



Fundación **MAPFRE**

**PANORAMA ECONÓMICO  
Y SECTORIAL 2018:  
PERSPECTIVAS HACIA  
EL TERCER TRIMESTRE**

Servicio de Estudios de MAPFRE



**Panorama económico  
y sectorial 2018:  
perspectivas hacia el  
tercer trimestre**

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

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

- © De los textos:  
Servicio de Estudios de MAPFRE  
Carretera de Pozuelo, 52 - Edificio 1  
28222 Majadahonda Madrid España  
[servicio.estudios@mapfre.com](mailto:servicio.estudios@mapfre.com)
  
- © De esta edición:  
2018, Fundación MAPFRE  
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid  
[www.fundacionmapfre.org](http://www.fundacionmapfre.org)

Julio, 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)

**José Manuel Díaz Lominchar**

**José María Lanzuela**

**Carlos Sebastián Macías Rojas**

**Alba Zahariu Bermejo**

**Markel Zubizarreta**



# Contenido

<b>Resumen ejecutivo</b> .....	9
--------------------------------	---

## **1. Panorama económico**

1.1 El panorama económico global: mismo crecimiento, menos sincronía y más riesgos .....	11
1.1.1 Política monetaria .....	12
1.1.2 Volatilidad de las monedas emergentes .....	12
1.1.3 Riesgos y gobernanza global .....	12
1.1.4 Escalada arancelaria global .....	15
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas .....	20
1.2.1 Estados Unidos .....	20
1.2.2 Eurozona .....	22
1.2.3 España .....	24
1.2.4 Alemania .....	24
1.2.5 Italia .....	27
1.2.6 Reino Unido .....	29
1.2.7 Japón .....	29
1.2.8 Turquía .....	32
1.2.9 México .....	34
1.2.10 Brasil .....	36
1.2.11 Argentina .....	38
1.2.12 China .....	40
1.2.13 Indonesia .....	40
1.2.14 Filipinas .....	43

## **2. Panorama sectorial**

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización y previsiones .....	45
2.1.1 Mercados globales .....	45
2.1.2 Eurozona .....	45
2.1.3 España .....	47
2.1.4 Turquía .....	48
2.1.5 Estados Unidos .....	49
2.1.6 Brasil .....	50
2.1.7 México .....	51
2.1.8 China .....	53
2.2 Tendencias regulatorias: novedades en el trimestre .....	54

<b>Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas</b> .....	65
--	----

<b>Índice de gráficas, tablas y recuadros</b> .....	69
---	----

<b>Referencias</b> .....	73
--------------------------	----





## Resumen ejecutivo

### Panorama económico y sectorial 2018: perspectivas hacia el tercer trimestre

En los inicios de la segunda mitad de 2018 se aprecia la resiliencia del momento cíclico global en el que la actividad económica se mantiene cerca de su potencial con similares contribuciones entre mercados emergentes y desarrollados. La actividad coexiste, además, con los primeros indicios de presión sobre los precios y con leves aunque apreciables cambios en el sesgo monetario global.

El momento cíclico, sin embargo, es más frágil, afronta más riesgos que el trimestre pasado y obliga a pensar no ya en el cambio de ciclo venidero, el cual se da por descontado, sino en la naturaleza y la intensidad en el que este cambio de ciclo puede sobrevenir.

El crecimiento económico global ha perdido sincronía y está liderado fundamentalmente por impulsos de demanda, especialmente en Estados Unidos, que extienden el momento alcanzado a finales de 2017 a costa del de la ampliación de desequilibrios tales como el apalancamiento, la ampliación de los déficits corrientes y fiscal, y la inflación de determinados activos, mientras que otras regiones comienzan a dar síntomas de agotamiento (la Eurozona y, en menor medida, China).

Las diferencias cíclicas también se trasladan a diferencias nominales tanto en el sesgo de la política monetaria como en la dinámica cambiaria

que en general mantiene al dólar eventual y moderadamente fuera de sus fundamentales (sobrepreciado).

La economía de Estados Unidos se consolida como último motor del momento global, pero también como el foco más probable de *shocks* potenciales que podrían transformar nuestro escenario base de desaceleración cíclica global en un escenario de riesgo.

En este sentido, el inicio la volatilidad en la política comercial de Estados Unidos, aunado a las presiones en el precio del crudo, pueden ser un catalizador de un ajuste del crecimiento global, a la vez que crecientes presiones sobre la política monetaria y un dólar más caro pueden endurecer las condiciones financieras globales en perjuicio de los países más dependientes de esa divisa.

Estos mismos países, en especial algunos emergentes, son los que han visto la mayor volatilidad en su tipo de cambio durante esta primera mitad de año, evidenciando el posible catalizador de un *shock* global originado en Estados Unidos pero transmitido a través de la balanza de pagos a sus economías.

En definitiva, se mantiene un momento global aún boyante pero claramente en el final del ciclo, con la economía de Estados Unidos liderando el momento, aunque también contribuyendo a los riesgos globales que pudieran transformar el escenario global en uno marcado por un ajuste brusco.

## Mercados aseguradores

La fortaleza de la actividad económica permite seguir siendo optimistas en cuanto al desarrollo del negocio asegurador a nivel global, si bien la pérdida de sincronía y el aumento de la incertidumbre por parte de algunas economías emergentes (como Argentina, Turquía o Brasil), así como el impacto de la normalización monetaria en los países desarrollados podrían alterar este panorama en los próximos trimestres.

La normalización de la política monetaria y las medidas proteccionistas en los Estados Unidos han aumentado la incertidumbre, pero de momento no han afectado en mayor medida a los mercados y al comercio mundial. El entorno continúa siendo favorable para los segmentos de No Vida y Vida riesgo de la industria aseguradora. Sin embargo, el aplanamiento que está sufriendo la curva de tipos de interés, una subida más abrupta de lo inicialmente previsto y las propias expectativas de subidas de tipos, perjudican al negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias.

Por otro lado, continúan las políticas monetarias todavía laxas por parte de los bancos centrales de la Eurozona y Japón. En estas economías el persistente entorno de tipos de interés continúa siendo un lastre para el desarrollo de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias.

En España, el crecimiento económico estimado para el conjunto del año sufrirá una ligera ralentización respecto al año anterior. No obstante, las expectativas continúan siendo buenas para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo con un consumo que continúa fuerte, apoyado en gran medida por la expansión del crédito. El dinamismo del mercado inmobiliario también favorece el desarrollo de estos segmentos del negocio asegurador.

En cuanto a las grandes tendencias regulatorias, es de destacar que en el mes de mayo la Autoridad Europea de Supervisión de Seguros y Pensiones (EIOPA) publicó las especificaciones técnicas del *stress test* en el que participarán más de cuarenta grupos aseguradores europeos. Los resultados del *stress test* se publicarán previsiblemente para finales de este año.

Por último el 25 de junio de 2018 finalizó el plazo para la presentación del segundo “Informe sobre la Situación Financiera y Solvencia” (*Solvency and Financial Condition Report*, SFCR) de los grupos aseguradores de la Unión Europea. A partir de esa información se presenta en este informe un estudio de los componentes y comportamiento de sus ratios de solvencia en 2017, así como una comparativa respecto a 2016.

# 1. Panorama económico

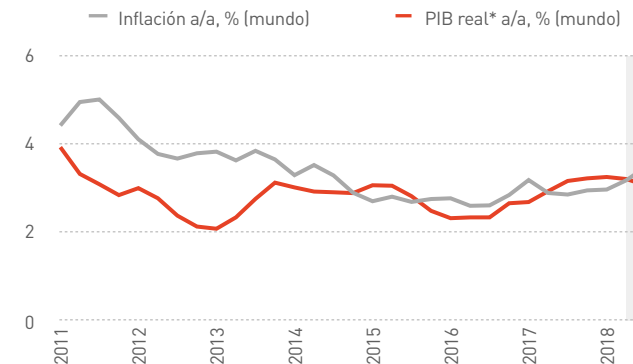
## 1.1 El panorama económico global: mismo crecimiento, menos sincronía y más riesgos

El crecimiento económico global se ha mantenido durante el segundo y tercer trimestre del año, lo que ratifica nuestra previsión en el entorno que se preveía en nuestro último reporte (3,8% a/a) y con similares contribuciones entre mercados desarrollados y emergentes (Gráfica 1.1-a). Este crecimiento de la actividad económica, sin embargo, esconde dos advertencias. La primera, que el crecimiento es menos sincronizado y generalizado y depende peligrosamente de la economía de los Estados Unidos la cual mantiene su pulso del crecimiento a base de estímulos de demanda. Y la segunda, que el crecimiento es más frágil dada la evidencia del próximo y cercano cambio de ciclo en un contexto de crecientes riesgos especialmente vinculados a Estados Unidos.

A nivel global, la actividad económica sigue fuerte, aunque con signos de fatiga. Por una parte, Estados Unidos y China mantienen la senda de crecimiento, mientras que, por otra, cristalizan las señales de desaceleración en Europa en el primer trimestre del año a la par que se hace patente la pérdida de sincronía de crecimiento en el mundo emergente (solo América Latina y los países productores de materias primas aceleran crecimiento).

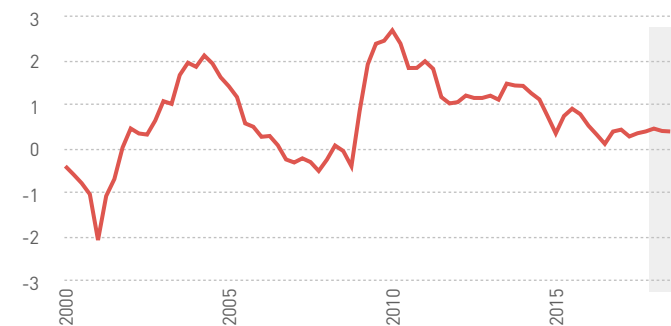
En este contexto, el petróleo superó el nivel de 75 USD/Bbl ante la reducción de inventarios, las sanciones a Irán y los problemas de abasto

Gráfica 1.1-a  
Global: crecimiento e inflación,  
2011-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)  
\* Crecimiento del PIB sin ajuste PPP

Gráfica 1.1-b  
Global: pendiente de la curva de tipos  
(tipo 10y - tipo 3m), 2000-2020



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

en Venezuela. Estados Unidos, por su parte, instó a Arabia Saudita y a Rusia a convenir un incremento de la producción para contrarrestar su efecto. El precio del Brent cerró junio en 79 USD/Bbl, pero no se esperan nuevos incrementos en lo que queda de año.

