspondería con el crecimiento de largo plazo del consumo nominal.

**España: previsiones fuera de muestra**



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

bajos y los puntos de la curva con vencimientos inferiores a cuatro años continúen presentando valores negativos (véase la Gráfica 2.1.2 que muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2017, así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de septiembre y diciembre de 2017).

Subsistirán, por tanto, los problemas para productos de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales, y para aquellas entidades aseguradoras con carteras de seguros de Vida en sus balances con tipos garantizados altos y descasamiento de flujos respecto de los activos que respaldan las obligaciones derivadas de sus contratos de seguros, cuya posición de solvencia podría continuar erosionándose gradualmente a medida que realizan la reinversión de los flujos de las inversiones de sus carteras. No obstante, la curva de tipos de interés presenta una inclinación positiva con mayores tipos a mayores vencimientos, que puede ser un estímulo para el desarrollo de este tipo de productos, como ocurre en alguno de los mercados de la Eurozona.

### 2.1.3 España

España sigue en la delantera del crecimiento entre de las mayores economías de la Eurozona. Sin embargo, en 2018 se anticipa una desaceleración del crecimiento para situarse en torno al 2,6% (3,1% en 2017), entre otros motivos, por la subida de los precios del petróleo que erosiona la renta disponible, y por el impacto que la inestabilidad política ha tenido en la confianza de inversores y consumidores (efecto estimado de entre -0.2% y -0.5% en el crecimiento).

La confianza de los consumidores e inversores, las condiciones monetarias laxas y la creación de empleo (el paro bajó al 16,4% en el tercer trimestre), han contribuido a la fortaleza de la economía en 2017. Las exportaciones y la inversión son los componentes más dinámicos de la demanda agregada. Es destacable que la inversión residencial está repuntando gracias a la reactivación del crédito hipotecario, así como los flujos de inversión institucional en el mercado inmobiliario. Todos estos factores son positivos para el desarrollo del mercado asegurador para las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo.

Por otro lado, la persistencia del entorno de bajos tipos de interés continúa pesando en el desarrollo de los negocios de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales. Sin embargo, la escasa o nula rentabilidad ofrecida por los depósitos de las instituciones de crédito, que siguen enfrentándose a una facilidad de depósito negativa, está compensando el efecto de los bajos tipos sobre el mercado de seguros de Vida, con la ayuda del repunte de los tipos libres de riesgo en los plazos largos de la curva (véase la Gráfica 2.1.2) y de ciertas ventajas fiscales asociadas a este tipo de productos. Asimismo, la innovación del sector asegurador hacia productos en los que el tomador asume el riesgo de la inversión sigue introduciendo cierto dinamismo en el mercado de productos de Vida ahorro.

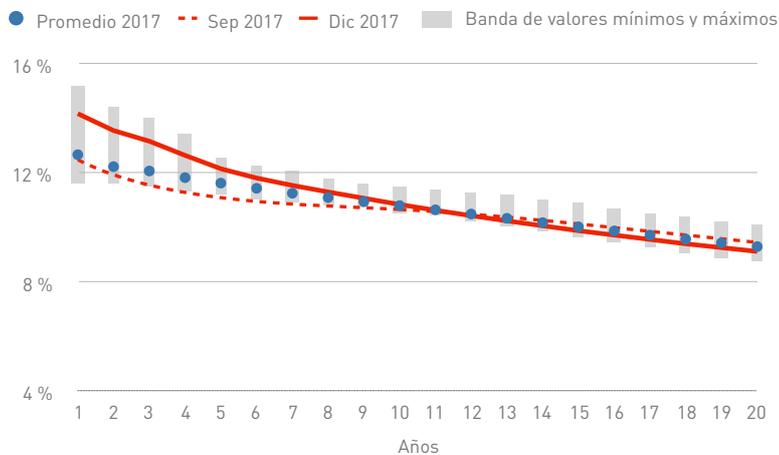
### 2.1.4 Turquía

El crecimiento de la economía turca se ha sostenido gracias a las políticas de estímulos, y particularmente a la provisión de crédito garantizado por parte del Estado, lo que ha mantenido una tasa de crecimiento sostenido del PIB a lo largo del año y, aunque se ha comenzado a percibir una moderada desaceleración, se descuenta un crecimiento del PIB para el conjunto del año por encima del 5%, pudiendo caer a valores en torno al 4% en 2018.

Sin embargo, la economía turca se encuentra bajo presión de los mercados por la pérdida de apetito de los inversores extranjeros por los bonos de ese país, lo cual, entre otros factores, se debe a un complejo contexto político interno, y a un aumento de tensión con la Unión Europea y Estados Unidos (que han llevado a Turquía, en noviembre, a retirarse de maniobras militares conjuntas de la OTAN). En este contexto, la lira turca ha acelerado su tendencia a depreciarse hasta el entorno de 4 TRY/USD, aunque la depreciación se ha corregido recientemente y podría estabilizarse en ese entorno. La inflación se mantiene fuera del objetivo del banco central (que es del 5%), situándose en 12,9% en noviembre.

El entorno económico se traduce, en consecuencia, en un entorno también complejo para las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo. La rigidez en la adaptación de las primas que supone el establecimiento de un sistema de control de precios en el seguro obligatorio del automóvil es

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



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

un problema adicional que puede repercutir en el desempeño técnico de esta línea de negocio. Asimismo, la subida de la inflación, muy por encima del objetivo del banco central (+12,9% frente al 5% objetivo), junto con la posible depreciación de la lira turca, resultará desfavorable por el encarecimiento del coste de los siniestros que conlleva.

Por su parte, la alta volatilidad en el comportamiento de los tipos de interés y, sobre todo, la curva invertida de tipos de interés libres de riesgo para la lira turca es perjudicial para el desarrollo de los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias (véase la Gráfica 2.1.4).

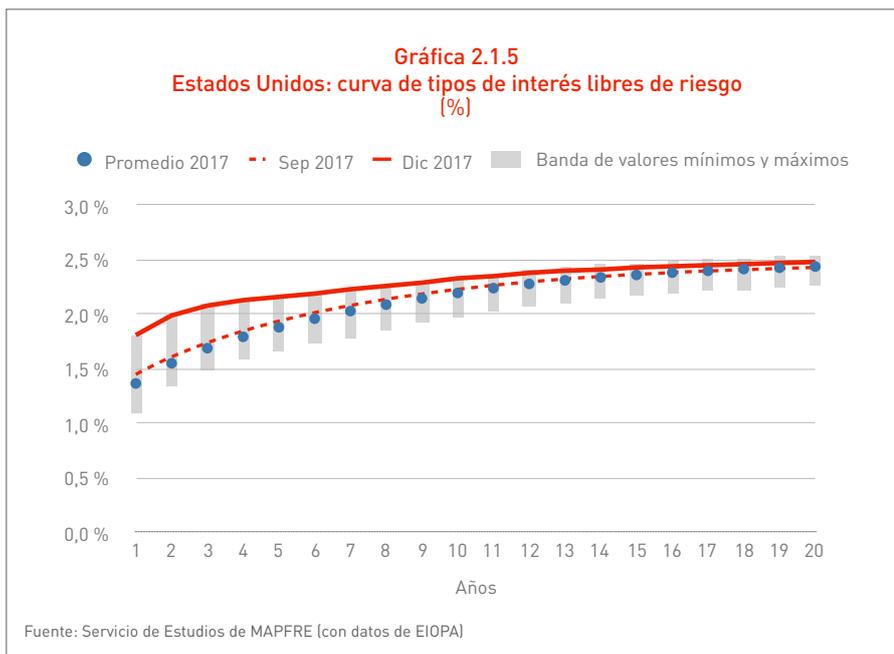
## 2.1.5 Estados Unidos

El crecimiento económico en Estados Unidos para 2018 se estima en un entorno del 2,7%. El crecimiento del PIB del cuarto trimestre de 2017 confirmó la fortaleza de esa economía, lo que permite prever que cerrará el año con un crecimiento del 2,3%, impulsado por el consumo privado y la inversión. El empleo siguió fortaleciéndose (con la tasa de desempleo en el 4,1%), aunque se modera el crecimiento de la masa salarial tanto en términos nominales como reales. En cualquier caso, la visión positiva sobre la actividad económica en los Estados Unidos en 2017 resultará favorable para su negocio asegurador, especialmente por lo que se refiere a los negocios de No Vida y Vida riesgo, fuertemente vinculados al crecimiento económico.

Por otro lado, la política monetaria se está endureciendo a medida que avanza el proceso de normalización que implementa la Reserva Federal, aunque aún es laxa y muestra cautelas relativas a la baja inflación. En su reunión de octubre, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) anunció el importe y cronograma del proceso de normalización del balance de la Reserva Federal que se espera reduzca en una tercera parte los activos en balance (1,3 trillones de USD) durante los próximos tres años a partir de octubre.

Las curvas de tipos de interés libres de riesgo para el dólar estadounidense publicadas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.5) reflejan las últimas subidas de tipos, las cuales se están transmitiendo a los primeros tramos de la curva mostrando la previsible inclinación, aunque en los tramos medios y largos está sufriendo un cierto aplanamiento, no terminando de trasladarse las subidas de tipos de la Reserva Federal a los tipos a largo de la curva. Esta situación podría limitar el desarrollo del negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias, al no permitir ofrecer tipos garantizados en productos de ahorro a largo plazo mayores y mejorar la situación de las entidades en términos del apropiado casamiento de las duraciones en sus carteras.

En tanto se avanza en la subida de tipos de interés y su transmisión a lo largo de la curva como parte del proceso de normalización monetaria en este país, el crecimiento de los negocios en el segmento de Vida podría verse limitado, creando entretanto un entorno menos favorable a pesar del buen comportamiento de la economía estadounidense.



públicas, hacerlas sostenibles y fortalecer su clasificación crediticia. Las reformas más importantes son las del sistema de pensiones y la fiscal, claves para la reducción del déficit y la sostenibilidad de la deuda.

En 2018 habrá elecciones, por lo que no se anticipa ninguna reforma antes de esa fecha. A pesar de ello, la actual administración ha conseguido aprobar otras reformas estructurales que, aunque de menor

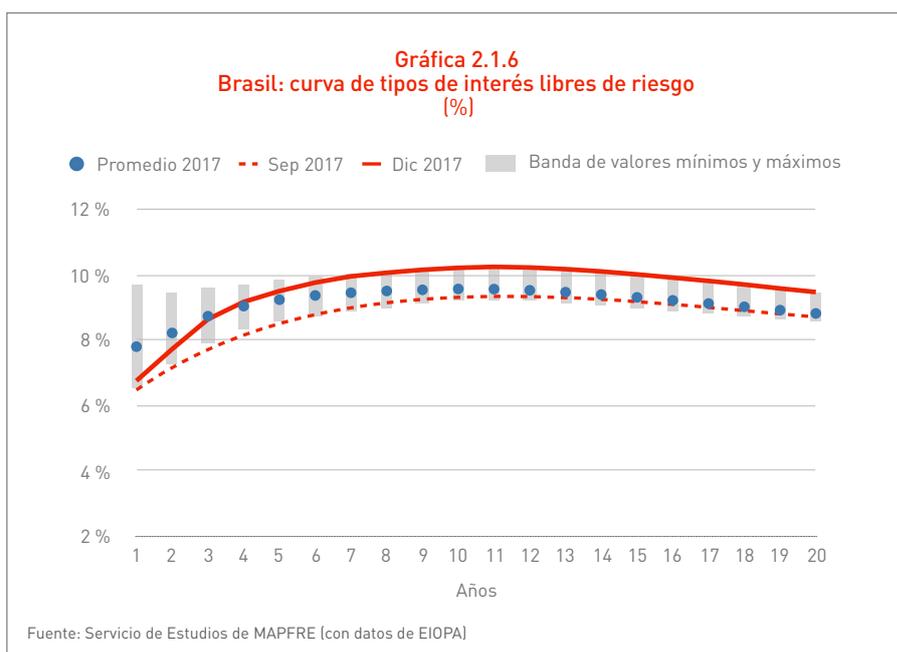
calado, han sido importantes para fortalecer la confianza en el país.

### 2.1.6 Brasil

En Brasil, la previsión de crecimiento económico para 2018 se situaría en torno al 2,5% (1,1% en 2017) apoyado fundamentalmente en un mejor comportamiento del consumo y la inversión. Este entorno, por tanto, será positivo para el desarrollo de los seguros de No Vida y Vida riesgo en 2018, fuertemente vinculados al comportamiento económico, cuyo desempeño técnico se verá también favorecido por la reducción de la inflación, en la medida que será una contención de los gastos derivados de los siniestros. El bajo nivel de penetración del seguro en Brasil hace, además, que la elasticidad del crecimiento de la demanda aseguradora ante el crecimiento económico sea mayor que en otras economías más desarrolladas, por lo que crecimientos débiles o moderados del PIB pueden traducirse en crecimientos mayores de las primas de seguros.