### 1.1.1 Política monetaria

La menor sincronía en el crecimiento global también se cumple en términos de sesgo monetario, donde destaca el sesgo alcista de Estados Unidos y de una parte de los mercados emergentes con el tono aún acomodaticio de Europa y Japón.

Las expectativas de inflación ahora son al alza, en sintonía con la resiliencia en el incremento del precio del petróleo hasta la fecha, y aunque las inflaciones subyacentes se mantienen por ahora contenidas, es de esperar que tarde o temprano se vean afectadas por los efectos de segunda ronda. En este sentido, la Reserva Federal de Estados Unidos subió los tipos de interés de referencia 25 puntos básicos (pbs) hasta situarlos en el rango de 1,75-2,00%. El mercado espera una subida adicional de tipos en el año, con una probabilidad del 60% de subida en septiembre y/o una en diciembre al 40% (Gráfica 1.1-b). Este factor, añadido al estrés que se observa en algunas economías emergentes, ha hecho que varios bancos centrales suban también tipos de interés (Turquía, Argentina, Indonesia, México), o bien que preventivamente dejen de bajarlos como estaba previsto (Brasil), abundando en esa nueva alineación mencionada antes entre Estados Unidos y ciertos mercados emergentes con sesgo neutral/restrictivo, y la Eurozona, Japón y otros emergentes (Europa y Asia) con un tono laxo/neutral.

El segundo trimestre del año estuvo marcado por la volatilidad política, con efectos nominales considerables sobre las variables financieras y reacciones de política monetaria. Estas reacciones estuvieron protagonizadas por subidas más agresivas de lo previsto en los tipos de interés de referencia en Estados Unidos que fortalecieron al dólar contra el

euro (el tipo de cambio cerró el segundo trimestre por debajo de 1,17), así como contra las monedas de algunos países emergentes cuyos bancos centrales debieron actuar en defensa de su moneda ante los *shocks* domésticos y externos. Incrementos en la prima de riesgo y mayores costes fiscales desplazaron los tipos de interés de mercado en Argentina, Brasil, Turquía e Italia, catalizando la incertidumbre que se cierne sobre estas economías a corto plazo.

### 1.1.2 Volatilidad de las monedas emergentes

En el segundo trimestre de 2018 se han vivido dos ajustes cambiarios severos que han conducido a depreciaciones superiores al 20% y 40% en Turquía y Argentina, respectivamente, marcando una senda diferencial con la tónica de depreciación de las monedas emergentes<sup>1</sup>. La explicación a dichas depreciaciones diferenciales parece radicar en los *shocks* idiosincráticos y en los efectos amplificadores originados por graves desajustes en la Balanza de Pagos de estos dos países que no creemos generalizables al resto de los mercados emergentes (véase el Recuadro 1.1.2).

De manera consistente, los bancos centrales de ambos países (Argentina y Turquía) reaccionaron con subidas agresivas a fin de controlar las salidas de flujos y estabilizar sus monedas. Pese a la severidad del ajuste, la nota positiva es que casi todas las monedas emergentes están ya alineadas con sus fundamentales. El real brasileño perdió cerca de 15% durante el trimestre, en su mayor parte promovido por un efecto contagio de Argentina y no por motivos de incertidumbre política, la cual parecía ya estar descontada.

### 1.1.3 Riesgos y gobernanza global

Estados Unidos se ha consolidado como foco potencial de la mayoría de los *shocks* con alcance global que dominan la lista más probable de hipotéticos escenarios de riesgo futuro. En este sentido:

**Recuadro 1.1.2**  
**Volatilidad cambiaria emergente y Balanza de Pagos**

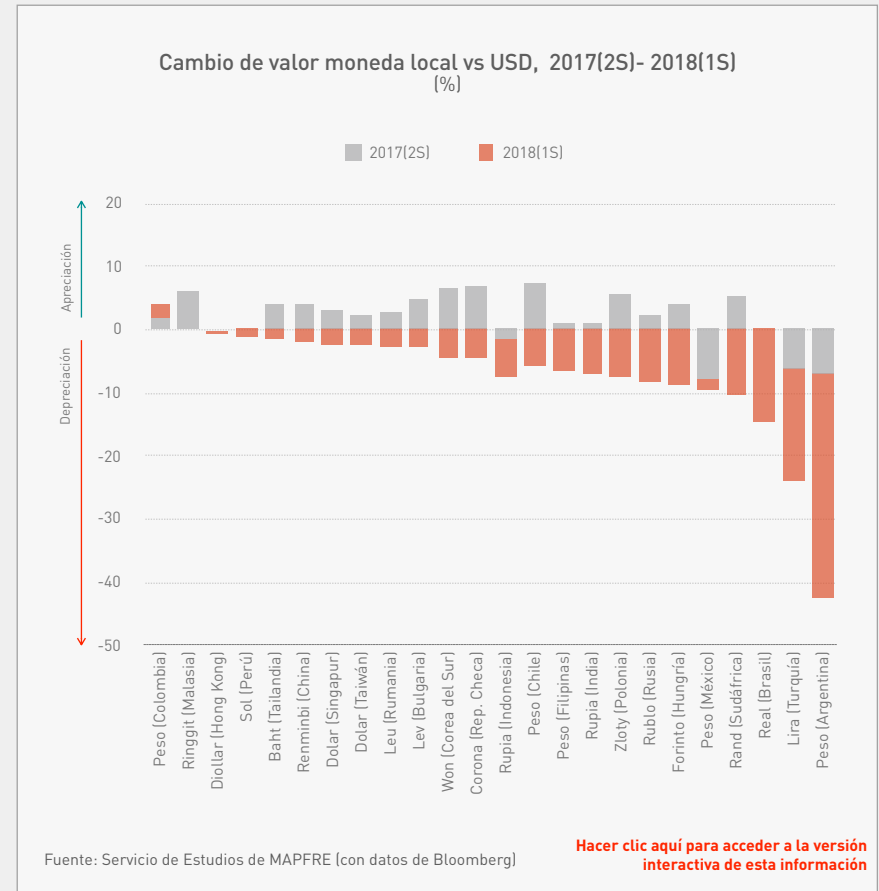
Tras la volatilidad en los tipos de cambio acontecida en los primeros trimestres del año, se ha visto cómo esta ha afectado de manera desigual a los países dependiendo de características propias de cada uno. De manera conjunta, estas particularidades se pueden aunar en tres grandes grupos de países que han sufrido cambios similares en su tipo de cambio.

**1. Países que mantuvieron estable su tipo de cambio e incluso se apreciaron.**

- El tipo de cambio de países asiáticos, así como los de Polonia y Rusia, se han mantenido constantes a lo largo del ciclo.
- Sus aumentos en la productividad han derivado en apreciaciones reales del tipo de cambio.
- Son países con balanzas de pagos saneadas y caracterizadas por: superávits corrientes, exportadores de ahorro, una posición de inversión internacional neta (Net International Investment Position, NIIP) cercana a 0 y con amplia liquidez.

**2. Países que sufrieron leves depreciaciones.**

- A este grupo de países pertenecen la mayoría de monedas de América Latina y de Europa Emergente (excluyendo las de Argentina, Venezuela y Turquía).
- Estos países han sufrido depreciaciones reales de su tipo de cambio por pérdida de productividad e incremento de la inflación, aunque estas no han llegado a sobrepasarse (*overshooting*).



**Recuadro 1.1.2 (conclusión)**  
**Volatilidad cambiaria emergente y Balanza de Pagos**

- Sin embargo, el efecto adverso de la productividad y la liquidez se ve reducido por el buen estado de la balanza de pagos, caracterizada por: déficit cercano al equilibrio, NIIP negativa pero estable y financiación del déficit con flujos estables de inversión extranjera directa.

**3. Países que sufrieron grandes depreciaciones.**

- Este grupo incluye principalmente a países como Argentina y Turquía. Estos países se caracterizan por sufrir una fuerte depreciación real del tipo de cambio coexistente con altos niveles de inflación.
- Esto es así por el efecto del *overshooting*, así como por una balanza de pagos deteriorada: déficit que duplica al de equilibrio, NIIP en caída, financiación del déficit poco estable, erosión de las reservas internacionales y posición crítica de liquidez.

Por lo tanto, si bien es cierto que existen medidas (*Tapering* de la Reserva Federal de los Estados Unidos) que hacen que la depreciación afecte a la mayoría de las monedas de los diferentes países emergentes, el efecto no es homogéneo entre los mismos. Se aprecia cómo factores estructurales, así como la estructura de la balanza de pagos, se tornan claves a la hora de determinar la dinámica de dichos países y de su tipo de cambio.

Tras lo expuesto, es posible anticipar mayores ajustes en monedas emergentes como la argentina y la turca, pero ajustes más limitados en otras monedas como la brasileña y la mexicana.

- a) Ha promovido una vuelta al proteccionismo apoyándose en la espiral tarifaria contra China y Europa, fundamentalmente (véase el Recuadro 1.1.4), lo que hoy representa nuestro escenario alternativo global más probable (aunque no más severo).
- b) Ha tenido una participación sensible en varios eventos geopolíticos y, eventualmente, en la formación de precios de petróleo al haber promovido las sanciones contra Irán, por un lado, y el incremento de la cuota de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), por otro. La volatilidad del precio del petróleo, en consecuencia, se ha multiplicado por 1,5.
- c) Ha introducido la percepción de que la inflación subyacente amerita un sesgo monetario más restrictivo, provocando volatilidad y mayor tensión de las condiciones financieras globales (con la apreciación del dólar y el aumento de los tipos monetarios).
- d) La pendiente de su curva de tipos de interés está virtualmente plana, anticipando el inminente cambio de ciclo global en un contexto en el que es su crecimiento el que mantiene la senda actual (lo que ha conformado nuestro escenario alternativo).

Por otra parte, el riesgo político global no se agota. En Europa, destacó el caso de Italia, donde se ha llegado a conformar un gobierno de corte heterodoxo con la unión entre “5 Estrellas” y “Lega”. Aunque el riesgo de convertibilidad ha remitido ante los compromisos de ambos representantes, aún subsisten incertidumbres y trazos de inestabilidad ante la promesa electoral de aumentar el gasto público (e incumplir con el equilibrio presupuestario). La prima de riesgo de Italia no volvió a los niveles anteriores a las elecciones. Por otra parte, España vio también ampliarse su prima de riesgo durante ese período. No está claro si como síntoma del contagio del riesgo periférico italiano, o como consecuencia de las dudas sobre la viabilidad del gobierno social demócrata que se ha instalado en España tras la moción de censura al gobierno anterior.