No obstante, la economía brasileña requiere continuar las reformas estructurales para equilibrar las cuentas

Por otra parte, la sostenida reducción de la inflación (situándose en 2,7% interanual en octubre) ha permitido al banco central recortar los tipos de interés siete veces a lo largo de 2017, situando el SELIC (tipo de interés de intervención) en el 7,0% en diciembre. Si la inflación sigue moderándose, se prevé que el banco central mantenga los tipos de interés muy cerca de ese 7% en 2018.



Estos recortes pueden apreciarse claramente en las curvas de tipos de interés libres de riesgo para el real brasileño publicadas por EIOPA, con una curva que gana mucha pendiente positiva en su tramo medio, lo cual es un elemento altamente favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias (véase la Gráfica 2.1.6).

### 2.1.7 México

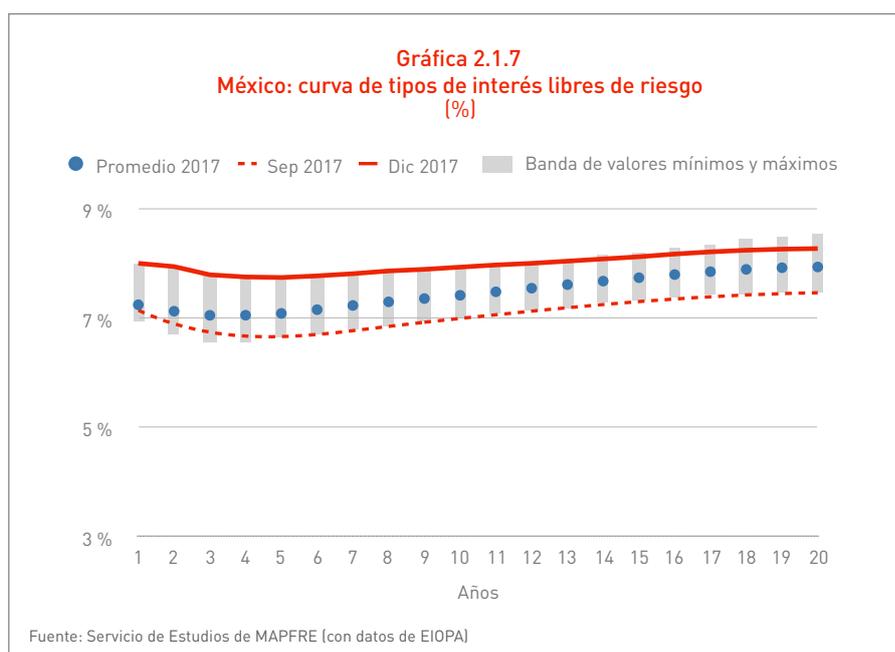
El comportamiento de la economía mexicana en el último semestre lleva a estimar un crecimiento esperado para 2018 en el entorno del 2,4% (similar al previsto para 2017). La economía sufrió una desaceleración en el tercer trimestre a la que contribuyó una contracción en el sector manufacturero (petróleo, construcción y textil) y un aplazamiento de la inversión como consecuencia de la incertidumbre ligada al estancamiento de las negociaciones comerciales con Estados Unidos y Canadá (NAFTA).

A pesar de la ralentización, las estimaciones de crecimiento económico seguirán siendo favorables para el desarrollo del mercado asegurador mexicano, por lo que a los negocios de No Vida y Vida riesgo se refiere. El bajo nivel de penetración de los seguros en México hace, asimismo, que la elasticidad del crecimiento sea mayor que en economías más desarrolladas, permitiendo que crecimientos débiles o moderados del PIB se traduzcan en crecimientos mayores de la demanda de seguros.

Por otra parte, se ha producido una nueva depreciación del peso hasta los 19,0 MXN/USD (frente a los 17,7 del trimestre pasado). Si bien se prevé que el tipo de cambio, en ausencia de nuevos *shocks*, se mantenga en la banda de 18-19 MXN/USD a lo largo de 2018, podría sufrir nuevas depreciaciones según se avance en la conclusión de la negociación del NAFTA y se acerquen las elecciones presidenciales. La in-

flación, por su parte, se sitúa en 6,6% en noviembre (desde los 6,7% en agosto), recogiendo en parte la depreciación del peso, pero también el impacto del ajuste local del precio de la gasolina y la materialización de efectos salariales de segunda ronda. Esto puede perjudicar la rentabilidad de las líneas de negocio de No Vida, por el incremento en los gastos derivados de los siniestros y por el impacto en el coste de los contratos de reaseguro negociados en dólares.

El panorama para el ramo de Vida ahorro y de rentas vitalicias en México podría mejorar dadas las últimas subidas y las expectativas de estabilización de los tipos de interés por parte del Banco de México. Sin embargo, como puede apreciarse en la curvas de tipos de interés libres de riesgo para el peso mexicano publicadas por EIOPA, de momento las subidas de tipos de interés no parecen estar trasladando a los tramos largos de la curva, cuyo tramo medio presenta una ligera pendiente negativa, lo cual podría tener un efecto nocivo en el corto plazo en los referidos negocios, al no permitir ofrecer mayores tipos garantizados en productos de ahorro a largo plazo, así como mejorar la situación de las entidades aseguradoras que operan ese tipo de productos en términos del apropiado casamiento de las duraciones en sus carteras (véase la Gráfica 2.1.7).



### 2.1.8 China

La economía china mantiene su agenda de desaceleración controlada de la actividad económica. La previsión para la economía china es de un crecimiento del PIB en el entorno del 6,3% en 2018 (6,8% en 2017), apoyado en la demanda doméstica por la vía de consumo e inversión, lo que anticipa que se mantenga el entorno económico favorable para el desarrollo del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, muy sensible a la dinámica del crecimiento económico y al consumo de hogares y empresas, en particular.

Este comportamiento se ve impulsado, además, por la aún reducida tasa de penetración del seguro en China, propio 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. Las perspectivas de una inflación moderada (en el entorno del 2,6%) y de leve apreciación de su moneda son también buenas noticias para la evolución futura de los costes de los siniestros a los que tengan que hacer frente las aseguradoras en los próximos meses.

No obstante, el contexto económico caracterizado por el elevado apalancamiento y la previsión del

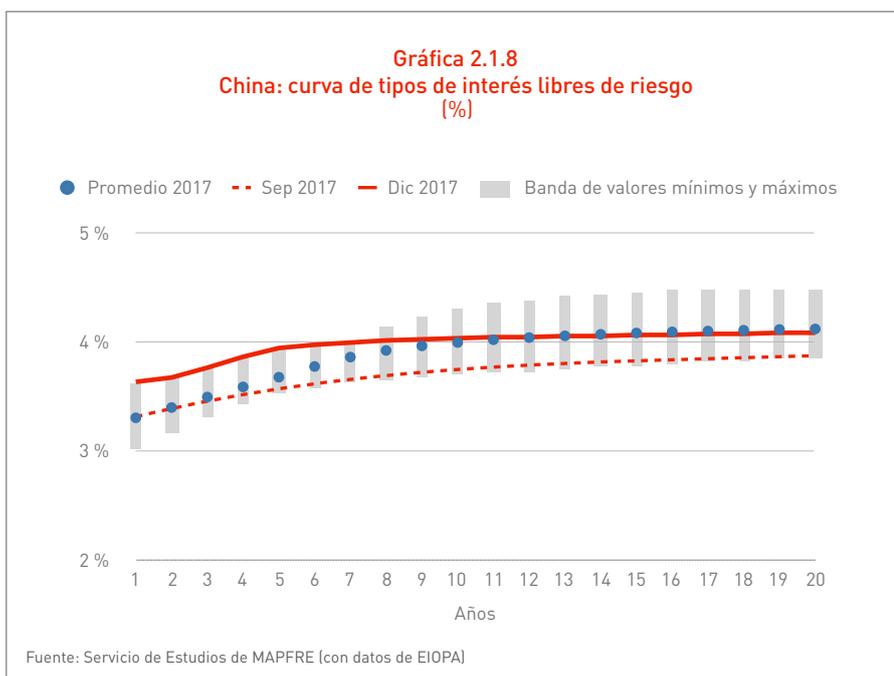
endurecimiento de las condiciones para el acceso a la compra de viviendas, podría compensar en parte las buenas previsiones de desarrollo del mercado asegurador. Este endurecimiento ya se ha empezado a hacer visible con una reducción del crédito inmobiliario destinado a la compra de viviendas en las ciudades grandes. En esa línea, los precios en las ciudades grandes, e incluso en las medianas, se han contraído mientras que los precios en ciudades más pequeñas repuntan.

En cuanto a los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo para el renminbi chino publicadas por EIOPA, se aprecia una pequeña subida de los tipos en los tramos medios de la curva y un ligero aplanamiento en el tramo largo para vencimientos por encima de los ocho años. En cualquier caso, la volatilidad de los tipos es baja y la curva mantiene una cierta pendiente positiva, al menos en su tramo medio, lo cual, junto con la buena dinámica de la economía, constituye un ambiente favorable para el desarrollo de estas líneas de negocio (véase la Gráfica 2.1.8).

### 2.1.9 Reaseguro

En el segundo semestre de 2017 se han producido una serie de catástrofes naturales importantes, entre las que hay que destacar los huracanes Harvey, Irma y María en Norteamérica y el

Caribe, así como los terremotos que tuvieron lugar los pasados 7 y 19 de septiembre en Chiapas y Puebla, en México que, junto con otro tipo de catástrofes como los incendios en California, han impactado en las cuentas de resultados de aseguradores y reaseguradores. Estas catástrofes, sin duda, están teniendo y tendrán un impacto notable no solo en los ratios combinados y rentabilidad de los recursos propios de las reaseguradoras, sino también en la tarifi-



cación de los seguros y las renovaciones de los contratos de reaseguro, en un mercado que ante la ausencia de catástrofes significativas se había vuelto muy competitivo en cuanto a precios (mercado blando). El volumen total de pérdidas por catástrofes naturales y causadas por el hombre ha sido estimado de forma preliminar por Swiss Re en 306 millardos de dólares en 2017 (188 millardos de dólares en 2016). De estas pérdidas, el importe total asegurado estimado asciende a 136 miles de millones de USD, la tercera mayor pérdida de las que tiene registradas esta entidad<sup>12</sup>.

## 2.2 Tendencias regulatorias

### 2.2.1 Tendencias globales

#### El estándar global de capital de la IAIS

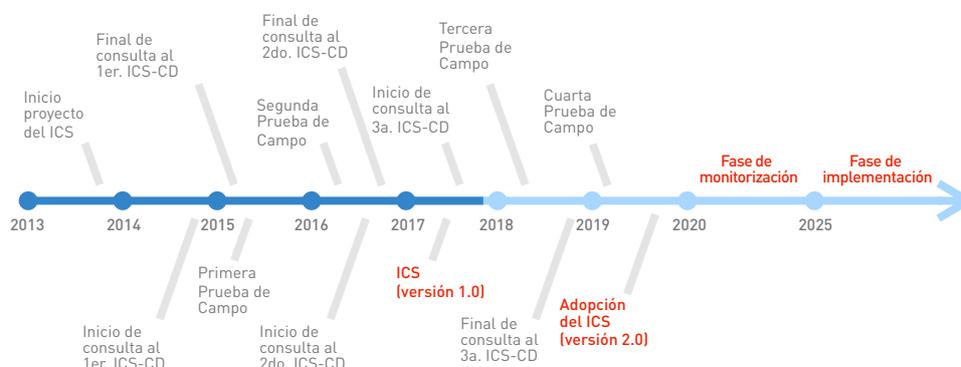
En noviembre de 2017, el Comité Ejecutivo de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) logró un acuerdo sobre un camino unificado para la convergencia hacia un estándar de capital (International Capital Standard, ICS) para los grupos aseguradores internacionalmente activos (ICS Versión 2.0), como paso previo para alcanzar su objetivo último de aplicación de un único estándar global de capital, para el cual todavía no existe una fecha concreta.