De otro lado, el ciclo político continuó en los países emergentes. La coalición que postuló a Andrés Manuel López Obrador en México obtuvo una victoria por amplio margen, lo que previsiblemente le permitirá una mayoría tanto en la Cámara baja como en el Senado. Las elecciones de Turquía fueron una semana antes, entregando al AKP la presidencia y la jefatura de gobierno (en alianza con MHP) hasta el año 2023. En ambos casos, sin embargo, no disponen de mayoría cualificada para reformar por el momento la constitución. Un mes antes, en las elecciones en Colombia, Iván Duque obtuvo la victoria, con lo que se mantiene la senda continuista del Uribismo en el país. Las siguientes elecciones tendrán lugar en Brasil (7 de octubre la primera vuelta, y 28 de ese mes la segunda), en donde sigue habiendo incertidumbre en torno a los posibles candidatos.

### 1.1.4 Escalada arancelaria global

A lo largo de las últimas semanas, se ha vivido una nueva ola de imposiciones administrativas y arancelarias que se suman a la batería de las restricciones al comercio internacional acumuladas desde finales del año 2016<sup>2</sup>.

Tras el anuncio no oficial (vía Twitter, 11/07/2018) de la administración Trump respecto a la imposición de tarifas a partir de septiembre, y de la respuesta de China y de las nuevas medidas adicionales por parte de Estados Unidos (véase el Recuadro 1.1.4), los mercados han reaccionado como era de esperar al mensaje del potencial coste de la medida (entre 0,5% y 1,75% del PIB mundial acumulado hasta el año 2020<sup>3</sup> y una reducción del comercio global acumulado ligeramente inferior a 4%, según estimaciones de consenso). Así, se ha presenciado:

- a) Un aplanamiento más pronunciado de la curva global de tipos de interés que ha perdido más de 100 pbs desde finales de 2016, acelerándose durante los últimos meses abundando en la señal recesiva que podría llegar a leerse si la curva se invirtiese.

- b) Un dólar 5% más fuerte frente al euro en el largo plazo; mucho más de lo que se pensaba antes de la escalada arancelaria.
- c) Un incremento del precio del acero y el aluminio en el mercado de derivados de materias primas que indudablemente se trasladará a la inflación global (primeras cotizaciones del precio de aluminio a dos años vista de un 21% más caro).

No sin reconocer que esto supone una reversión de los logros del orden económico mundial de la globalización que no será gratuita en términos de crecimiento, inflación y distribución de renta en el medio y largo plazos, los efectos a corto plazo son inciertos, asimétricos y, en todo caso, supeditados a determinadas condiciones de partida de cada país. Una sola conclusión de corto plazo puede establecerse de la escalada arancelaria: en términos de costes, afectará a China y beneficiará a Estados Unidos. De lo contrario, no se implementaría.

Estas medidas deben verse en el contexto de la articulación del resto de las medidas de política económica (fiscal, financiero y comercial) de Estados Unidos, dada su complementariedad. Los costes para el resto de los países dependerán de dos factores clave para exacerbar o diluir el efecto transitorio de un *shock* como este: (i) el grado de exención de sus socios estratégicos<sup>4</sup> (*v.gr.*, las exenciones temporales dispuestas para México y Canadá<sup>5</sup>), y (ii) el resultado de cada situación macroeconómica particular.

Un análisis de estos efectos, resulta pertinente. En primer término, es importante destacar que se acepta que los aranceles tienen ciertos efectos sobre la economía:

- a) Afectan el nivel de actividad, la renta y el crecimiento. Los aranceles aumentan los costes de importación y con ellos la inflación. Esto se suma a la reducción *per se* de la renta disponible real, así como del consumo y de la inversión.

**Recuadro 1.1.4**  
**Medidas arancelarias planeadas en el ámbito internacional**

**Síntesis de medidas**

- **Estados Unidos:** A principios del 2018, la administración Trump establece aranceles del 25 % a las importaciones de acero y del 10% sobre el aluminio a países como China, Rusia, India, Japón y Turquía. A finales de mayo, la medida se extendió a la Unión Europea, Canadá y México, que en un principio estaban exentos.
- **China contraataca:** El gobierno chino impone aranceles a las importaciones estadounidenses por alrededor de 3.000 millones de dólares.
- **Más aranceles por parte de Estados Unidos:** Nuevos aranceles del 10% a productos importados de China por valor de 200.000 millones de dólares, y aranceles del 25% contra productos tecnológicos procedentes de China por valor de 50.000 millones de dólares.
- **India:** A partir del 4 de agosto planea introducir aranceles en un total de 30 productos de procedencia estadounidense por valor de 240 millones de dólares.
- **Turquía:** Prevé imponer tarifas por valor de 267 millones de dólares a productos de Estados Unidos.
- **Unión Europea:** La Unión Europea (UE) impuso aranceles por valor de 2.800 millones de euros a una lista de productos procedentes de Estados Unidos. Se aplicará un arancel del 25% a todos los productos.
- **Rusia:** Introducirá “medidas compensatorias” de respuesta contra los productos estadounidenses con un valor estimado de 537,6 millones de dólares.

- **Japón:** Informó a la Organización Mundial de Comercio (OMC) de que podría imponer tarifas a los productos estadounidenses por un valor de 451 millones de dólares.
- **Canadá:** Impone aranceles a bienes de Estados Unidos por valor de 16.600 millones de dólares canadienses (12.500 millones de dólares).
- **México:** Impuso aranceles a la importación de productos agropecuarios y materiales hechos con acero procedentes de Estados Unidos.

**Pormenorización de costes de la escalada arancelaria global por país**

**China**

Debido a la actual guerra comercial, se prevé que el PIB de China se reduzca un 0,7% de aquí a 2020. Estados Unidos sólo representa alrededor del 20% de las exportaciones de China; las exportaciones de China al resto del mundo no se verán afectadas.

China tiene una estrategia plasmada en documentos como “Made in China 2025”, de avanzar hacia la frontera tecnológica donde puedan competir con Honda, Hyundai, Boeing y Airbus. Pero hay dudas de lo que ocurrirá con la aplicación de los aranceles por dos razones:

- Como Estados Unidos no tiene el monopolio de la tecnología, China la podrá seguir aprovechando las oportunidades de transferencia de tecnología de otros países, especialmente las avanzadas capacidades de fabricación de Corea del Sur, Taiwán y Japón.
- El compromiso comercial de Estados Unidos en China es vasto y



**Recuadro 1.1.4 (conclusión)**  
**Medidas arancelarias planeadas en el ámbito internacional**

multifacético. Las empresas estadounidenses seguirán buscando oportunidades para aprovechar la demanda china y pagar un precio por la transferencia de tecnología.

**Estados Unidos**

Las importaciones de acero y aluminio totalizaron alrededor de 75 millardos de dólares en 2017, menos del 3% de las importaciones totales de bienes y servicios. Un aumento del precio del 25% en los precios del acero y del 10% en el aluminio, empujaría los precios a niveles de mediados de 2008, un período en el que los precios al productor se estaban acelerando hacia un pico de 4.5% en comparación con casi el 2% al inicio de 2018. Si las tarifas actuales (que incluyen paneles solares, lavadores, aluminio y acero) siguen siendo limitadas, entonces las consecuencias económicas adversas serán pequeñas y manejables. Las tarifas no han afectado sustancialmente a las empresas estadounidenses, muchas de ellas aumentaron su producción nacional, y los empleos no se vieron afectados en gran medida.

**Europa**

El acero de la UE destinado a los Estados Unidos representa menos del 0,1% del PIB del bloque comercial y ninguna economía dentro de la UE tiene una exposición superior al 0,3%. Las menores exportaciones a los Estados Unidos tampoco afectarán al PIB uno a uno. Las importaciones de hierro serán menores, se podrán encontrar mercados alternativos y algunos productos estarán altamente especializados, lo que significa que una parte de los compradores estadounidenses tendrá que pagar el precio más alto. Las exportaciones de aluminio representan menos del 0,01% del PIB de la región. Se estima que si Estados Unidos toma medidas para aumentar los costos de importación en un 10% y el resto del mundo responde en especie, el PIB de Europa podría ser un 0,2% más bajo para el 2020.

**México**

Los aranceles proteccionistas de los Estados Unidos han tenido poco impacto en las exportaciones mexicanas, que continúan beneficiándose de la fuerte demanda estadounidense y la debilidad del peso. Lo que las medidas sí han provocado es un aumento de la incertidumbre sobre el futuro de las relaciones bilaterales, y eso está pesando sobre la inversión y el crecimiento. Algunas compañías locales y extranjeras han decidido reducir, retrasar o cancelar sus planes de inversión mientras se determina el futuro de las relaciones bilaterales entre los Estados Unidos y México. La inversión privada en maquinaria y equipos de transporte se ha reducido. Además, el Banco de México ha implementado políticas monetarias y fiscales más restrictivas para limitar los riesgos y volatilidad de los posibles cambios. La inversión privada en México se ha beneficiado históricamente de un crecimiento económico más fuerte en los Estados Unidos.

**Japón**

Una guerra comercial dañaría, pero probablemente no sería desastrosa para la economía de Japón. Se reduciría 0.2 puntos porcentuales (pp) del crecimiento este año y 0.3 pp en 2019, con un impacto total de 0.6% del PIB para 2020, principalmente a través del efecto en las cadenas de suministro globales ya que un arancel de los Estados Unidos sobre el acero japonés puede afectar a las empresas individuales, pero el efecto a nivel macro probablemente sea insignificante. La participación de Estados Unidos en los envíos de acero de Japón fue solo del 5%; en cambio, las exportaciones de acero de Japón a Tailandia y México se duplicó en 2017. Eso sugiere que el riesgo para la industria siderúrgica de Japón por la aplicación de los aranceles estadounidenses se centra en la demanda de la cadena de suministro, más que en la demanda de los propios Estados Unidos.

- b) Distorsionan la política monetaria, creando incentivos a endurecerla sin que existan factores de demanda que lo requieran (al contrario, el nivel de actividad puede estar deprimido), aunque esto depende de la tolerancia puntual a la inflación de cada país.
- c) Afectan a la posición externa (cuenta corriente) por cuanto que pueden contribuir a reducir déficits comerciales si el país tiene capacidad para sustituir importaciones, o puede aumentarlos si no es así y los costes se transmiten a la cuenta corriente. Las alteraciones arancelarias tienen efectos directos sobre los tipos de cambio bilaterales (que suelen absorber los incrementos con depreciaciones de la moneda si se trata de economías relativamente pequeñas) y efectos indirectos por la recomposición de su saldo comercial, pero el efecto primero es inmediato y el segundo se materializa en un plazo mayor.