Este estándar sería aplicable a los grupos aseguradores internacionalmente activos (Internationally Active Insurance Groups, IAIGs), que tengan un volumen mínimo de actividad internacional, conforme a tres criterios: (i) que cuenten con al menos 50.000 millones de dólares de activos o 10.000 millones de dólares de primas; (ii) que realicen actividades en al menos tres jurisdicciones, y (iii) que al menos un 10% de las primas hayan sido suscritas fuera de la jurisdicción de origen.

La adopción del ICS Version 2.0 (elaborada a partir del ICS Versión 1.0) está programada para finales de 2019 y todavía contiene algunas opciones que serán sometidas a un análisis de campo antes de tomar una decisión definitiva<sup>13</sup>. Tras ser adoptado, su implementación se realizaría en dos fases: una primera fase de monitorización de cinco años que se extendería a lo largo del período 2020-2025, a la que seguiría una fase de implementación a partir de 2026 (véase la Gráfica 2.2-a).

Por último, es importante destacar el anuncio hecho por los miembros del Comité Ejecutivo de la IAIS pertenecientes a los Estados Unidos respecto al desarrollo de un cálculo agregado de capital de grupo para ese país, el cual permitirá analizar, en base a los datos recopilados en la fase de monitorización, si dicho cálculo proporciona resultados comparables a los del ICS<sup>14</sup>.

Gráfica 2.2-a  
Cronograma del ICS de la IAIS



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

### Designación de entidades globalmente sistémicas

El 21 de noviembre de 2017, el Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB) emitió un comunicado para manifestar, tras consultarlo con la IAIS, que ha decidido no publicar una nueva lista de grupos aseguradores sistémicos (Global Systemically Important Insurers, GSIs), de manera que las medidas regulatorias que afectan a estos grupos continuarán aplicándose a las entidades incluidas en la lista publicada en noviembre de 2016<sup>15</sup>.

En este comunicado el FSB anima a la IAIS a seguir trabajando para desarrollar el planteamiento basado en actividades para determinar la condición de entidades sistémicas. En noviembre de 2018, el FSB revisará la situación en función de los progresos realizados, estimando que el nuevo planteamiento puede tener implicaciones significativas en la valoración del riesgo sistémico del sector asegurador y en la identificación de entidades sistémicas.

Así, la lista que continúa vigente en 2018, hasta su revisión en el mes de noviembre, incluye a las siguientes entidades: Aegon N.V., Allianz SE, American International Group, Inc., Aviva plc, AXA S.A., MetLife, Inc., Ping An Insurance (Group) Company of China, Ltd., Prudential Financial, Inc., y Prudential plc.

### Regulación en materia contable: IASB - IFRS 17

En 2018 continuarán los programas previstos por parte del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (International Accounting Standards Board, IASB) para facilitar una adecuada transición para la implementación de la Norma Internacional de Información Financiera 17 sobre contratos de seguros (International Financial Reporting Standard, IFRS 17), que sustituirá a la actual IFRS 4.

Tras más de diez años de trabajo, el 18 de mayo de 2017 el IASB publicó la Norma Internacional de Información Financiera sobre Contratos de Seguros (IFRS 17)<sup>16</sup>, la cual es aplicable para la elaboración de las cuentas consolidadas de 2021 de las entidades aseguradoras cotizadas. En aquellos países que tienen adaptadas sus normas contables nacionales a las IFRS,

también tendrá su impacto a nivel de las cuentas individuales. El coste y el esfuerzo para su implementación serán todavía sustanciales (especialmente para los grupos aseguradores con un componente importante de negocio de seguros de Vida).

Las fechas de aplicación efectiva de la IFRS 17 y de la IFRS 9 (sobre instrumentos financieros) han quedado alineadas en el 1 de enero de 2021 para aquellas entidades aseguradoras que hubieran optado, en su oportunidad, por diferir la aplicación de la IFRS 9. Las entidades que no hubieran diferido la aplicación de dicho estándar, podrán aplicar de forma anticipada la IFRS 17.

Aunque muchos de los mercados de valores relevantes a nivel mundial requieren la aplicación de las IFRS para la presentación de las cuentas consolidadas de sociedades cotizadas o que emitan valores cotizados, todavía existen mercados importantes en los que no resultan de aplicación. El caso más representativo es el de Estados Unidos, en donde las sociedades domésticas deben seguir los estándares de contabilidad locales (US GAAP), que elabora el Consejo de Estándares de Contabilidad Financiera (FASB, por sus siglas en inglés), únicos reconocidos por la *Securities and Exchange Commission* (SEC). Está todavía por definirse si deciden implementar acciones para acercar sus estándares a la nueva IFRS 17, de manera que la información en ambos lados del Atlántico sea plenamente comparable.

En la Unión Europea, para que resulte de obligado cumplimiento a los grandes grupos aseguradores europeos, el estándar IFRS 17 debe ser adoptado mediante Reglamento de la Comisión Europea, publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea, previa consulta al Grupo Consultivo Europeo en materia de Información Financiera (EFRAG, en sus siglas inglesas). El EFRAG tiene previsto emitir su consejo técnico a finales de 2018, pudiendo demorarse a 2019<sup>17</sup>.

### 2.2.2 Estados Unidos

En el mercado de los Estados Unidos, en 2018 podrá realizarse una primera valoración, aún preliminar, sobre el impacto de la entrada en vigor del nuevo estándar contable para la valoración de las obligaciones derivadas de los contratos de seguros, que ha sido asumida ya

por la mayor parte de los Estados, aplicándose por primera vez en 2017. Únicamente los Estados de Alaska, Massachusetts y Nueva York (junto con Puerto Rico) no la han adoptado y continúan bajo el estándar de valoraciones anterior<sup>18</sup>.

El nuevo estándar, que entra en vigor de forma progresiva, podrá introducir dinamismo en los mercados en los que se ha adoptado, en especial por lo que se refiere a los seguros de Vida, dado que el cálculo de provisiones bajo un sistema basado en principios ("principle-based valuation") permitirá ofrecer precios más competitivos, al acercar las provisiones a dotar a una mejor estimación y un margen de riesgo más ajustado que el sistema anterior. Es importante señalar que el nuevo estándar se aplicará solo a la contabilización de las obligaciones de seguros del nuevo negocio, por lo que subsistirán durante un prolongado período carteras antiguas valoradas siguiendo los estándares anteriores<sup>19</sup>.

### 2.2.3 Unión Europea

#### SCR de los grandes grupos europeos

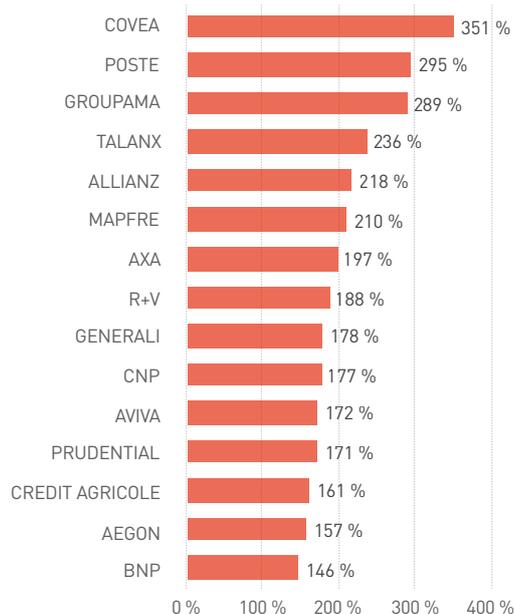
El plazo para la presentación del próximo Informe sobre la Situación Financiera y Solvencia (SFCR) de los grupos aseguradores europeos finaliza en el mes de junio de 2018. El primero de estos informes, desde que se encuentra en vigor Solvencia II, se presentó en el mes de julio de 2017. Los ratios de solvencia publicados por los 15 principales grupos aseguradores de la Unión Europea en su informe de 2017 (referida al ejercicio 2016) se presentan en la Gráfica 2.2-b. En tanto que en la Tabla 2.2-a se muestran las principales cifras declaradas en los distintos SFCR por dichos grupos aseguradores, así como el método de cálculo del capital de solvencia obligatorio (SCR) empleado por cada uno de ellos.

Ninguno de los grupos analizados aplica un modelo interno puro para el cálculo de los requerimientos de solvencia obligatorios (SCR). Como se ilustra en la Tabla 2.2-b, todos los grupos que realizan algún tipo de modelización han optado, con la debida autorización por parte de sus supervisores, por aplicar modelos internos parciales combinando el cálculo de la fórmula estándar para determinados módulos con modelos internos para ciertas categorías de riesgos.

En cuanto a la calidad de los fondos propios admisibles (FPA) de los que dichos grupos aseguradores disponen para cubrir sus requerimientos de capital, a nivel agregado el 84% eran Tier 1 (máxima calidad), el 14% eran Tier 2, y el 2% Tier 3. El detalle para cada uno de ellos se presenta en la Tabla 2.2-c. Otra métrica relevante que revela el perfil en términos de la estructura operativa y financiera de esos grupos aseguradores, es la comparación de los FPA respecto a tres magnitudes relevantes del balance y negocio: activo, provisiones técnicas y primas, la cual se ilustra en la Gráfica 2.2-c.

Una información relevante que incorporan los SFCR de los grupos aseguradores de la Unión Europea es el efecto derivado de las medidas que fueron introducidas en la Directiva de Solvencia II para intentar aliviar el potencial perjuicio para el negocio de productos con garantías a largo plazo que suponía la entrada en vigor del nuevo régimen. Estas medidas consideran la naturaleza de inversores institucionales a largo plazo que tienen este tipo de entidades y sus grupos, los cuales pueden hacer frente a volatilidades exageradas de los mercados financieros sin necesidad de realizar ventas forzadas (ajuste de volatilidad), una

**Gráfica 2.2-b**  
Grupos aseguradores europeos:  
ratio de solvencia, 2016



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Tabla 2.2-a**  
**Grupos aseguradores europeos: principales cifras financieras y de solvencia, 2016**  
(millones de euros)

	Provisiones técnicas	Primas	Fondos propios admisibles	SCR requerido	Ratio de solvencia	Método de cálculo (*)
COVEA	84.866	16.411	21.506	6.135	351 %	SF
POSTE	107.977	19.820	8.063	2.737	295 %	SF
GROUPAMA	74.231	13.128	11.577	4.000	289 %	PIM
TALANX	101.269	31.107	19.676	8.346	236 %	PIM
ALLIANZ	548.030	119.916	75.338	34.580	218 %	PIM
MAPFRE	34.577	22.813	9.616	4.582	210 %	SF
AXA	491.724	93.876	57.905	29.389	197 %	PIM
R+V	73.659	14.573	10.043	5.356	188 %	SF
GENERALI	421.497	67.189	41.308	23.222	178 %	PIM
CNP	361.858	32.526	23.713	13.402	177 %	SF
AVIVA	418.827	30.962	34.720	20.131	172 %	PIM
PRUDENTIAL	256.132	47.440	37.948	22.203	171 %	PIM
CREDIT AGRICOLE	307.300	30.247	21.427	13.303	161 %	SF
AEGON	146.873	24.556	18.119	11.563	157 %	PIM
BNP	173.896	21.117	10.446	7.163	146 %	SF

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

\* Fórmula Estándar (SF); Modelo Interno Parcial (PIM)

adecuada gestión de riesgos activos-pasivos (ajuste por casamiento), así como un régimen transitorio que permite una transición suave hacia los requisitos del nuevo sistema, para los que decidan hacer uso del mismo, aplicable solo a las carteras existentes en el momento de entrada en vigor del sistema (medidas transitorias para las provisiones técnicas).

componentes del SCR, en el primer caso para los grupos que siguen la fórmula estándar, y en el segundo para los que aplican modelos internos parciales. Respecto del impacto de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas y de los impuestos diferidos, es conveniente destacar

El impacto sobre los fondos propios admisibles y sobre el capital de solvencia obligatorio (publicado en el SFCR por cada uno de ellos), de no haber aplicado las referidas medidas, se ilustra en la Gráfica 2.2-d<sup>20</sup>, en tanto que las Tablas 2.2-d y 2.2-e presentan el detalle de las cifras respectivas.