A su vez, los efectos de la aplicación de aranceles dependen de tres factores:

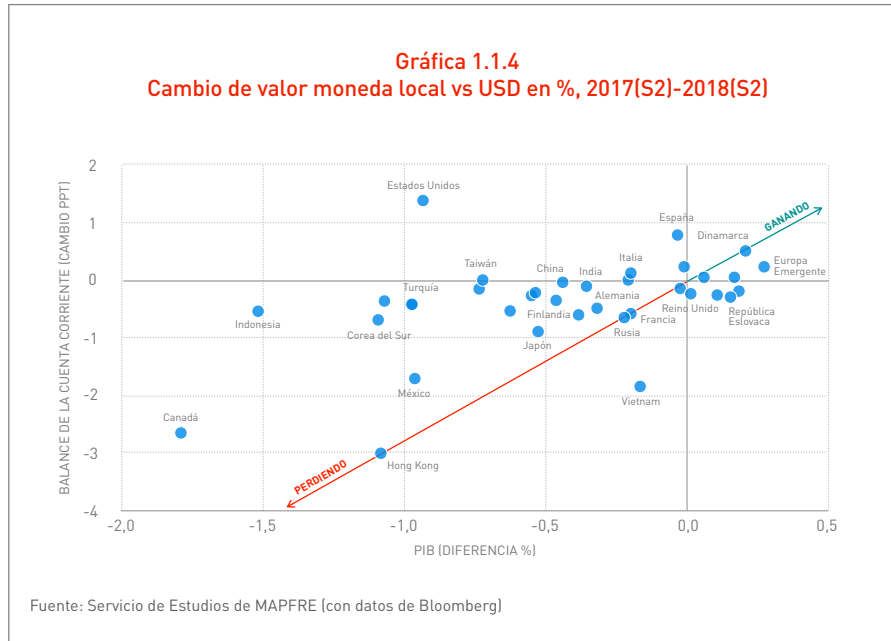
- a) El tiempo de transición.
- b) Las exenciones de los nuevos regímenes tarifarios (como las temporales de México y Canadá).
- c) La posición de partida de cada país en determinadas métricas:
- Tipo y grado de integración comercial con Estados Unidos. En un extremo, México o Canadá se hallan fuertemente integrados (afectados), y en el otro, están países pequeños fuertemente integrados en alguna otra región comercial, siendo estos últimos los más beneficiados (como nuevos miembros de la Unión Europea (UE), Dinamarca e incluso España).

- Capacidad para sustituir importaciones. Cuanto más grande sea la economía de que se trate, mayor será su capacidad de sustitución dada la esperable mayor estructura productiva. España es un buen ejemplo de capacidad de sustitución de importaciones estadounidenses, por europeas o autóctonas.
- Economías con mayor o menor tolerancia a la inflación. Países con poca tolerancia a inflación verán nuevos aumentos en sus tipos de interés para contrarrestarla.
- Existencia de desequilibrios corrientes relevantes (deuda pública y/o privada, déficits por cuenta corriente). Países con capacidad para sustituir importaciones (Estados Unidos, España) pueden reducir desequilibrios corrientes y, además, países con tolerancia a inflación pueden beneficiarse de su efecto reductor de la deuda pública y privada.

### Ganadores y perdedores en el corto plazo

Estos efectos y las características de su punto de partida conforman un universo asimétrico de ganadores y perdedores del nuevo entorno arancelario. Atendiendo a los efectos en su posición externa y su crecimiento, el mundo podría dividirse como se ilustra en la Gráfica 1.1.4, dando lugar a resultados contra intuitivos (en el sentido de que no todos los países pierden con las medidas arancelarias). *Grosso modo*, el espectro de ganadores y perdedores podría ser el siguiente:

- **Países beneficiados.** Países que están fuertemente integrados en otra región comercial, sobre todo si pueden sustituir importaciones y si tienen tolerancia a la inflación que, en algunos casos, puede ayudar a reducir desequilibrios domésticos y externos (deuda y necesidades de financiación). Ejemplos claros de este grupo serían España, Dinamarca y nuevos miembros de la UE y, en cierta medida, el Reino Unido.



- **Países perdedores.** Países fuertemente integrados con la economía de los Estados Unidos, relativamente pequeños, con poca tolerancia a la inflación y con desequilibrios corrientes. Ejemplos de este segundo grupo serían México, los países de Centro América, Canadá y Corea del Sur.

En el centro del espectro de costes por la embestida arancelaria, se encuentran Estados Unidos y China, origen de la medida. Por una parte, Estados Unidos es una economía cuya situación explica la decisión de la política arancelaria. Se estima que el movimiento bilateral contra China le costará el 1% de crecimiento acumulado hasta 2020, pero esto ocurrirá en un contexto en el que goza de un impulso fiscal que le aporta entre un 0,5% y un 0,7% de crecimiento, con lo que el efecto en crecimiento es

relativamente limitado. A cambio, consigue actuar positivamente sobre los dos elementos que hoy día constituyen su Talón de Aquiles:

- 1) Reducir su déficit por cuenta corriente al re-direccionar sus exportaciones hacia el mercado interior y al apreciar relativamente su moneda.
- 2) Generar inflación, lo que hace que, en un contexto de límites a los tipos de interés, pueda no solamente poner freno al crecimiento de su deuda pública y privada sino hacer que el coste de la ampliación de su déficit público se reduzca sensiblemente (el resto del mundo financia su impulso fiscal).

Por otra parte, China verá reducirse moderadamente su crecimiento, ante la incapacidad de sustituir productos de alto componente tecnológico y al depender gran parte de sus exportaciones de la demanda del mercado estadounidense. Pero la menor aportación al crecimiento no es dramática y, en todo caso, el 0,5% estimado de menor crecimiento del PIB está ya amortizado dado el impulso fiscal y la implementación de su próxima infraestructura comercial global (*One Belt One Road Project*). El impacto en su cuenta corriente es difícil de dilucidar en un contexto de cuenta corriente cerrada al exterior y unas reservas en dólares casi 4 billones. El consenso estima el efecto neutro y, en cualquier caso, el tipo de cambio no responde a estos condicionantes sino a la programática política nacional.

### Conclusión

Aunque las medidas proteccionistas llevadas a cabo por Estados Unidos a través de la imposición de aranceles serán negativas a largo plazo, a medio y corto plazo en cambio, no puede aseverarse que supongan un coste para todos los países, contra lo que diría la intuición, dado que su efecto final dependerá de diversos factores como la integración comercial con Estados Unidos, la capacidad de sustitución de importaciones, y la posición de partida de inflación y cuenta corriente, elementos que en

algunos casos pueden ampliar el efecto negativo de este *shock* pero en otros puede convertirlo en un efecto positivo.

El movimiento, en cambio, cumple su función en el marco del resto de medidas económicas y legales que ha implementado Estados Unidos, y que buscan recuperar el poder de negociación bilateral, mejorar la posición externa y limitar el desarrollo de desequilibrios nominales, por lo que en ningún caso puede considerarse un error a corto plazo para este país, y que, además, aportan capital político de cara a las elecciones de medio mandato al Congreso en 2018. Para China, por su parte, el efecto es difícil de dilucidar, aunque el coste económico es ampliamente soportable. Lamentablemente, el coste de dicha medida lo acarrearán terceros países ajenos a las motivaciones de la escalada arancelaria.

## 1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

### 1.2.1 Estados Unidos

#### Apurando su posición en el ciclo económico

La economía de Estados Unidos creció en el primer trimestre un 2,8% a/a, y todos los indicadores apuntan a que este crecimiento se mantendrá durante el segundo trimestre del año, promoviendo un crecimiento esperado para el conjunto del año de 3%, lo

- Se acelera el crecimiento de la economía de Estados Unidos, pero hay síntomas de cambio de ciclo a medio plazo.
- Todos los indicadores apoyan la senda de abandonar la neutralidad monetaria.
- Los principales riesgos para la economía estadounidense podrían tener origen en sus propias medidas.

que implica una leve revisión al alza frente a nuestra previsión en el informe anterior (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b)..

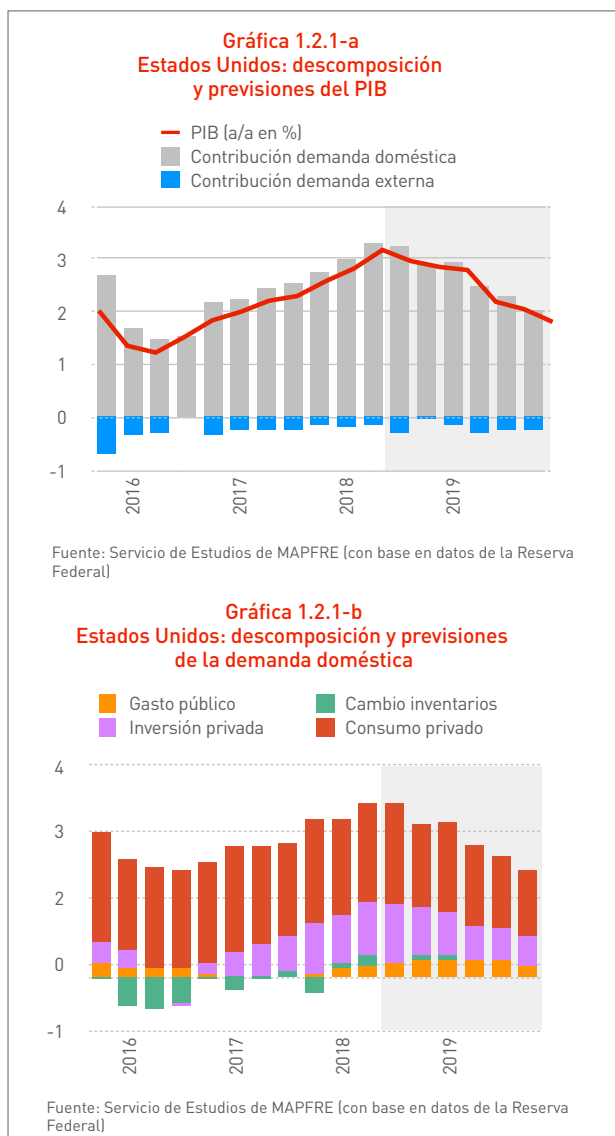
Todos los indicadores señalan el final de un ciclo: economía en pleno empleo (paro 3,8%), *output gap* en terreno negativo, pendiente de la curva de tipos de interés en mínimos de la década, beneficios corporativos desacelerando, e indicios de crecimiento salarial maduros. Ratificamos la visión sostenida desde hace dos años de que 2018 marcará el inicio de un nuevo ciclo.