Por último, a fin de ilustrar la composición relativa del SCR para el conjunto de grupos aseguradores analizados, en las Gráficas 2.2-e y 2.2-f se muestra la composición agregada de los distintos módulos y demás

**Tabla 2.2-b**  
**Grupos aseguradores europeos:**  
**cálculo del SCR mediante modelos internos parciales, 2016**

	Mercado	Crédito	Suscripción	Operacional	Otros
GROUPAMA			✓		
TALANX	✓	✓	✓		
ALLIANZ	✓	✓	✓	✓	✓
AXA	✓	✓	✓	✓	✓
GENERALI	✓	✓	✓		
AVIVA	✓	✓	✓	✓	✓
PRUDENTIAL	✓	✓	✓	✓	✓
AEGON	✓	✓	✓		✓

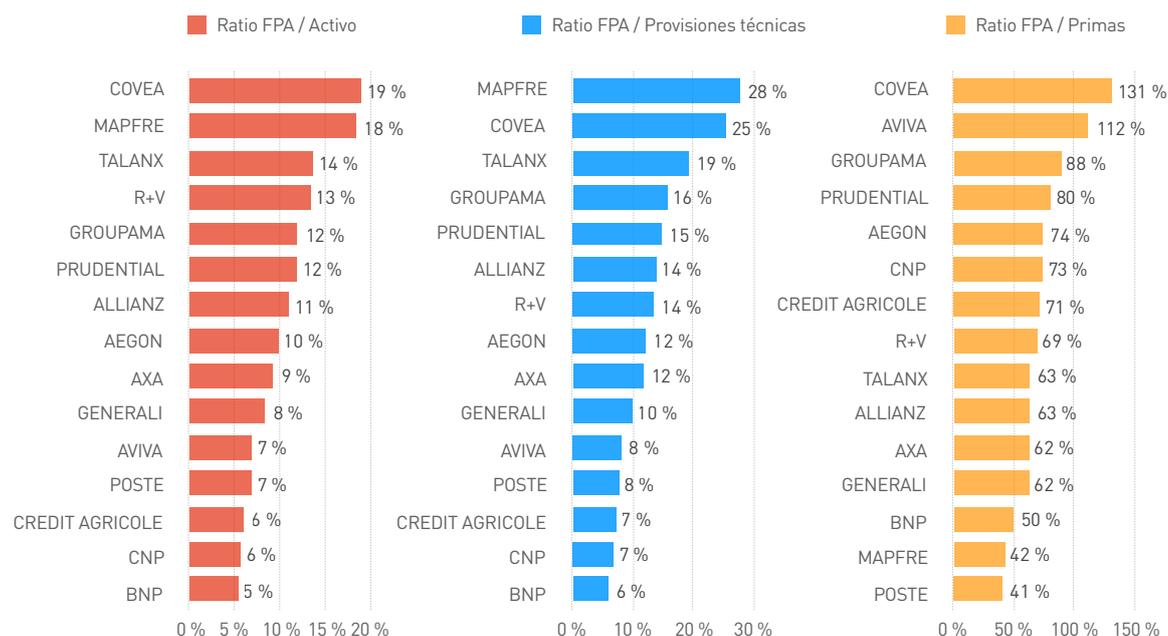
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Tabla 2.2-c**  
**Grupos aseguradores europeos: calidad de los fondos propios admisibles, 2016**  
 (millones de euros y porcentajes)

	Fondos propios admisibles	Tier 1		Tier 1r		Tier 2		Tier 3	
		(monto)	(%)	(monto)	(%)	(monto)	(%)	(monto)	(%)
COVEA	21.505,6	21.453,0	99,8 %	47,0	0,2 %	6,0	0,0 %	-	-
POSTE	8.063,0	7.044,5	87,4 %	-	0,0 %	1.018,4	12,6 %	-	-
GROUPAMA	11.576,9	9.048,7	78,2 %	1.664,5	14,4 %	833,3	7,2 %	30,3	0,3 %
TALANX	19.676,1	17.952,3	91,2 %	383,1	1,9 %	1.340,7	6,8 %	-	-
ALLIANZ	75.337,6	59.768,8	79,3 %	4.747,2	6,3 %	9.456,1	12,6 %	1.365,5	1,8 %
MAPFRE	9.615,6	9.009,1	93,7 %	-	0,0 %	606,5	6,3 %	-	-
AXA	57.905,5	37.306,1	64,4 %	8.173,9	14,1 %	8.889,6	15,4 %	3.535,8	6,1 %
R+V	10.043,4	10.027,7	99,8 %	15,7	0,2 %	-	0,0 %	-	-
GENERALI	41.308,5	32.025,0	77,5 %	3.735,8	9,0 %	5.406,5	13,1 %	141,2	0,3 %
CNP	23.713,2	15.899,7	67,0 %	2.792,6	11,8 %	4.025,5	17,0 %	995,4	4,2 %
AVIVA	34.720,2	22.884,4	65,9 %	3.680,2	10,6 %	7.651,2	22,0 %	504,5	1,5 %
PRUDENTIAL	37.947,8	29.423,2	77,5 %	1.089,5	2,9 %	6.878,9	18,1 %	556,3	1,5 %
CREDIT AGRICOLE	21.426,9	14.522,6	67,8 %	1.990,9	9,3 %	4.889,1	22,8 %	24,3	0,1 %
AEGON	18.119,5	10.655,8	58,8 %	2.517,2	13,9 %	3.308,7	18,3 %	1.637,8	9,0 %
BNP	10.446,1	6.262,0	59,9 %	1.006,4	9,6 %	2.882,6	27,6 %	295,1	2,8 %
<b>TOTAL</b>	<b>401.405,7</b>	<b>303.282,9</b>	<b>75,6 %</b>	<b>31.844,1</b>	<b>7,9 %</b>	<b>57.193,1</b>	<b>14,2 %</b>	<b>9.086,1</b>	<b>2,3 %</b>

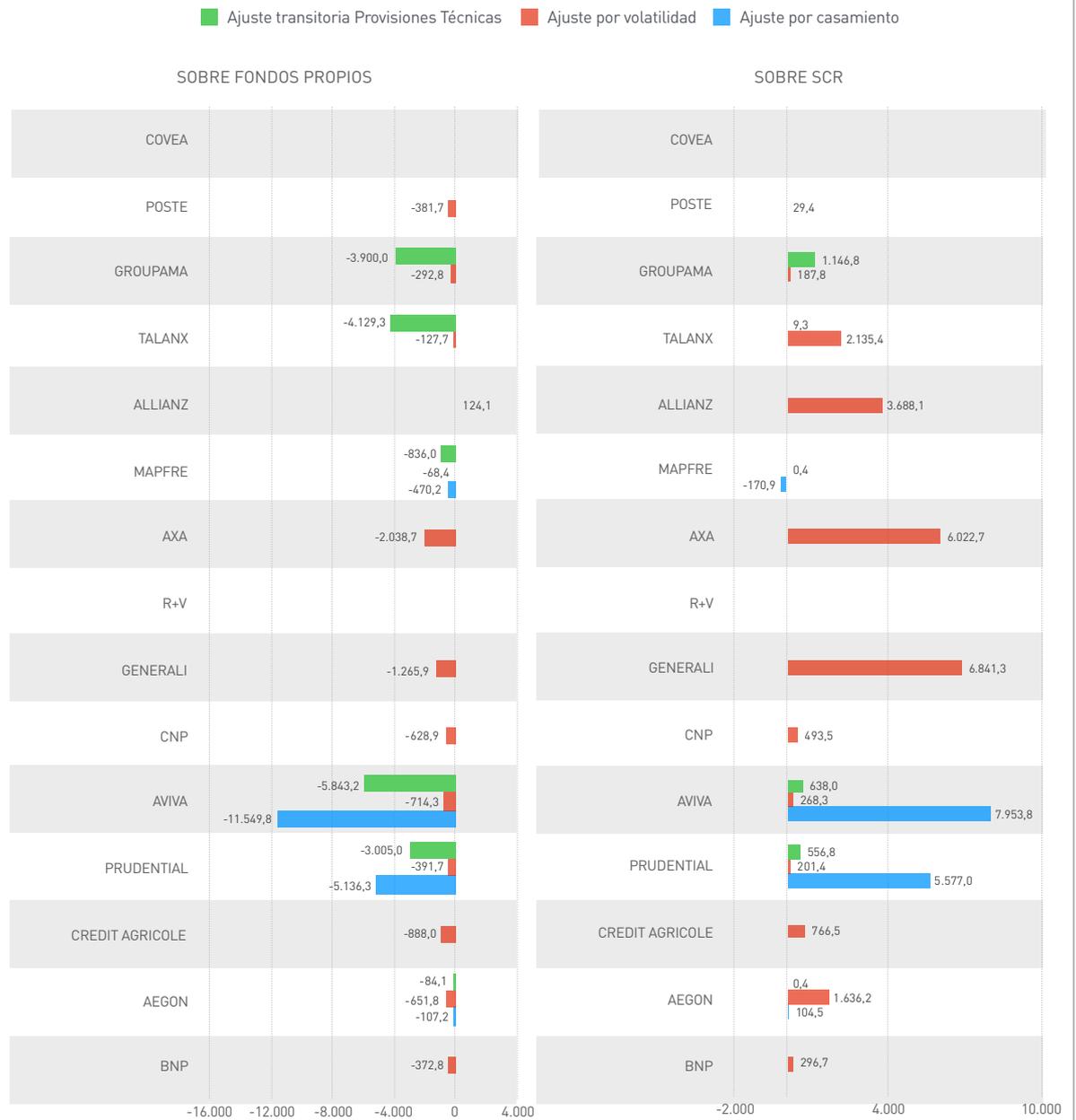
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2-c**  
**Grupos aseguradores europeos: comparativa del importe de los fondos propios admisibles (FPA) en relación con algunas magnitudes relevantes del balance, 2016**



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2-d**  
**Grupos aseguradores europeos: impacto de las medidas transitorias**  
**y de ajuste sobre fondos propios y SCR, 2016**  
**(millones de euros)**



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Tabla 2.2-d**  
**Grupos aseguradores europeos: impacto de las medidas transitorias**  
**y de ajuste sobre fondos propios, 2016**  
(millones de euros)

	Fondos propios admisibles	Impacto en fondos propios por el ajuste transitoria PT	Impacto en fondos propios por el ajuste por volatilidad	Impacto en fondos propios por el ajuste por casamiento
COVEA	21.505,6	-	-	-
POSTE	8.063,0	-	-381,7	-
GROUPAMA	11.576,9	-3.900,0	-292,8	-
TALANX	19.676,1	-4.129,3	-127,7	-
ALLIANZ	75.337,6	-	124,1	-
MAPFRE	9.615,6	-836,0	-68,4	-470,2
AXA	57.905,5	-	-2.038,7	-
R+V	10.043,4	-	-	-
GENERALI	41.308,5	-	-1.265,9	-
CNP	23.713,2	-	-628,9	-
AVIVA	34.720,2	-5.843,2	-714,3	-11.549,8
PRUDENTIAL	37.947,8	-3.005,0	-391,7	-5.136,3
CREDIT AGRICOLE	21.426,9	-	-888,0	-
AEGON	18.119,5	-84,1	-651,8	-107,2
BNP	10.446,1	-	-372,8	-

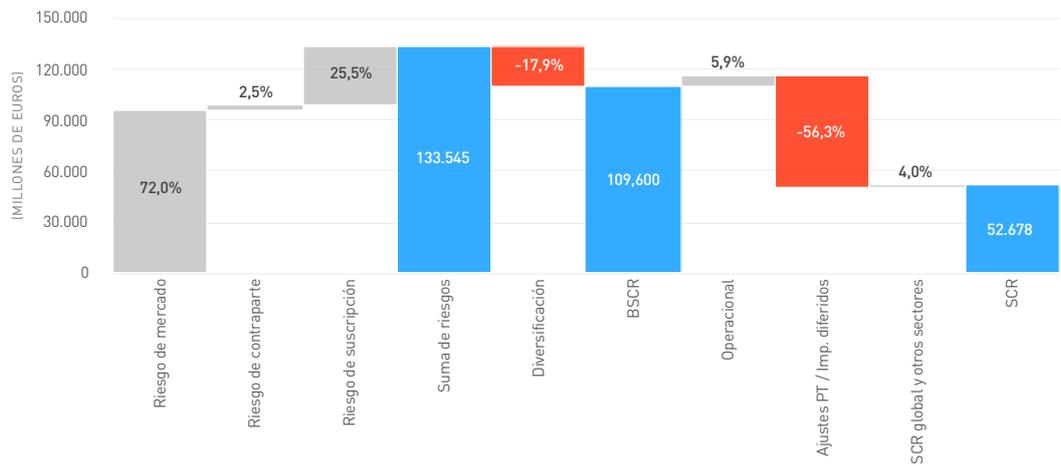
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Tabla 2.2-e**  
**Grupos aseguradores europeos: impacto de las medidas transitorias**  
**y de ajuste sobre el SCR requerido, 2016**  
(millones de euros)