La inflación de junio se situó en 2,9% y la subyacente en 2,3%, dando evidencia de que se ha alcanzado el objetivo de inflación. Este dato confirma la visión de la Reserva Federal del endurecimiento de las condiciones monetarias que ha desatado una reversión de flujos globales y la apreciación del dólar estadounidense.

El tipo de interés de intervención se sitúa actualmente en terreno neutral (1,75-2,00). Esperamos una subida más en lo que resta de año y dos subidas más en 2019. No hemos alterado nuestra visión de la tasa natural, que es actualmente del 3% alcanzable entre 2019 y 2020.

La divergencia actual de sesgo monetario entre la Reserva Federal y el Banco Central Europeo (BCE) reconduce nuestra previsión del tipo de cambio USD/EUR respecto de la que teníamos al final de 2017, para situarla ligeramente por debajo de 1,20 para finales de 2018. Esta previsión es pasajera y responde a la coyuntura cíclica y a la divergencia de sesgo monetario entre la Reserva Federal y el BCE. Cabe señalar que estimamos el tipo de cambio de equilibrio en 1,25 USD/EUR, aproximadamente.

El impulso fiscal comienza a dar sus resultados alargando el momento cíclico boyante de la economía de Estados Unidos. La guerra tarifaria, sin embargo, restará parte de este impulso pero a cambio corregirá varios desequilibrios que actualmente forman el Talón de Aquiles de la economía



**Tabla 1.2.1**  
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	1,7	2,6	2,9	1,5	2,3	3,0	2,2
Contribución de la demanda doméstica	1,4	2,3	3,6	1,7	2,5	3,1	2,4
Contribución de la demanda externa	0,3	0,3	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
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	0,7	1,0	0,7
Contribución del gasto público	-0,4	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,3	2,7	3,5	1,7	2,4	3,0	2,3
Consumo total (% a/a, media)	0,8	2,3	3,2	2,4	2,3	2,4	2,1
Inversión privada (% a/a, media)	3,0	4,8	3,6	0,6	3,4	4,9	3,2
Exportaciones (a/a en %)	3,5	4,3	0,4	-0,3	3,4	4,4	2,6
Importaciones (a/a en %)	1,1	4,5	5,0	1,3	3,9	4,5	3,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,9	5,7	5,0	4,7	4,1	3,7	3,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,2	1,2	0,4	1,8	2,1	2,4	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-5,4	-4,8	-4,4	-5,0	-4,8	-5,5	-5,8
Balance comercial (% PIB)	-4,4	-4,5	-4,4	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,1	-2,4	-2,4	-2,4	-2,9	-3,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,13	0,13	0,38	0,63	1,38	2,25	3,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,25	0,26	0,61	1,00	1,69	2,79	3,21
Tipo de largo plazo (final período)	3,04	2,17	2,27	2,45	2,40	3,15	3,26
Tipo de cambio vs USD (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,38	1,21	1,09	1,05	1,20	1,19	1,25
Crédito privado (% a/a, media)	7,7	7,7	2,3	3,5	5,2	3,7	4,1
Crédito familias (% a/a, media)	0,8	2,4	2,4	2,6	3,7	5,3	5,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,3	4,8	5,7	5,5	6,1	5,8	4,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,2	2,9	2,2	4,1	3,3	3,0	2,3
Tasa de ahorro (% , media)	5,0	5,7	6,1	4,9	3,4	3,0	3,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

estadounidense: deuda y déficit en cuenta corriente (véase el Recuadro 1.1.4).

El mayor riesgo para la economía de Estados Unidos son los derivados de sus propias medidas, la subida de tipos, la guerra tarifaria y la reacción de los mercados a unos tipos de interés reales positivos y dólar alto, son factores que pueden detonar a medio plazo vista el cambio de ciclo.

## 1.2.2 Eurozona

### Prosigue el relativo enfriamiento económico

Las expectativas de actividad en la Eurozona apuntan a un relativo enfriamiento. El índice de Expectativas de Crecimiento (ZEW) se ubicó en junio en territorio negativo (-12,6), a la par que la producción industrial se desaceleraba hasta (+1,7%); indicadores que corroboran una desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre al 2,1% desde los 2,5% del primer trimestre.

- **Desaceleración y gradualismo de la actividad y de la inflación subyacente en la Eurozona.**
- **El BCE mantiene el discurso original sobre su política monetaria, el euro se deprecia contra el dólar.**
- **Los riesgos para la Eurozona parecen ser políticos y de relaciones con el exterior, no soberanos.**

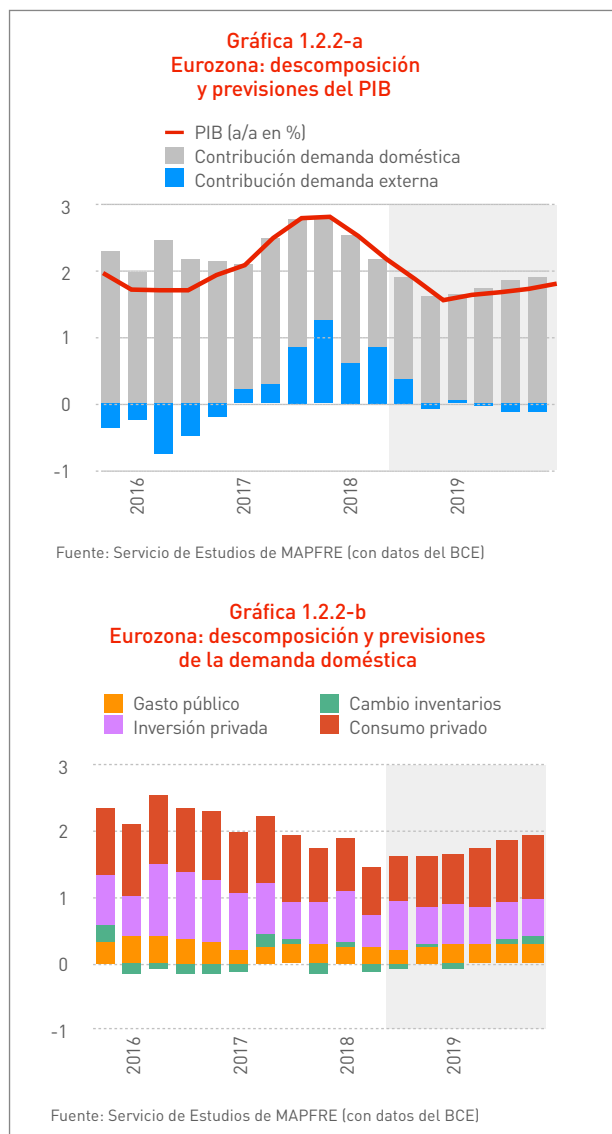
De esta forma, una menor demanda doméstica con menores expectativas de renta disponible real y las previsibles restricciones al comercio global, llevan nuestra previsión actual del PIB para la totalidad del año al 2%, revisada a la baja con respecto a nuestra anterior previsión (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

La inflación de la Eurozona subió al 2,0% en junio debido fundamentalmente al comportamiento del precio del petróleo. La inflación subyacente, sin embargo, se situó en el 1%. Esto apuntala el discurso gradualista de normalización monetaria del BCE, que reitera que no habrá subidas de tipos de interés hasta pasado el programa de compra de bonos (implícitamente hasta el tercer trimestre de 2019).

Los pronósticos apuntan a una primera subida del tipo REFI entre el tercer y cuarto trimestre de 2019. Los tipos de interés oficiales siguen en sus niveles actuales (0,0% tipo de refinanciación y -0,40% tipo de depósito), al menos hasta el verano de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar que la inflación se queda estabilizada cerca del objetivo del 2%.

El BCE, en su reunión del 14 de junio, confirmó su intención de seguir con las compras netas de activos al ritmo actual de 30 millardos de euros mensuales hasta el final de septiembre de 2018. Asimismo, el banco central mantendrá la política de reinvertir el principal de los bonos que vayan venciendo, durante un período prolongado tras el final de las compras netas de activos y, en cualquier caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones favorables de liquidez y un elevado grado de acomodación monetaria. Es decir, se trata de ajustes previstos en consonancia con el cronograma de normalización monetaria anunciado hace un año.

Con el tema de salida del euro por el momento apartado de la agenda pública de Italia, es la actividad política que amenaza con desestabilizar la región, especialmente en lo referido a las crisis migratorias. Las decisiones de política económica y sus efectos están aún por verse. El otro gran foco de preocupación es la escalada de la guerra tarifaria con Estados Unidos (véase el Recuadro 1.1.4) que puede reducir el crecimiento en medio punto hasta el año 2020.



**Tabla 1.2.2**  
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	-0,2	1,4	2,0	1,8	2,6	2,0	1,7
Contribución de la demanda doméstica	-0,6	0,8	1,8	2,2	1,9	1,6	1,8
Contribución de la demanda externa	0,4	0,6	0,1	-0,4	0,7	0,4	-0,0
Contribución del consumo privado	-0,3	0,5	1,0	1,0	0,9	0,8	0,9
Contribución de la inversión	-0,5	0,1	0,6	0,9	0,7	0,6	0,6
Contribución del gasto público	0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	-0,6	1,3	1,9	2,3	2,0	1,7	1,9
Consumo total (% a/a, media)	-0,3	0,8	1,6	1,9	1,6	1,3	1,5
Inversión privada (% a/a, media)	-2,4	1,8	3,1	4,5	3,5	3,0	2,8
Exportaciones (a/a en %)	2,2	4,6	6,2	3,3	5,5	4,0	3,6
Importaciones (a/a en %)	1,4	4,9	6,5	4,6	4,5	3,4	4,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,9	11,4	10,5	9,7	8,7	8,2	7,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,8	0,2	0,2	0,7	1,4	2,1	1,4
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-2,5	-2,0	-1,5	-0,9	-0,7	-0,8
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	1,1	1,3	1,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,2	2,5	3,2	3,6	3,5	3,3	3,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,25
Tipo de corto plazo (final período)	0,29	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,38	-0,21
Tipo de largo plazo (final período)	2,96	1,34	1,20	1,04	0,91	1,66	1,91
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,38	1,21	1,09	1,05	1,20	1,19	1,25
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)	-0,6	-0,2	0,8	1,5	2,4	4,1	4,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,8	0,5	7,7	1,3	0,7	1,9	2,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-0,4	6,7	19,1	2,4	-0,6	-0,5	2,3
Tasa de ahorro (% , media)	12,5	12,7	12,5	12,2	12,0	11,9	12,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BCE)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

### 1.2.3 España

#### Se mantiene el momento pero aumentan los vientos en contra

La economía española ha crecido un 3% a/a en el primer trimestre de 2018, lo que sigue siendo fuerte en el contexto europeo, aunque se observa que el ritmo de crecimiento empieza a moderarse. Los factores que han contribuido a esta fortaleza han sido el consumo privado, la inversión y las exportaciones. La Eurozona es el destino principal de las exportaciones españolas, con lo que la desaceleración de esta región, puede terminar quitando algo de impulso al crecimiento de España.