	SCR requerido	Impacto en fondos propios por el ajuste transitoria PT	Impacto en fondos propios por el ajuste por volatilidad	Impacto en fondos propios por el ajuste por casamiento
COVEA	6.135,1	-	-	-
POSTE	2.737,1	-	29,4	-
GROUPAMA	4.000,1	1.146,8	187,8	-
TALANX	8.346,5	9,3	2.135,4	-
ALLIANZ	34.580,2	-	3.688,1	-
MAPFRE	4.582,2	-	0,4	-170,9
AXA	29.389,4	-	6.022,7	-
R+V	5.355,6	-	-	-
GENERALI	23.221,8	-	6.841,3	-
CNP	13.402,2	-	493,5	-
AVIVA	20.131,1	638,0	268,3	7.953,8
PRUDENTIAL	22.202,9	556,8	201,4	5.577,0
CREDIT AGRICOLE	13.303,2	-	766,5	-
AEGON	11.563,2	0,4	1.636,2	104,5
BNP	7.162,7	-	296,7	-

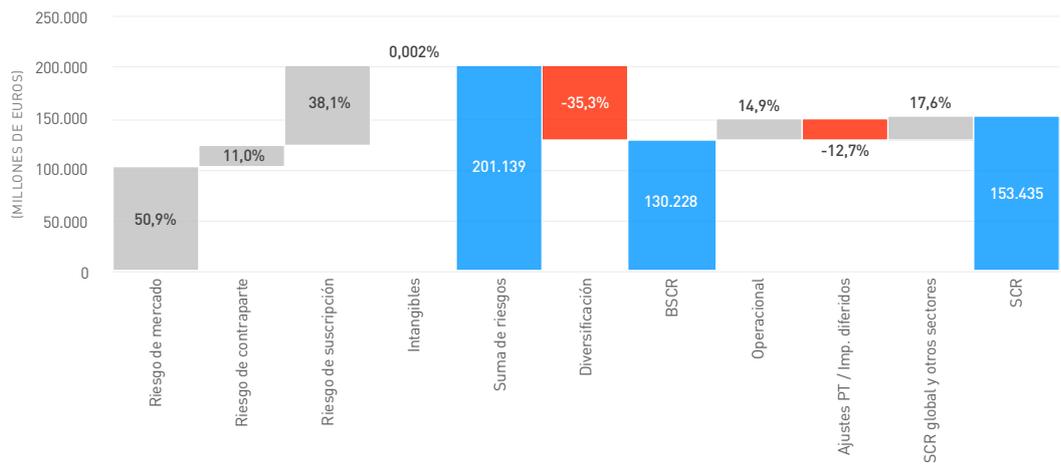
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2-e**  
**Grupos aseguradores europeos: peso relativo de los distintos componentes del SCR**  
**para grupos que emplean la fórmula estándar, 2016**  
 (millones de euros y porcentajes)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2-f**  
**Grupos aseguradores europeos: peso relativo de los distintos componentes del SCR**  
**para grupos que emplean modelos internos parciales, 2016**  
 (millones de euros y porcentajes)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

que en el caso de las entidades que aplican modelos internos está mostrando solo el efecto de los ajustes que han sido modelizados pero no incorporados a otros componentes del SCR.

## Solvencia II

El 5 de enero de 2018 termina el plazo para remitir los comentarios sobre el segundo consejo técnico de EIOPA a la Comisión Europea para la revisión de los parámetros y factores aplicables en el cálculo del capital regulatorio bajo la fórmula estándar en Solvencia II<sup>21</sup>. Este consejo técnico responde a la petición realizada por la Comisión Europea como base para una futura reforma, con el fin de actualizar algunos de los citados parámetros y factores en 2018 e introducir simplificaciones, en su caso. Esta reforma está prevista por el propio Reglamento Delegado (UE) 2015/35 sobre el acceso a la actividad de seguro y reaseguro y su ejercicio.

La propuesta se encuentra en fase de consulta pública y, una vez cerrado el plazo, EIOPA debe analizar todas las respuestas recibidas antes de redactar el consejo definitivo a remitir a la Comisión Europea. En relación a esta solicitud de la Comisión, EIOPA decidió realizar una partición de los asuntos sobre los que se le estaba pidiendo el consejo técnico. Así, el 30 de octubre de 2017 remitió una primera parte en relación a los temas sobre los cuales disponía ya de información suficiente para emitir su consejo<sup>22</sup>.

## Avance del entorno digital

En la séptima conferencia anual de EIOPA celebrada en Fráncfort en el mes de noviembre, esa autoridad puso de manifiesto que la adaptación al entorno digital es un proceso que no solo está afectando a las empresas sino también a las instituciones encargadas de regular el sector. En este sentido, manifestó ser consciente desde hace años de la importancia del cambio de enfoque que se está imponiendo en la industria por lo que se ha decidido darle un carácter estratégico para los próximos años.

Los planes abordarán con mayor intensidad diferentes aspectos del denominado *InsurTech*, nuevos procesos y servicios resultantes de la aplicación de la tecnología de la información a la

actividad aseguradora. Según explicó Gabriel Bernardino, presidente de EIOPA, “el uso creciente de nuevas tecnologías, la digitalización, el *big data* y el aprendizaje automático tienen potencial para alterar significativamente la cadena de valor del seguro, generando nuevas oportunidades para mejorar la experiencia del cliente y reducir costes, pero también produciendo nuevos riesgos”, y de ahí la necesidad de que el supervisor europeo ponga este asunto en su agenda, en particular en la utilización del “*big data*” por parte de las entidades aseguradoras, los riesgos cibernéticos y los enfoques de supervisión aplicados a las áreas de innovación (véase el Recuadro 2.2).

## Distribución de seguros

En 2018 deben finalizar los trabajos relativos a la transposición de la nueva Directiva de distribución de seguros, que entró en vigor en febrero de 2016 y cuya transposición por los Estados Miembros debería finalizar en este año. Al tratarse de una directiva que no es de máxima armonización, puede dar lugar a regímenes diferentes en los distintos países, con el fin de adaptarse a la idiosincrasia de los modelos de distribución existentes en los distintos mercados.

A diferencia de la anterior directiva, se aplica también a la distribución realizada por las propias compañías aseguradoras y a otros actores como las agencias de viajes, compañías de alquiler de vehículos, concesionarios de automóviles, entre otros, por los seguros complementarios vinculados a los productos o servicios vendidos, siempre que el precio de los seguros supere determinadas cuantías, que todavía deben ser establecidas en las normas de transposición. El nuevo régimen podría dar lugar a cambios sustanciales en canales de distribución como puede ser el de bancaseguros y en la cuantía de las sanciones en el caso de incumplimiento de la nueva normativa.

La Comisión Europea ha propuesto retrasar hasta el 1 de octubre de 2018 la implementación de la Directiva y Reglamentos Delegados<sup>23</sup> que completan el nuevo marco aplicable a la distribución de los seguros<sup>24</sup>. La decisión final debe ser tomada aún por el Consejo y el Parlamento Europeos.

**Recuadro 2.2**  
**Entorno de riesgos en 2018 para el sector asegurador**

**Tendencias y riesgos asociados**

Además del entorno económico en que se desarrollará el sector asegurador durante 2018, subsistirá el ambiente de macro-tendencias que reseñamos en nuestro informe correspondiente a 2017<sup>25</sup>. En términos conceptuales, ese entorno de grandes tendencias de negocio implicará también la evolución de ciertos riesgos tradicionales, así como el surgimiento de otros nuevos.

**Riesgos en evolución**

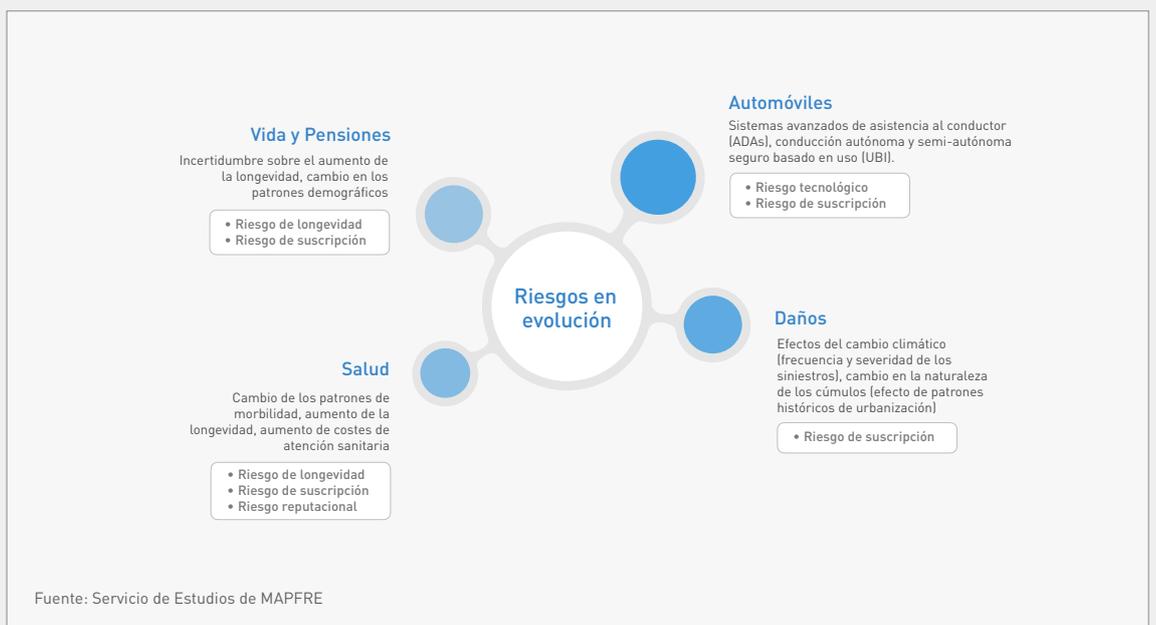
De una parte, hay un conjunto de riesgos asociados a la operación tradicional de la industria aseguradora que proseguirán su rápido proceso de transformación (riesgos en evolución). Entre estos se cuentan los vinculados al seguro de automóviles, por el efecto sobre la siniestralidad y las primas derivado de la gradual proliferación en el uso de sistemas avanzados de asistencia al conductor (ADAs), el mayor empleo de sistemas de conducción autónoma y semi-autónoma, y la demanda de seguros basado en uso (UBI) por parte de ciertos segmentos del mercado. Esta tendencia evolutiva afectará el perfil del riesgo de suscripción en el seguro de automóviles, y colocará en una nueva dimensión a los riesgos

tecnológicos que enfrentarán las entidades aseguradoras especializadas en este ramo de aseguramiento.

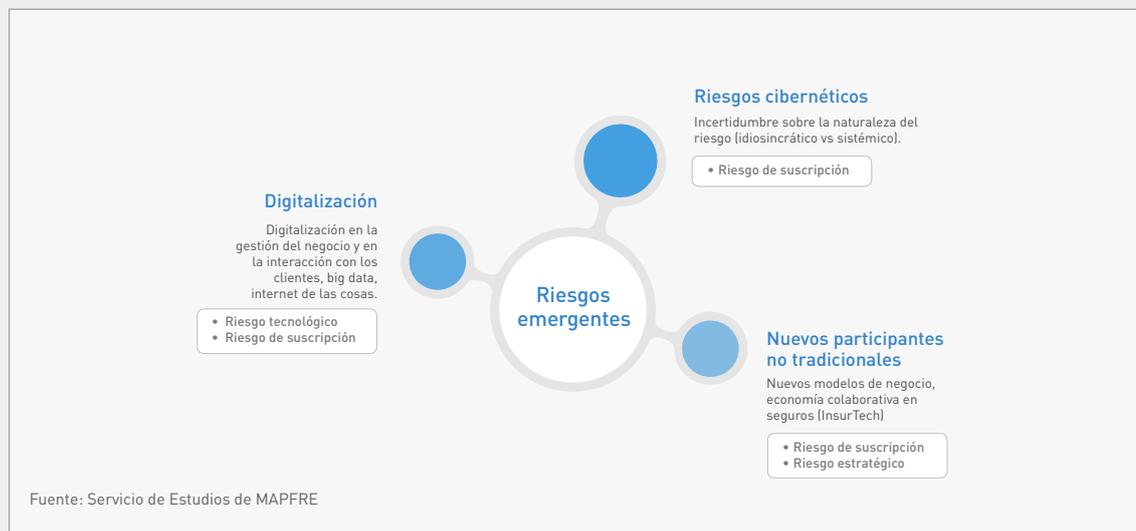
En el caso de los seguros de daños, el efecto del cambio climático sobre la frecuencia y severidad de los siniestros, así como la mutación en la naturaleza de los cúmulos como resultado de los patrones históricos de urbanización, seguirá siendo un factor que afectará el riesgo de suscripción de este tipo de seguros.