- El 1 de junio el gobierno sufrió una moción de censura y fue sustituido por otro de corte social demócrata.
- España sigue siendo una de las economías de la Eurozona que más crece.
- Petróleo caro y síntomas de desaceleración en la Eurozona moderarán el crecimiento.

El 1 de junio pasado, el gobierno del Partido Popular sufrió una moción de censura, que por primera vez en la historia se aprobó. El nuevo gobierno, formado por el principal partido de la oposición, el Partido Socialista Obrero Español (PSOE), ya está operativo y en 2018 probablemente seguirá el guion del presupuesto existente. La primera gran prueba vendrá en la aprobación de los presupuestos de 2019 que serán enviados al parlamento a finales de septiembre.

Esperamos que el PIB en 2018 crezca en promedio un 2,7% a/a, habiendo empezado el primer trimestre fuerte en el 3%, y suavizando hasta 2,6% en el cuarto trimestre por efecto de cierto enfriamiento en la Eurozona y la subida del precio del petróleo, factor al que la economía española es

particularmente sensible (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

La inflación del mes de junio se ha situado en 2,3%, a la que contribuyeron principalmente el precio de los carburantes y alimentos no elaborados. La inflación subyacente se situó en el 1%. Nuestra proyección (que es trimestral) indica que la inflación en España deberá terminar el año en torno al 1,9% (promedio del último trimestre). A nivel de ocupación, la tasa de paro del primer trimestre se ubicaba en el 16,7%, y se espera que con la continuación del crecimiento de la actividad se pueda seguir reduciendo de aquí al final del año. El consumo privado está siendo apoyado en gran medida por el crédito al consumo, que tocó fondo en 2014, mientras que el saldo de crédito a empresas y el hipotecario podrá estar tocando fondo después de 10 años de saneamiento y reordenación bancaria en España, así como mayores exigencias de capital a los bancos que afectaron a la disponibilidad de crédito.

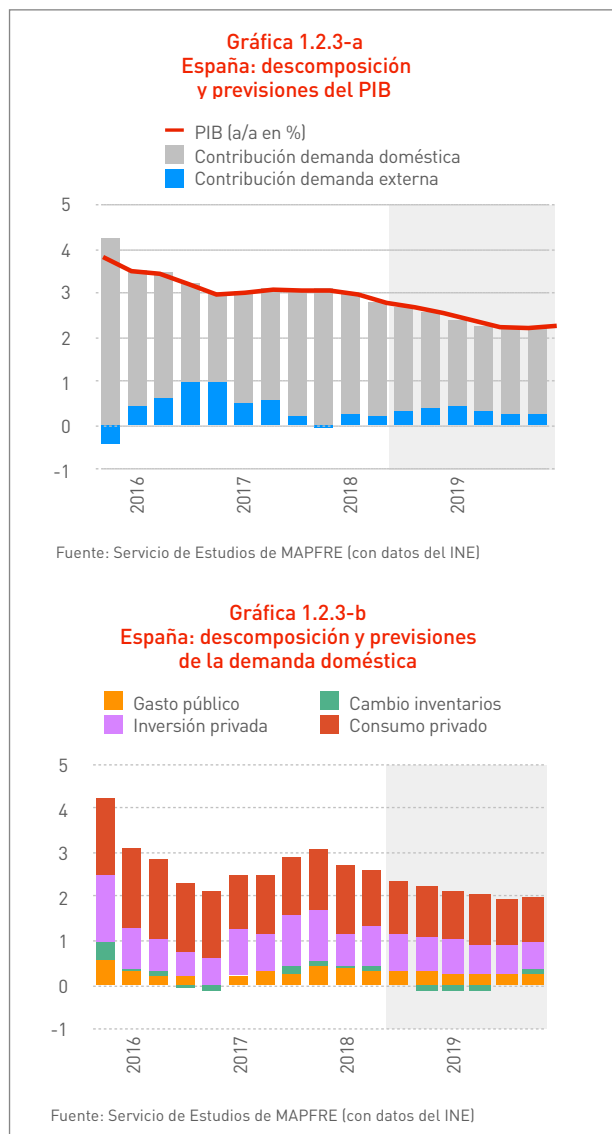
### 1.2.4 Alemania

#### Gradual desaceleración y nuevos riesgos a la vista

La economía alemana se desaceleró ligeramente en el primer trimestre de 2018 hasta 2,3% (a/a ajustado por días laborables desde los 2,9% del cuarto trimestre), principalmente por una caída de exportaciones del 1% t/t. El último dato de pedidos de fábrica de mayo ha repuntado fuertemente al 4,4%, y la producción industrial de mayo creció un 3,1%, lo que son buenos datos

- Desaceleración gradual de la economía alemana y con repuntes de inflación a la vista.
- Se mantiene la atracción de flujos de inversión y la compresión de tipos de interés a largo plazo.
- La guerra arancelaria es el principal riesgo para la economía alemana.





**Tabla 1.2.3**  
**España: principales agregados macroeconómicos**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	-1,7	1,4	3,4	3,3	3,1	2,7	2,3
Contribución de la demanda doméstica	-3,1	1,3	3,8	2,5	2,7	2,5	2,0
Contribución de la demanda externa	1,4	0,1	-0,3	0,7	0,3	0,3	0,3
Contribución del consumo privado	-1,7	0,8	1,7	1,7	1,3	1,3	1,1
Contribución de la inversión	-0,7	0,5	1,3	0,7	1,1	0,8	0,7
Contribución del gasto público	-0,4	-0,1	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	-3,1	1,9	3,9	2,6	2,9	2,6	2,1
Consumo total (% a/a, media)	-2,8	1,0	2,8	2,4	2,2	2,2	1,8
Inversión privada (% a/a, media)	-3,4	4,7	6,5	3,3	5,0	3,8	3,1
Exportaciones (a/a en %)	4,3	4,3	4,2	4,8	5,0	3,9	3,9
Importaciones (a/a en %)	-0,5	6,6	5,9	2,7	4,7	3,5	3,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	25,7	23,7	20,9	18,6	16,6	14,8	13,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	-0,5	-0,3	1,0	1,4	1,9	1,1
Balance fiscal (% PIB)	-7,1	-6,0	-5,3	-4,6	-3,1	-2,4	-2,0
Balance comercial (% PIB)	-1,4	-2,2	-2,1	-1,6	-2,0	-2,2	-1,8
Impulso fiscal (% PIB)	-3,5	-2,5	-2,2	-1,7	-0,5	-0,1	0,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,5	1,0	1,1	1,9	1,9	1,5	1,4
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,25
Tipo de corto plazo (final período)	0,29	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,38	-0,21
Tipo de largo plazo (final período)	4,12	1,61	1,77	1,35	1,51	1,93	2,37
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,38	1,21	1,09	1,05	1,20	1,19	1,25
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	-3,6	-2,3	-1,4	0,7	2,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-9,6	-4,6	-2,6	-2,5	-0,6	-0,7	1,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-14,7	-1,6	-7,9	-27,4	-10,7	-3,2	-2,6
Tasa de ahorro (% , media)	9,9	9,3	8,8	7,9	5,9	4,6	4,5

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INE)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

Tabla 1.2.4

## Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	0,6	1,9	1,5	1,9	2,5	2,0	1,8
Contribución de la demanda doméstica	0,9	0,8	1,4	2,2	2,3	1,6	2,3
Contribución de la demanda externa	-0,3	1,1	0,2	-0,4	0,2	0,4	-0,5
Contribución del consumo privado	0,4	0,6	0,9	1,0	1,1	0,7	1,1
Contribución de la inversión	-0,2	0,4	0,2	0,6	0,8	0,6	0,6
Contribución del gasto público	0,3	0,3	0,5	0,7	0,3	0,3	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,0	1,3	1,5	2,4	2,5	1,7	2,4
Consumo total (% a/a, media)	0,9	1,2	1,9	2,3	1,9	1,3	2,0
Inversión privada (% a/a, media)	-1,1	3,7	1,0	2,9	4,0	3,1	2,8
Exportaciones (a/a en %)	1,9	4,5	4,7	2,4	5,3	4,3	3,9
Importaciones (a/a en %)	3,1	3,5	5,2	3,8	5,6	4,1	5,6

Tasa de paro (% último trimestre)	6,8	6,6	6,3	6,0	5,5	5,2	4,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	0,2	0,3	1,7	1,7	2,3	1,5
Balance fiscal (% PIB)	-0,1	0,5	0,8	1,0	1,2	1,5	0,5
Balance comercial (% PIB)	7,6	7,8	8,5	8,5	8,2	7,8	7,5
Impulso fiscal (% PIB)	1,4	1,8	1,9	1,9	2,0	2,3	1,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	6,8	7,5	9,0	8,5	8,1	8,0	7,5

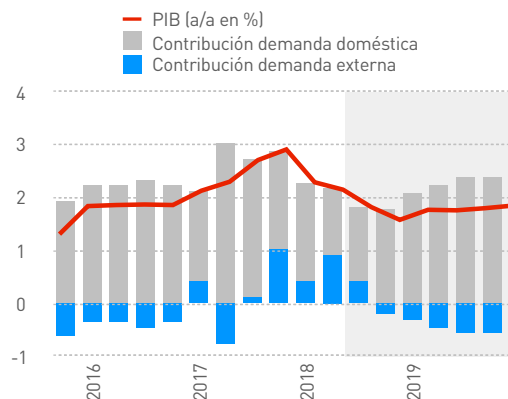
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,25
Tipo de corto plazo (final período)	0,29	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,38	-0,21
Tipo de largo plazo (final período)	1,94	0,54	0,63	0,11	0,42	0,90	1,17
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,38	1,21	1,09	1,05	1,20	1,19	1,25
Tipo de 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	3,2	4,2	5,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	4,2	2,5	1,8	2,1	4,6	3,5	3,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-7,7	-7,6	8,4	1,9	-1,1	2,6	3,9
Tasa de ahorro (% media)	8,9	9,3	9,6	9,8	9,8	10,3	10,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de DESTATIS)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

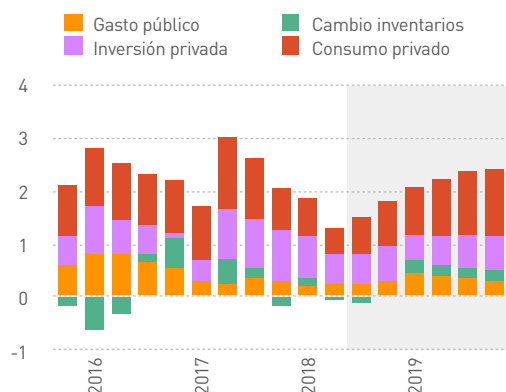
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.4-a  
Alemania: descomposición  
y previsiones del PIB



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

Gráfica 1.2.4-b  
Alemania: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica



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

reales. Sin embargo, la encuesta de sentimiento económico ZEW (dato publicado en julio) muestra un deterioro de las expectativas (-24,7 vs -18,9 esperado). La inflación a junio, por su parte, se situó en 2,1%, lo que, de sostenerse, apoya al BCE en la ya anunciada retirada gradual y prudente de los estímulos monetarios.

Los indicadores de gestores de compras (PMI) y la encuesta IFO de Clima de Negocios han mostrado cierto enfriamiento desde inicio del año. La confianza del consumidor se encuentra todavía en los niveles altos de los últimos 5 años, principalmente porque el desempleo se halla en mínimos (5,2% en junio) tocando los niveles de paro friccional (empresarios con dificultad para encontrar mano de obra cualificada). Se anticipa, para el conjunto de 2018, un crecimiento en el entorno del 2%, lo que supone una revisión a la baja desde los 2,4% de nuestro anterior informe (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

Por otra parte, la economía de Alemania mantendrá un superávit por cuenta corriente aún abultado (se situó en 8,1% del PIB en el 1T18), dicha positiva posición externa garantiza la mayor atracción de flujos de capital y compresión de tipos de interés de largo plazo por debajo de los del resto de la Eurozona.

Desde la perspectiva política, en el mes de junio se estuvo cerca de tener una crisis política en Alemania, en el gobierno de coalición, por el tema migratorio, con amenaza de dimisión del Ministro de Interior pero finalmente se ha saldado con concesiones por parte de Angela Merkel a las condiciones que proponía su ministro.

Por el lado de los riesgos, el más visible en estos momentos es el riesgo del proteccionismo comercial en el que Estados Unidos amenaza con imponer aranceles a las importaciones de la UE. Los Estados Unidos son el principal mercado de exportaciones alemanas, y los sectores que podrían verse más afectados serían el automóvil, maquinaria industrial,

farmacéuticos y equipos eléctricos de ingeniería (véase Box: Escalada arancelaria”)

## 1.2.5 Italia

### El equilibrio entre promesas electorales y realidad fiscal

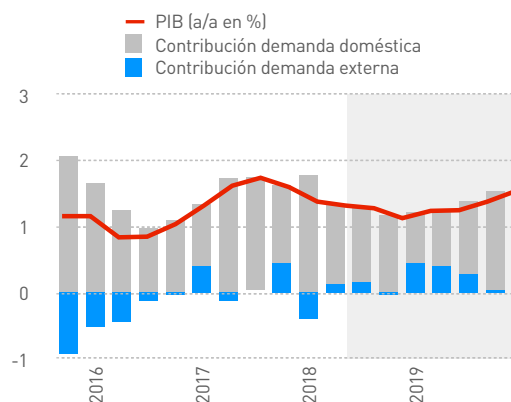
La economía italiana creció 1,4% (a/a) en el primer trimestre del año. Para 2018, preveemos un crecimiento de 1,3% (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b), así lo anticipan los indicadores de expectativas, que muestran que se está produciendo una ligera desaceleración que renueva la registrada en el primer trimestre, con origen en la caída de las exportaciones en el trimestre (-2,1% t/t) e inversión (-1,4% t/t).

- **Abundando en la desaceleración del primer trimestre del año, reducimos el crecimiento esperado para el 2018.**
- **Riegos políticos con ciertos costes soberano-financieros, pero no de convertibilidad (abandono del euro)**
- **No se aprecia contagio del aumento de la prima de riesgo italiana.**

En Italia, se ha llegado a conformar un gobierno de corte heterodoxo con la unión entre “5 Estrellas” y “Lega”. Aunque el riesgo de convertibilidad (salida del euro) ha remitido ante los compromisos de ambos representantes, aún perviven incertidumbres y trazos de inestabilidad ante la promesa electoral de aumentar el gasto público (e incumplir con el equilibrio presupuestario). Cabe destacar que la prima de riesgo no volvió a niveles anteriores a las elecciones.

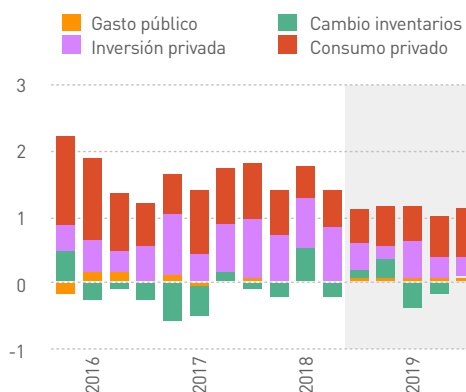
El futuro de la economía italiana en los próximos años vendrá condicionada por diferentes factores, entre los que pueden vislumbrarse:

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



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

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



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

**Tabla 1.2.5**  
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	-1,7	0,2	0,8	1,0	1,6	1,3	1,4
Contribución de la demanda doméstica	-2,6	-0,1	1,4	1,3	1,4	1,3	1,1
Contribución de la demanda externa	0,8	0,2	-0,5	-0,3	0,2	-0,0	0,3
Contribución del consumo privado	-1,5	0,1	1,1	0,8	0,8	0,5	0,7
Contribución de la inversión	-1,2	-0,4	0,3	0,6	0,7	0,5	0,4
Contribución del gasto público	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	-2,6	0,3	1,4	1,3	1,4	1,3	1,1
Consumo total (% a/a, media)	-1,9	-0,0	1,3	1,2	1,0	0,7	1,0
Inversión privada (% a/a, media)	-6,6	-2,2	1,9	3,3	3,9	3,1	2,0
Exportaciones (a/a en %)	0,9	2,4	4,2	2,6	6,0	3,1	4,7
Importaciones (a/a en %)	-2,3	3,0	6,6	3,8	5,7	3,4	4,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	12,4	12,8	11,5	11,8	11,1	10,8	10,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,6	0,1	0,2	0,1	0,9	2,0	1,6
Balance fiscal (% PIB)	-2,9	-3,0	-2,6	-2,5	-2,3	-1,8	-2,0
Balance comercial (% PIB)	1,8	2,6	2,5	3,0	2,8	2,7	3,2
Impulso fiscal (% PIB)	1,8	1,4	1,3	1,3	1,3	1,8	1,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,0	1,9	1,5	2,6	2,8	2,8	2,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,25
Tipo de corto plazo (final período)	0,29	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,38	-0,21
Tipo de largo plazo (final período)	4,09	1,88	1,61	1,82	2,00	3,45	3,48
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,38	1,21	1,09	1,05	1,20	1,19	1,25
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)	-1,4	-1,0	-0,3	0,4	1,2	2,2	3,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,9	-2,7	-1,8	-2,1	-2,4	3,4	5,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-28,7	-27,6	-1,1	-0,1	4,9	9,2	6,9
Tasa de ahorro (% , media)	9,9	10,9	10,6	10,2	9,5	8,8	9,8

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de ISTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

i) el grado de estabilidad de un gobierno de coalición; ii) cómo el gobierno va a manejar el equilibrio presupuestario en un contexto de promesas de gasto y a la vez necesidad conservar la solvencia (por la alto nivel de deuda), y iii) un sector bancario con un saneamiento incompleto; todo ello, en un contexto en el que el BCE ya ha anunciado la reducción de compra de deuda soberana y corporativa, y por lo tanto, un menor apoyo monetario a la contención de los costes de financiación. Este panorama implica una considerable incertidumbre que pesa en el horizonte del país. Así lo aprecia el mercado arrojando crecientes diferenciales en su prima de riesgo con respecto a España, por ejemplo. No parece, sin embargo, que exista riesgo de contagio al resto de la periferia europea.

## 1.2.6 Reino Unido

### Negociación del Brexit y divergencias dentro del ejecutivo

La economía del Reino Unido creció un 1,2% (a/a) en el primer trimestre del año, siguiendo con la tendencia de enfriamiento que empezó hace 4 años cuando crecía al 3%. El consumo crece un 1,2% (a/a) y las exportaciones crecen (2,4% en el primer trimestre). La inversión cae un 1,3% t/t, aunque en el año todavía es positivo (1,5% a/a); una cifra que, por lo demás, revela la inquietud que tienen las empresas con el Brexit). Para el año 2018, prevemos un crecimiento promedio del PIB del 1,3%, con cierta variabilidad entre trimestres (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b). La inflación de junio

- Se mantiene la tendencia de desaceleración paulatina de la economía del Reino Unido.
- La laxitud monetaria permanece como último recurso para la estabilidad financiera y real.
- Una nueva crisis en el gabinete de T. May anticipa nuevos cambios de guion antes de la salida de la Unión Europea.

se situó en 2,4%, impulsada por el precio de los combustibles (+38,8% a/a) y transportes (5,5%), y la alimentación también subió un 2%. En este contexto, en su última reunión, el Banco de Inglaterra mantuvo los tipos de interés de referencia en el 0,50%.

En cuanto al Brexit, la Primer Ministra, Theresa May, busca llegar a un acuerdo con la UE en un plazo aproximado de 4 meses, cuando nos encontramos a 9 meses de la salida oficial, prevista para marzo de 2019. Esto ocurre en el contexto de una nueva crisis interna en el gobierno inglés por la dimisión de sendos adalides del Brexit (Davis y Johnson), quienes critican la postura y las previsibles concesiones de T. May.

La libra en los meses de junio y julio se ha apreciado contra el euro y contra el dólar, ante la expectativa de que el Banco de Inglaterra eleve 25 bps los tipos en su reunión de agosto.