Por su parte, en los seguros de salud, los riesgos de suscripción proseguirán su tendencia evolutiva por efecto del cambio en los patrones de morbilidad, el aumento de la longevidad y el incremento de los costes de atención sanitaria provocados por el avance tecnológico aplicado a la atención sanitaria, ampliando así el reto de la industria aseguradora respecto al aumento de la profundización de este tipo de protecciones manteniendo al mismo tiempo su asequibilidad (riesgo reputacional).

Por último, en materia de los seguros de Vida y de pensiones (rentas vitalicias), el aumento de longevidad seguirá transformando la dimensión del riesgo de suscripción de las entidades aseguradoras (positivamente en el caso de los seguros de Vida riesgo, y negativamente en los



### Recuadro 2.2 (continuación) Entorno de riesgos en 2018 para el sector asegurador



ligados a las rentas vitalicias tradicionales), dada la creciente incertidumbre sobre las posibilidades del aumento de la longevidad en el medio y largo plazos, así como por el cambio en los patrones demográficos, especialmente aquellos ligados al fenómeno de las migraciones de ciertas regiones emergentes hacia las sociedades desarrolladas.

#### Riesgos emergentes

Por otra parte, el entorno de riesgos en evolución se complementará en 2018 con el efecto de un conjunto de riesgos emergentes.

Se acepta que un riesgo emergente es aquel que a pesar de ser percibido como significativo para las entidades aseguradoras, ofrece un conocimiento relativamente limitado, no solo respecto a la naturaleza técnica del mismo, sino también en términos del precio para su cobertura, las provisiones técnicas que sería necesario constituir para respaldar el cumplimiento de las prestaciones acordadas en las pólizas de seguro, y el consumo de capital que implicaría. Por ello, los riesgos emergentes pueden tener un impacto muy relevante sobre la industria aseguradora.

En esta categoría se ubican tres tendencias relevantes que seguirán desarrollándose en 2018. En primer término, destacan los riesgos cibernéticos. A pesar de que la demanda por este tipo de protecciones seguirá siendo creciente, persiste la incertidumbre sobre su naturaleza en

términos de si es posible efectuar una compensación de tipo idiosincrático del riesgo cibernético, o si se trata de un riesgo de naturaleza sistémica, lo cual agravaría el riesgo de suscripción para las entidades aseguradoras que incursionen en este tipo de coberturas.

También en esta categoría pueden agruparse los riesgos derivados del denominado entorno de la digitalización. Se trata de una tendencia que seguirá desarrollándose en 2018, pero que implicará también el surgimiento de nuevos riesgos para las entidades aseguradoras, tales como los relacionados con la automatización en la gestión del negocio y en la interacción con los clientes (riesgo operacional), con la utilización masiva de datos mediante las técnicas de "big data" (riesgos de suscripción, tecnológico y legal) y el llamado internet de las cosas (riesgos tecnológico y de suscripción).

Por último, en la categoría de riesgos emergentes puede ubicarse también el surgimiento de nuevos modelos de negocio alrededor de la industria aseguradora tradicional, basados en el principio de la mutualización y en el uso de la economía colaborativa (el llamado *InsurTech*). Esta tendencia conllevará un replanteamiento del riesgo de suscripción y, simultáneamente, del riesgo estratégico que implica para las entidades aseguradoras establecidas la entrada al mercado de un nuevo tipo de participantes no tradicionales.

### **Pensiones privadas y fondos de pensiones: prueba de estrés a las Instituciones de Planes de Pensiones Ocupacionales**

En diciembre de 2017, EIOPA presentó los resultados del estudio de la prueba de estrés a las instituciones (gestoras o empresas directamente) de planes de pensiones ocupacionales (Institutions for Occupational Retirement Provisions, IORP). Esta prueba se hace regularmente para evaluar la fortaleza de estas instituciones ante desarrollos adversos del mercado. El presente análisis toma como referencia el anterior, realizado en 2015, profundizando en la comprensión de los efectos de segunda vuelta de un escenario adverso en la estabilidad financiera y en la economía real. La prueba analiza el impacto del escenario adverso en los planes de prestación definida e híbridos (PD/híbridos) en las aportaciones que deben hacer los promotores (empresas) y en las eventuales reducciones de prestaciones.

Una de las novedades en el análisis de este año ha sido la inclusión de los planes de contribución definida (CD), evaluando el impacto del escenario adverso, reconociendo que en el caso de los planes de CD los compromisos se mueven en línea con los activos, ya que el riesgo de las variaciones es asumido por los partícipes. La prueba de estrés ha sido realizada aplicando el escenario adverso tanto a los balances de los planes de pensiones de cada país como al agregado de todos los miembros, incluyendo el análisis de 19 países (que poseen activos superiores a 500 millones de euros) más Islandia, que participó voluntariamente.

#### *Los escenarios*

El escenario base (o pre-estrés) utiliza los balances del cierre de 2016, reflejando las condiciones actuales del mercado, incluyendo unos precios altos de las acciones con respecto al primer análisis de 2014, y unos niveles de tipos de interés en la renta fija bajos. Los resultados en el análisis en los planes de PD/híbridos mostraron unos niveles de insuficiencia de activos semejantes a la primera prueba de estrés (2014).

El escenario adverso (estresado), simula un choque (caída) en los mercados bursátiles de la Unión Europea, combinado con una caída en los precios de la renta fija (aumento de rendimientos

y de diferenciales) y en otros activos de riesgo, resultando en un deterioro de la situación financiera de las instituciones (IORP's). Se simula aplicando un choque instantáneo al balance existente al 31 diciembre 2016 a los planes PD/híbridos o a los activos en el caso de los planes CD.

#### *Resultados en los planes de Prestación Definida e Híbridos*

Conforme a los resultados de la prueba, las IORP europeas con planes de PD/híbridos tienen, en agregado, en el escenario base una insuficiencia de activos para cubrir sus compromisos por pensiones equivalente al 3% de estos, o sea, tienen una cobertura del 97%, valorado en 49 millardos de euros. En el caso del escenario adverso (estresado), esta cobertura baja al 79%, o sea una insuficiencia del 21% sobre compromisos, valorado en 301 millardos de euros.

La situación financiera y los estándares de valoración varían según los países. La mayor parte de los países valoran los activos a precios de mercado ("mark-to-market"), mientras que las provisiones técnicas (los pasivos) se valoran con tasas de descuento que en muchos casos son insensibles a las variaciones en las condiciones de mercado.

Para poder comparar y presentar un análisis válido para toda la Unión Europea, EIOPA elabora el llamado "balance común". Para ello valora ambos lados del balance con la metodología a precios de mercado ("market-consistent") e incluye todos los mecanismos de garantía (soporte del promotor, esquemas de protección de las pensiones), tipos de prestaciones (incondicional, condicional, discrecional), así como potenciales reducciones en las prestaciones. Esta metodología garantiza una visión de los compromisos por pensiones consistente y transparente. El primer resultado usando esta metodología es que las obligaciones son 16% superiores a las calculadas en base a las metodologías de los países (en base a tasas de descuento fijadas oficialmente en cada país).

El resultado bajo esta metodología, aplicada al balance común de todos los países analizados en el escenario base, muestra un déficit de activos para cubrir las provisiones que asciende al 20% de los compromisos, por un importe valorado en 349 millardos de euros. En el

escenario adverso (estresado), la insuficiencia asciende al 38% de los compromisos por un importe de 702 millardos de euros. La responsabilidad de cubrir este déficit de 38% recae un 24% en el promotor (445 millardos de euros) y un 14% (262 millardos de euros) en los partícipes vía reducción de prestaciones.

#### *Impacto en los promotores y beneficiarios*

Los mecanismos nacionales prudenciales habitualmente permiten que las aportaciones extra de los promotores o las reducciones de prestaciones sean extendidas por largos periodos de tiempo, entre otros motivos para cubrir la posibilidad de una recuperación en los valores de los activos, y este efecto disminuye la sensación de urgencia para cubrir esos déficits.

Este análisis de EIOPA ha comparado el valor de los déficits con el valor de mercado (capitalización) de las empresas promotoras y ha concluido que muchas empresas no podrían hacer frente a la magnitud de las aportaciones que serían necesarias, o por lo menos en su totalidad. Para una cuarta parte de las empresas analizadas, el déficit de pensiones supera el 42% de su capitalización y 66% en el escenario adverso. Adicionalmente, para un 10% de las empresas estas aportaciones ascenderían a 169% y 266% de su capitalización, en uno y otro caso. En el caso de empresas financieras, estos déficits no son tan graves, pero aun así para el 10% de las entidades ascenderían a 28% y 51%, respectivamente, necesitando un escrutinio más pormenorizado dada la mayor propensión de estas entidades a propagar choques en el sistema financiero.

Conforme al análisis de EIOPA, las vulnerabilidades del sector de las pensiones pueden llegar a contagiar a la economía real, en la medida en que los promotores tendrían que hacer aportaciones y, por tanto, limitar sus recursos para crecimiento e inversión con posibles implicaciones negativas en el crecimiento económico y el empleo.

Por otro lado, reducciones significativas en las prestaciones a los beneficiarios podrían tener efectos similares al reducir la renta de los hogares, el consumo y la confianza en el sistema privado de pensiones.

#### *Resultados en los Planes de Contribución Definida*

El sector de los planes de CD representa aproximadamente el 16% de todos los activos de pensiones en Europa. En el escenario adverso, el valor de los activos caería en un 15% respecto al escenario base. Si el escenario adverso persiste, esto reduciría las prestaciones de los partícipes. El informe ha estudiado los impactos en tres diferentes cohortes de edades. El escenario adverso afectaría más a los partícipes más cerca de la jubilación, ya que los más jóvenes tendrían más tiempo de recuperar el nivel de activos. El impacto en la economía real a corto plazo de esta caída en los activos dependería de en qué medida los partícipes (en fase contributiva) alterarían sus decisiones de consumo e inversión.

#### *Efectos de segunda vuelta e impacto en la estabilidad financiera*

El efecto en la estabilidad financiera puede ser directo e indirecto. De acuerdo con el informe de EIOPA, el efecto directo sería la quiebra de una o varias entidades generando un efecto dominó. El sector de instituciones de pensiones no parece tener impacto en la estabilidad financiera de la misma forma o la misma medida que los bancos u otras entidades financieras no bancarias. Por ello, la valoración realizada es que sería un impacto menos relevante. Sin embargo, el análisis indica que los efectos adversos en los promotores (empresas) y los partícipes tendrían efectos indirectos con impacto en la economía real. Ello, además de considerar que las instituciones de pensiones son inversores importantes en los mercados financieros.

## Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	2,6	2,9	1,5	2,3	2,7	1,9
<b>Eurozona</b>	1,4	2,0	1,8	2,4	2,1	1,7
Alemania	1,9	1,5	1,9	2,5	2,4	1,8
Francia	0,6	1,3	1,2	1,4	1,7	1,7
Italia	0,2	0,9	1,1	1,6	1,4	1,0
España	1,4	3,4	3,3	3,1	2,6	2,6
Reino Unido	3,1	2,3	1,8	1,5	1,5	1,6
Japón	0,3	1,4	0,9	1,8	1,7	0,9
<b>Mercados emergentes</b>	4,7	4,3	4,3	4,6	4,9	5,0
<b>América Latina<sup>1</sup></b>	1,2	0,1	-0,9	1,2	1,9	2,4
México	2,8	3,3	2,7	2,3	2,4	2,3
Brasil	0,5	-3,6	-3,4	1,1	2,5	3,3
Argentina	-2,5	2,6	-2,2	2,8	3,5	4,0
<b>Emergentes europeos<sup>2</sup></b>	3,9	4,7	3,1	4,5	3,5	3,3
Turquía	5,3	6,0	3,3	5,8	4,1	3,2
<b>Asia Pacífico<sup>3</sup></b>	6,1	5,9	6,2	6,2	5,8	5,6
China	7,3	6,9	6,7	6,8	6,3	5,9
Indonesia	5,0	4,9	5,0	5,1	5,3	5,1
Filipinas	6,1	6,0	6,9	6,6	6,0	5,9
<b>Mundo</b>	3,6	3,4	3,2	3,6	3,7	3,7

	Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	2,6	2,9	1,5	2,3	1,1	0,1
<b>Eurozona</b>	1,4	2,0	1,8	2,4	1,4	1,3
Alemania	1,9	1,5	1,9	2,5	1,8	1,2
Francia	0,6	1,3	1,2	1,4	1,7	1,7
Italia	0,2	0,9	1,1	1,6	0,7	0,6
España	1,4	3,4	3,3	3,1	1,6	2,2
Reino Unido	3,1	2,3	1,8	1,5	1,0	1,0
Japón	0,3	1,4	0,9	1,8	1,0	-0,1
<b>Mercados emergentes</b>	4,7	4,3	4,3	4,6	4,9	5,0
<b>América Latina<sup>1</sup></b>	1,2	0,1	-0,9	1,2	1,9	2,4
México	2,8	3,3	2,7	2,3	0,4	0,6
Brasil	0,5	-3,6	-3,4	1,1	2,0	2,4
Argentina	-2,5	2,6	-2,2	2,8	3,1	3,5
<b>Emergentes europeos<sup>2</sup></b>	3,9	4,7	3,1	4,5	3,5	3,3
Turquía	5,3	6,0	3,3	5,8	3,6	0,9
<b>Asia Pacífico<sup>3</sup></b>	6,1	5,9	6,2	6,2	4,5	4,1
China	7,3	6,9	6,7	6,8	4,9	4,0
Indonesia	5,0	4,9	5,0	5,1	4,3	3,5
Filipinas	6,1	6,0	6,9	6,6	4,3	4,8
<b>Mundo</b>	3,6	3,4	3,2	3,6	3,7	3,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)

<sup>1</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; <sup>2</sup>Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; <sup>3</sup>Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)  
Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

**Tabla A-2**  
**Escenarios Base y de Riesgo: inflación**  
 (final del periodo, %)

	Escenario Base					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Estados Unidos</b>	1,2	0,4	1,8	2,1	1,9	1,6
<b>Eurozona</b>	0,2	0,2	0,7	1,4	1,7	1,5
Alemania	0,5	0,3	1,1	1,8	2,0	2,1
Francia	0,1	0,3	0,7	1,4	1,3	1,7
Italia	0,1	0,2	0,1	0,9	2,1	1,6
España	-0,5	-0,3	1,0	1,5	1,7	1,5
<b>Reino Unido</b>	0,9	0,1	1,2	3,1	1,9	1,4
<b>Japón</b>	2,5	0,2	0,3	0,3	1,0	1,8
<b>Mercados emergentes</b>	4,7	4,7	4,2	4,5	4,2	4,2
<b>América Latina<sup>1</sup></b>	5,0	6,2	4,6	4,2	3,6	3,5
México	4,2	2,3	3,2	6,5	3,6	3,2
Brasil	6,5	10,4	7,0	2,9	4,4	4,0
Argentina	39,0	24,9	43,5	23,3	18,0	12,4
<b>Emergentes europeos<sup>2</sup></b>	3,4	3,9	4,2	5,7	5,9	5,3
Turquía	8,8	8,2	7,6	12,0	8,8	7,8
<b>Asia Pacífico<sup>3</sup></b>	3,8	2,4	2,6	3,1	3,6	3,3
China	1,5	1,5	2,2	2,1	2,6	2,2
Indonesia	6,5	4,8	3,3	3,7	4,5	4,0
Filipinas	3,6	1,0	2,5	3,4	3,8	3,7
<b>Mundo</b>	2,9	2,9	3,1	3,2	3,2	3,4

	Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Estados Unidos</b>	1,2	0,4	1,8	2,1	2,1	2,1
<b>Eurozona</b>	0,2	0,2	0,7	1,4	1,2	1,0
Alemania	0,5	0,3	1,1	1,8	1,7	1,4
Francia	0,1	0,3	0,7	1,4	1,3	1,7
Italia	0,1	0,2	0,1	0,9	1,5	0,7
España	-0,5	-0,3	1,0	1,5	1,2	1,3
<b>Reino Unido</b>	0,9	0,1	1,2	3,1	1,6	0,8
<b>Japón</b>	2,5	0,2	0,3	0,3	0,4	1,9
<b>Mercados emergentes</b>	4,7	4,7	4,2	4,5	4,2	4,2
<b>América Latina<sup>1</sup></b>	5,0	6,2	4,6	4,2	3,6	3,5
México	4,2	2,3	3,2	6,5	5,7	5,5
Brasil	6,5	10,4	7,0	2,9	4,2	3,9
Argentina	39,0	24,9	43,5	23,3	18,3	12,5
<b>Emergentes europeos<sup>2</sup></b>	3,4	3,9	4,2	5,7	5,9	5,3
Turquía	8,8	8,2	7,6	12,0	8,0	6,8
<b>Asia Pacífico<sup>3</sup></b>	3,8	2,4	2,6	3,1	3,0	3,8
China	1,5	1,5	2,2	2,1	2,8	2,7
Indonesia	6,5	4,8	3,3	3,7	3,8	4,1
Filipinas	3,6	1,0	2,5	3,4	2,6	4,7
<b>Mundo</b>	2,9	2,9	3,1	3,2	3,2	3,4

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)

<sup>1</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; <sup>2</sup>Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; <sup>3</sup>Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)

Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

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

	Escenario Base					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	2,28	2,19	2,13	2,39	2,85	3,06
Eurozona	1,50	1,19	0,92	1,11	1,52	1,81

	Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	2,28	2,19	2,13	2,39	1,15	1,16
Eurozona	1,50	1,19	0,92	1,11	1,18	1,48

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)  
 Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

**Tabla A-4**  
**Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio**  
 (fin de período, %)

	Escenario Base					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
USD-EUR	0,80	0,91	0,93	0,83	0,83	0,83
EUR-USD	1,25	1,10	1,08	1,20	1,20	1,20
GBP-USD	1,58	1,52	1,24	1,33	1,39	1,41
USD-JPY	114,55	121,44	109,45	112,91	114,69	116,33
USD-CNY	6,15	6,39	6,83	6,62	6,45	6,46

	Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
USD-EUR	0,80	0,91	0,93	0,83	0,80	0,81
EUR-USD	1,25	1,10	1,08	1,20	1,24	1,23
GBP-USD	1,58	1,52	1,24	1,33	1,43	1,44
USD-JPY	114,55	121,44	109,45	112,91	110,12	111,57
USD-CNY	6,15	6,39	6,83	6,62	6,51	6,58

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)  
 Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

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

	Escenario Base					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	0,13	0,17	0,42	1,50	2,00	2,50
Eurozona	0,05	0,05	0,00	0,01	0,00	0,00
China	3,53	2,33	2,48	3,04	3,89	3,09

	Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	0,13	0,17	0,42	1,16	0,13	0,13
Eurozona	0,05	0,05	0,00	0,01	0,00	0,00
China	3,53	2,33	2,48	3,04	2,98	2,01

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)  
 Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

## Tablas: previsiones de mercados aseguradores

**Tabla B-1**  
**Mercados aseguradores: previsiones para el mercado de Vida**  
 (%)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Mercados emergentes<sup>1</sup></b>	6,8 %	10,6 %	11,5 %	11,0 %	9,1 %	10,2 %
América Latina <sup>2</sup>	6,1 %	16,1 %	15,6 %	10,7 %	9,5 %	11,6 %
Asia emergente (ex-China) <sup>3</sup>	2,0 %	9,7 %	5,3 %	7,3 %	9,3 %	10,0 %
<b>Mercados desarrollados<sup>4</sup></b>	2,7 %	2,9 %	0,4 %	-3,1 %	3,4 %	2,9 %
Eurozona <sup>5</sup>	2,4 %	0,4 %	-4,2 %	-3,2 %	-1,0 %	1,1 %
Estados Unidos	-0,2 %	5,2 %	3,3 %	4,5 %	7,0 %	7,3 %
Resto de mercados desarrollados <sup>6</sup>	10,5 %	3,2 %	4,2 %	-0,1 %	-0,0 %	0,9 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)  
 Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

1/ Incluye: Argentina, Brasil, Chile, México, Polonia, Rusia, Turquía, Tailandia, Filipinas, Hong Kong y Corea del Sur.

2/ Incluye: Argentina, Brasil, Chile y México.

3/ Incluye: Tailandia, Filipinas, Hong Kong y Corea del Sur.

4/ Incluye: Austria, Francia, Alemania, Italia, Malta, Holanda, Portugal, España, Australia, Canadá, Reino Unido, Estados Unidos y Japón.

5/ Incluye: Austria, Francia, Alemania, Italia, Malta, Holanda, Portugal y España.

6/ Incluye: Australia, Canadá y Reino Unido.

**Tabla B-2**  
**Mercados aseguradores: previsiones para el mercado de No Vida**  
 (%)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Mercados emergentes<sup>1</sup></b>	7,3 %	8,9 %	6,6 %	6,4 %	7,4 %	8,1 %
América Latina <sup>2</sup>	14,4 %	14,4 %	8,5 %	6,0 %	6,7 %	8,0 %
Asia emergente (ex-China) <sup>3</sup>	2,9 %	5,3 %	1,9 %	3,7 %	6,3 %	6,9 %
<b>Mercados desarrollados<sup>4</sup></b>	1,0 %	2,8 %	2,0 %	2,6 %	4,9 %	2,8 %
Eurozona <sup>5</sup>	0,0 %	2,5 %	1,7 %	2,5 %	2,7 %	2,8 %
Estados Unidos	2,0 %	3,8 %	3,8 %	4,5 %	4,0 %	3,5 %
Resto de mercados desarrollados <sup>6</sup>	3,0 %	2,3 %	4,5 %	3,3 %	2,5 %	2,6 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)  
 Fecha de cierre de previsiones: 19 diciembre 2017.

1/ Incluye: Argentina, Brasil, Chile, México, Polonia, Rusia, Turquía, Tailandia, Filipinas, Hong Kong y Corea del Sur.

2/ Incluye: Argentina, Brasil, Chile y México.

3/ Incluye: Tailandia, Filipinas, Hong Kong y Corea del Sur.

4/ Incluye: Austria, Francia, Alemania, Italia, Malta, Holanda, Portugal, España, Australia, Canadá, Reino Unido, Estados Unidos y Japón.

5/ Incluye: Austria, Francia, Alemania, Italia, Malta, Holanda, Portugal y España.

6/ Incluye: Australia, Canadá y Reino Unido.

# Índice de tablas, gráficas y recuadros

## Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	32
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	34
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	36
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	38
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	40
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	42
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	44
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	46
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	48
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	51
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	53
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	55
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	58
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos, 2013-2019 . . . . .	60
Tabla 2.2-a	Grupos aseguradores europeos: principales cifras financieras y de solvencia, 2016 . . . . .	77
Tabla 2.2-b	Grupos aseguradores europeos: cálculo del SCR mediante modelos internos parciales, 2016 . . . . .	77
Tabla 2.2-c	Grupos aseguradores europeos: calidad de los fondos propios admisibles, 2016 . . . . .	78
Tabla 2.2-d	Grupos aseguradores europeos: impacto de las medidas transitorias y de ajuste sobre fondos propios, 2016 . . . . .	80
Tabla 2.2-e	Grupos aseguradores europeos: impacto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR requerido, 2016 . . . . .	80
Tabla A-1	Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto (PIB) . . . . .	87
Tabla A-2	Escenarios Base y de Riesgo: inflación . . . . .	88
Tabla A-3	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años . . . . .	89
Tabla A-4	Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio . . . . .	89
Tabla A-5	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia . . . . .	89
Tabla B-1	Mercados aseguradores: previsiones para el mercado de Vida . . . . .	91
Tabla B-2	Mercados aseguradores: previsiones para el mercado de No Vida . . . . .	91

## Gráficas

Gráfica 1.1-a	Global: previsiones de la inflación (% IPC a/a), 2013-2018 . . . . .	15
Gráfica 1.1-b	Global: previsiones de crecimiento (% PIB a/a), 2013-2018 . . . . .	15
Gráfica 1.1-c	Global: tipos de interés a corto y largo plazos (%), 2009-2018 . . . . .	16
Gráfica 1.1-d	Global: expectativas de inflación (%), 2008-2017 . . . . .	16
Gráfica 1.1-e	Momento cíclico global . . . . .	17
Gráfica 1.1-f	Global: demanda de materias primas y producto, 2015-2017 . . . . .	18
Gráfica 1.1-g	Global: nivel de confianza y comercio, 2015-2017 . . . . .	18
Gráfica 1.1-h	Global: valoraciones y apetito por riesgo, 2008-2017 . . . . .	19
Gráfica 1.1-i	Global: expectativas de la economía digital, 2008-2017 . . . . .	19
Gráfica 1.1-j	Global: pendiente de la curva de tipos de interés (%), 2009-2018 . . . . .	21
Gráfica 1.1-k	Mercados desarrollados: tipo de interés equivalente de la política de expansión del balance (%), 2009-2017 . . . . .	21

Gráfica 1.1-l	Vulnerabilidades y riesgos globales . . . . .	23
Gráfica 1.1-m	Economías seleccionadas: impulso fiscal (cambio proyectado en saldos fiscales) . . . . .	23
Gráfica 1.1-n	Global: demanda de metales, 2006-2017 . . . . .	24
Gráfica 1.1-o	Eurozona: exportaciones de bienes de capital, 2006-2017 . . . . .	24
Gráfica 1.1-p	Estados Unidos: expectativas de la Reserva Federal vs expectativas del mercado, 2015-2020 . . . . .	25
Gráfica 1.1-q	Global: variación de los activos en balance de bancos centrales (% del PIB), 2009-2019 . . . . .	25
Gráfica 1.1-r	G7: curva de Phillips, 1985-2017 . . . . .	26
Gráfica 1.1-s	Interacción entre los ciclos económico y financieros . . . . .	29
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: inflación base y subyacente (% a/a), 2014-2018 . . . . .	31
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: índice (normalizado) de incertidumbre de la política económica, 2009-2017 . . . . .	31
Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	32
Gráfica 1.2.1-d	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	32
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	34
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	34
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: PMI y Euro StoXX, 2015-2017 . . . . .	35
Gráfica 1.2.2-d	Eurozona: condiciones monetarias y expansión cuantitativa (QE), 2007-2019 . . . . .	35
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	36
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	36
Gráfica 1.2.3-c	España: consumo, actividad económica y ahorro, 2007-2017 . . . . .	37
Gráfica 1.2.3-d	España: índice (normalizado) de incertidumbre de la política económica y prima de riesgo, 2013-2017 . . . . .	37
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	38
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	38
Gráfica 1.2.4-c	Alemania: Tasa de paro y crecimiento salarial real, 2010-2017 . . . . .	39
Gráfica 1.2.4-d	Alemania: capacidad utilizada e índice de confianza (PMI manufacturas), 2010-2017 . . . . .	39
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	40
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	40
Gráfica 1.2.5-c	Italia: comparativa de percepción de ruptura del Euro en base al índice SENTIX, 2015-2017 . . . . .	41
Gráfica 1.2.5-d	Italia: índice SENTIX y prima de riesgo, 2015-2017 . . . . .	41
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	42
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	42
Gráfica 1.2.6-c	Reino Unido: precio de activos y riqueza, 2005-2017 . . . . .	43
Gráfica 1.2.6-d	Reino Unido: comportamiento de la inflación, 2006-2017 . . . . .	43
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	44
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	44
Gráfica 1.2.7-c	Japón: deuda pública (% del PIB), 2011-2017 . . . . .	45
Gráfica 1.2.7-d	Japón: impulso fiscal (cambio en el déficit primario), 2011-2017 . . . . .	45
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	46
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	46
Gráfica 1.2.8-c	Turquía: prima de riesgo de la deuda en USD y reservas internacionales, 2010-2017 . . . . .	47
Gráfica 1.2.8-d	Turquía: prima de riesgo (tipo 10 años turco - T-Bill), 2010-2017 . . . . .	47
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	48
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	48
Gráfica 1.2.9-c	México: producción de manufacturas, 2005-2017 . . . . .	49
Gráfica 1.2.9-d	México: tipo de cambio vs USD, 2008-2017 . . . . .	49

Gráfica 1.2.10-a	Brasil: vulnerabilidad externa y tipo de cambio, 2010-2017 . . . . .	50
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: inflación y tipo de intervención (SELIC), 2017-2017 . . . . .	50
Gráfica 1.2.10-c	Brasil: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	51
Gráfica 1.2.10-d	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	51
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: tipo de cambio y riesgo financiero, 2010-2017 . . . . .	52
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: crecimiento de la renta y el consumo, 2017-2017 . . . . .	52
Gráfica 1.2.11-c	Argentina: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	53
Gráfica 1.2.11-d	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	53
Gráfica 1.2.12-a	China: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	55
Gráfica 1.2.12-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	55
Gráfica 1.2.12-c	China: balance primario (% del PIB), 2010-2017 . . . . .	56
Gráfica 1.2.12-d	China: tipo de cambio RMB/USD, 2010-2017 . . . . .	56
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: brecha de financiación, 2011-2017 . . . . .	57
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: inversión y déficit públicos, 2013-2017 . . . . .	57
Gráfica 1.2.13-c	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	58
Gráfica 1.2.13-d	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	58
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: flujo neto de inversión extranjera directa (IED), 2010-2017 . . . . .	59
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: tipo de cambio PHP/USD, 2010-2017 . . . . .	59
Gráfica 1.2.14-c	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	60
Gráfica 1.2.14-d	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	60
Gráfica 2.1.1	Mercados aseguradores: previsiones para los mercados de Vida y No Vida . . . . .	64
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	64
Gráfica 2.1.4	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	70
Gráfica 2.1.5	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	71
Gráfica 2.1.6	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	71
Gráfica 2.1.7	México: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	72
Gráfica 2.1.8	China: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	73
Gráfica 2.2-a	Cronograma del ICS de la IAIS . . . . .	74
Gráfica 2.2-b	Grupos aseguradores europeos: ratio de solvencia, 2016 . . . . .	76
Gráfica 2.2-c	Grupos aseguradores europeos: comparativa del importe de los fondos propios admisibles (FPA) en relación con algunas magnitudes relevantes del balance, 2016 . . . . .	78
Gráfica 2.2-d	Grupos aseguradores europeos: impacto de las medidas transitorias y de ajuste sobre fondos propios y SCR, 2016 . . . . .	79
Gráfica 2.2-e	Grupos aseguradores europeos: peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean la fórmula estándar, 2016 . . . . .	81
Gráfica 2.2-f	Grupos aseguradores europeos: peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean modelos internos parciales, 2016 . . . . .	81

**Recuadros**

Recuadro 1.1-a	Expectativas del precio del petróleo . . . . .	20
Recuadro 1.1-b	Política monetaria: expectativas de inflación y curva de Phillips . . . . .	27
Recuadro 2.1	Modelo de previsión de la demanda en mercados aseguradores: consideraciones técnicas . . . . .	65
Recuadro 2.2	Entorno de riesgos en 2018 para el sector asegurador . . . . .	83

## Referencias

1/ El reciente repunte en los precios del crudo (hasta 68 USD/barril, actualmente) recoge parte de estas tensiones.

2/ Minsky es relevante por su visión de la transmisión de la política monetaria al sector real a través de las correcta/incorrecta transmisión de expectativas del banco central a los mercados.

3/ (H) "Hawkish" favorecedor de una política monetaria que evite excesos de liquidez y recalentamiento y, por lo tanto, proclive a subidas más frecuentes de tipos.

4/ (D) "Dovish" lo contrario que Hawkish.

5/ No solamente el tipo de interés de referencia (1,25-1,50%) se ubica por debajo de la neutralidad (de acuerdo con la regla de Taylor), sino que además el tipo sombra equivalente al que se financia el sistema (que se expresa en el tipo WU-XIA) se encuentra aún por debajo de 0%. La prueba de que las expectativas de política en Estados Unidos han cobrado un sesgo más bajista, se puede apreciar en el hecho de que pese a que el tipo sombra del sistema está (casi pero por debajo) de la zona neutral, y el europeo claramente en terreno negativo (reflejo de la diferencia de *stance* monetario entre ambos), el dólar se ha depreciado de manera generalizada. Concretamente, contra el euro se ubica cerca, aunque depreciado frente a lo que se considera su nivel de equilibrio (1,15 EUR/USD).

6/ Con la visible salvedad de Argentina, Turquía, México y Filipinas; en ese orden.

7/ Hasta el punto que algunos bancos centrales, como la Reserva Federal de los Estados Unidos, se están replanteando la sustitución de este objetivo nominal por alguna alternativa.

8/ *Output gap* (y/o distancia a la tasa de paro estructural) vs inflación.

9/ Tal y como recoge el Banco de Pagos Internacionales (BIS) en su reciente publicación (Borio, BIS, Diciembre 2017), esta relación solamente se constata empíricamente durante la etapa que transcurre entre el final de Bretton Woods (que marca el fin del patrón oro) y la adhesión de las economías centralmente planificadas al orden económico global de mercado que sucede a la caída de la Unión Soviética y al fin de la era Mao en China.

10/ Es partisanas porque requiere posicionarse a un lado de la teoría económica. Los que la defienden no creen que la inflación sea un proceso puramente monetario y, por lo tanto, transitorio, sino que está íntimamente ligada al sector real a través de la política monetaria y el mecanismo de expectativas.

11/ La Comisión Europea y los países de la Eurozona son conscientes de los defectos de diseño de la Unión Monetaria, los cuales podrían poner en riesgo la supervivencia del Euro. Para ello, Alemania y Francia están liderando un proyecto que pasa por una mayor unión fiscal, política, bancaria y regulatoria. Ello pasa, entre otros aspectos, por tener un supervisor bancario común, un mecanismo de resolución bancario único, un fondo de garantía de depósitos, una armonización fiscal, un creciente presupuesto común, y la posibilidad de emitir Eurobonos.

12/ [http://www.swissre.com/media/news\\_releases/nr20171220\\_sigma\\_estimates.html](http://www.swissre.com/media/news_releases/nr20171220_sigma_estimates.html)

13/ ICS Version 1.0: <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-capital-standard//file/67651/ics-version-10-for-extended-field-testing>

Especificaciones técnicas ICS Version 1.0: <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-capital-standard//file/67655/public-2017-field-testing-technical-specifications>

14/ <https://www.iaisweb.org/news/press-release-iais-announces-unified-path-to-convergence-on-ics-version-20>

15/ <http://www.fsb.org/2017/11/review-of-the-list-of-global-systemically-important-insurers-g-siis/>

16/ Anuncio publicación IFRS 17 - IASB

17/ [https://www.efrag.org/Assets/Download?](https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FMeeting%20Documents%2F1606211133536726%2F07.01%20-)

[assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FMeeting%20Documents%2F1606211133536726%2F07.01%20-](https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FMeeting%20Documents%2F1606211133536726%2F07.01%20-)

17/ [https://www.efrag.org/Assets/Download?](https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FMeeting%20Documents%2F1606211133536726%2F07.01%20-%20IFRS%2017%20project%20plan.pdf)

[assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FMeeting%20Documents%2F1606211133536726%2F07.01%20-%20IFRS%2017%20project%20plan.pdf](https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FMeeting%20Documents%2F1606211133536726%2F07.01%20-%20IFRS%2017%20project%20plan.pdf)

18/ <http://www.naic.org/store/free/MDL-820.pdf> y <http://www.naic.org/store/free/MDL-808.pdf> (ver la lista de estados que aparecen al final de la “Standard Valuation Law”, actualizada al segundo trimestre de 2017).

19/ <http://www.naic.org/store/free/MDL-820.pdf>

20/ En el caso de AVIVA y de Prudential se ha tomado el tipo de cambio medio libra/euro de 2016.

21/ [https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/EIOPA-CP-17-006\\_Consultation\\_Paper\\_on\\_Second\\_set\\_of\\_Advice\\_on\\_SII\\_DR\\_Review.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/EIOPA-CP-17-006_Consultation_Paper_on_Second_set_of_Advice_on_SII_DR_Review.pdf)

22/ [https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/EIOPA-BoS-17-280\\_First\\_set\\_of\\_Advice\\_on\\_SII\\_DR\\_Review.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/EIOPA-BoS-17-280_First_set_of_Advice_on_SII_DR_Review.pdf)

23/ [https://ec.europa.eu/info/law/insurance-distribution-directive-2016-97-eu/upcoming\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/insurance-distribution-directive-2016-97-eu/upcoming_en)

24/ [https://ec.europa.eu/info/law/insurance-distribution-directive-2016-97-eu\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/insurance-distribution-directive-2016-97-eu_en)

25/ Véase: Servicio de Estudios de MAPFRE, *Panorama económico y sectorial 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE, enero 2017, pp. 57-59.

## **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 declinan expresamente cualquier responsabilidad con respecto a su precisión, integridad o corrección.

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

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

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

Fundación  
**MAPFRE**

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid

# Fundación **MAPFRE**

---

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid

P.V.P.: 20€

ISBN: 978-84-9844-674-6



9 788498 446746