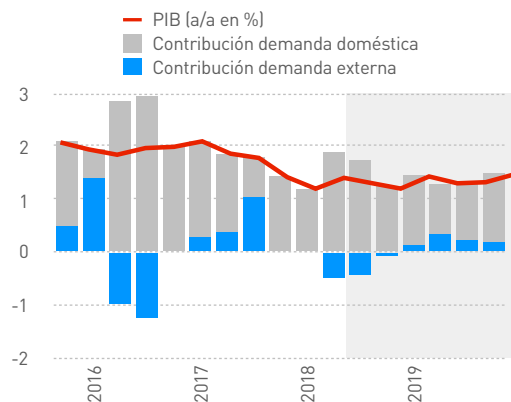
## 1.2.7 Japón

### Puntual contracción en primer trimestre

La economía japonesa se contrajo (-0,6% t/t) en el primer trimestre del año (+1,1% a/a), después de dos años de crecimiento. Este fenómeno se ha debido principalmente a un enfriamiento del consumo privado, motivado en parte por una climatología adversa y por una moderación de las exportaciones cuyo crecimiento se había acelerado el año pasado.

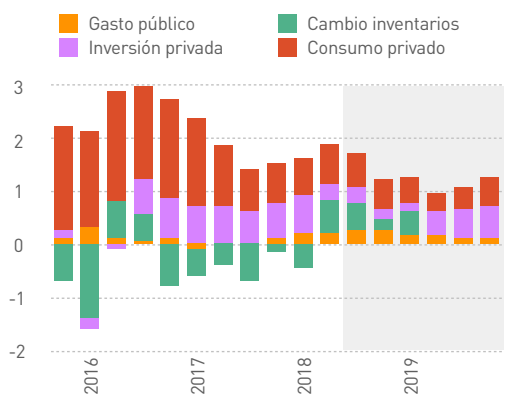
- La actividad económica suavizó un poco su ritmo, pero no se trata aún de un cambio de ciclo.
- Aunque ya existen algunos indicios de inflación de salarios, la política monetaria se mantendrá igual.
- El próximo año se renueva el gobierno. Existen dudas sobre la duración del "abonomics".

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



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

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



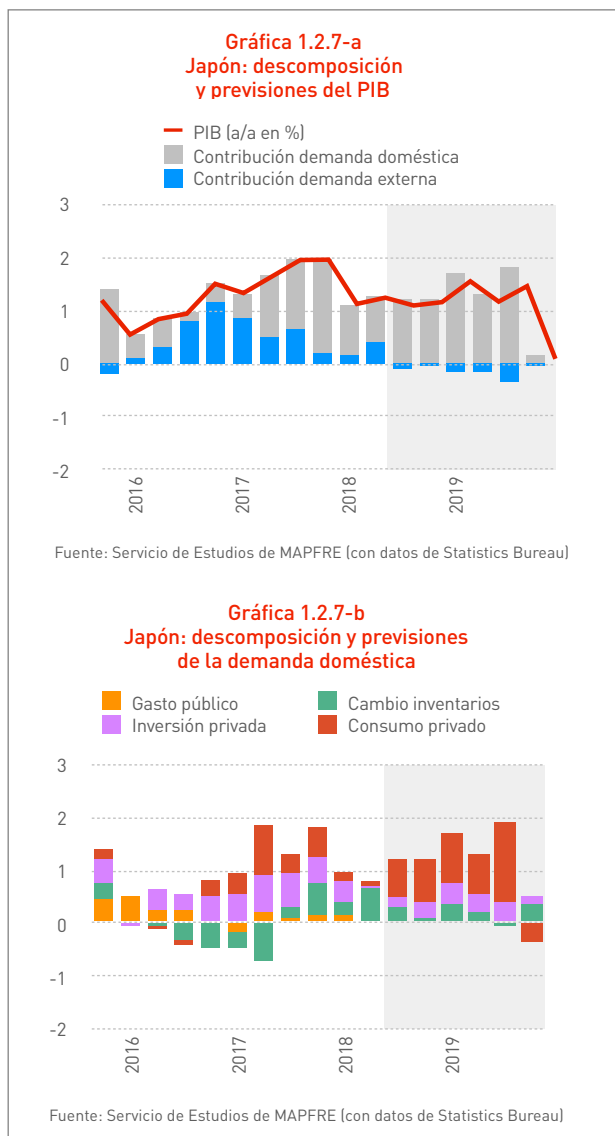
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Office for National Statistics)

**Tabla 1.2.6**  
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	2,1	3,1	2,3	1,9	1,8	1,3	1,4
Contribución de la demanda doméstica	1,9	2,4	2,4	2,1	1,4	1,5	1,2
Contribución de la demanda externa	0,1	0,7	-0,1	-0,2	0,4	-0,2	0,2
Contribución del consumo privado	1,2	1,4	1,7	1,9	1,1	0,7	0,5
Contribución de la inversión	0,5	0,7	0,5	0,3	0,7	0,4	0,4
Contribución del gasto público	0,0	0,5	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,9	3,2	2,5	2,2	1,4	1,5	1,2
Consumo total (% a/a, media)	1,5	2,2	2,2	2,6	1,4	1,1	0,8
Inversión privada (% a/a, media)	3,5	7,2	2,8	1,8	4,0	2,1	2,6
Exportaciones (a/a en %)	0,9	2,7	5,0	2,3	5,7	1,5	3,2
Importaciones (a/a en %)	3,1	4,5	5,1	4,8	3,2	1,5	2,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,2	5,7	5,1	4,8	4,4	4,2	4,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,1	0,9	0,1	1,2	3,0	2,3	1,3
Balance fiscal (% PIB)	-5,6	-5,7	-4,3	-3,3	-2,2	-2,3	-1,7
Balance comercial (% PIB)	-6,8	-6,7	-6,3	-6,9	-6,7	-6,7	-6,4
Impulso fiscal (% PIB)	-4,0	-4,2	-3,0	-1,9	-0,6	-0,5	0,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-5,5	-5,3	-5,2	-5,8	-4,1	-3,3	-2,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,50	0,50	0,25	0,41	0,72	0,86
Tipo de corto plazo (final período)	0,53	0,56	0,59	0,37	0,52	0,88	1,04
Tipo de largo plazo (final período)	3,05	1,82	2,02	1,28	1,25	1,88	2,29
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,65	1,56	1,48	1,23	1,35	1,42	1,47
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,20	1,28	1,36	1,17	1,13	1,19	1,18
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	4,2	4,6	3,0	3,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,2	-3,3	-2,3	6,7	5,8	4,0	2,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,7	-9,3	-13,2	7,5	11,6	1,1	4,6
Tasa de ahorro (% , media)	8,7	8,4	9,2	7,1	5,1	5,5	5,8

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Office for National Statistics)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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



**Tabla 1.2.7**  
**Japón: principales agregados macroeconómicos**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	2,0	0,3	1,4	1,0	1,7	1,2	1,1
Contribución de la demanda doméstica	2,4	-0,3	1,0	0,4	1,2	1,0	1,2
Contribución de la demanda externa	-0,4	0,6	0,4	0,6	0,6	0,1	-0,2
Contribución del consumo privado	1,4	-0,5	0,0	0,0	0,6	0,4	0,7
Contribución de la inversión	1,1	0,4	0,4	0,3	0,6	0,2	0,3
Contribución del gasto público	0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,4	0,3	1,0	0,4	1,2	1,0	1,2
Consumo total (% a/a, media)	2,1	-0,6	0,4	0,4	0,8	0,7	1,0
Inversión privada (% a/a, media)	5,0	3,0	1,8	1,1	2,5	1,0	1,3
Exportaciones (a/a en %)	0,9	9,3	3,0	1,7	6,7	4,4	2,5
Importaciones (a/a en %)	3,3	8,4	0,7	-1,6	3,5	3,5	3,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,9	3,5	3,3	3,1	2,7	2,5	2,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,5	2,5	0,2	0,3	0,6	1,1	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-7,6	-5,4	-3,6	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5
Balance comercial (% PIB)	-1,7	-2,0	-0,2	1,0	0,9	0,7	0,8
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,9	0,8	3,1	3,8	4,0	3,7	3,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,07	0,07	0,04	-0,06	-0,06	-0,07	-0,18
Tipo de corto plazo (final período)	0,15	0,11	0,08	-0,05	-0,02	-0,02	-0,13
Tipo de largo plazo (final período)	0,74	0,33	0,27	0,04	0,05	0,07	-0,04
Tipo de cambio vs USD (fin período)	105,25	119,85	120,27	116,78	112,69	108,28	108,30
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	145,15	145,51	130,94	123,10	135,15	128,72	135,10
Crédito privado (% a/a, media)	3,4	2,2	2,4	1,7	4,5	3,5	3,3
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	0,9	1,5	1,6	1,7	0,9	0,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,1	0,8	1,1	2,2	4,2	3,9	1,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,9	8,5	7,7	-0,5	7,5	1,8	1,4
Tasa de ahorro (% , media)	0,3	-0,4	0,8	2,6	2,6	3,0	2,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Statistics Bureau)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

Los indicadores adelantados y los índices de confianza apuntan a que esta contracción fue un episodio puntual del primer trimestre y que el crecimiento volverá a su senda. Se espera que las exportaciones y la inversión sigan siendo los principales motores, aunque un yen revalorizado frente al dólar puede quitar algo de impulso a la actividad exportadora en los próximos trimestres. El ciclo económico y comercial global, la recuperación del crecimiento y el reciente acuerdo de comercio con la UE serán también factores de apoyo decisivos.

La moderación del nivel de actividad económica en el primer trimestre del año nos hace revisar nuestra previsión de crecimiento de 2018 al 1,2% (desde el 1,5%), mientras que el de 2019 se revisa al 1,1% (desde el 0,8%) por el efecto de base (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

Por otra parte, se mantiene la dinámica de creación de empleo y de actividad económica. El desempleo en la economía japonesa está en mínimos (2,2% en mayo) y el ratio de empleos ofrecidos por candidato está en 1,6, un valor que no alcanzaba desde el principio de la década de los noventa. En este contexto, podría empezar a aparecer cierta inflación de salarios, ya que el indicador de remuneración ha superado el +2% por primera vez desde 2004. La inflación sigue moderada (+0,7%), impulsada principalmente por efecto energía (+14,2%), mientras que la subyacente sigue casi estancada (0,1%). Está por verse si esto cambiará el cronograma de política monetaria del Banco de Japón.

A corto plazo, es previsible que la política monetaria permanezca expansiva en ausencia de presiones inflacionistas contrastadas aún, 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. El fin de la administración del Primer Ministro, Shinzō Abe, el año que viene, puede suponer cambios en el rumbo de la política económica en Japón.

## 1.2.8 Turquía

### Lo mejor de lo peor esperable

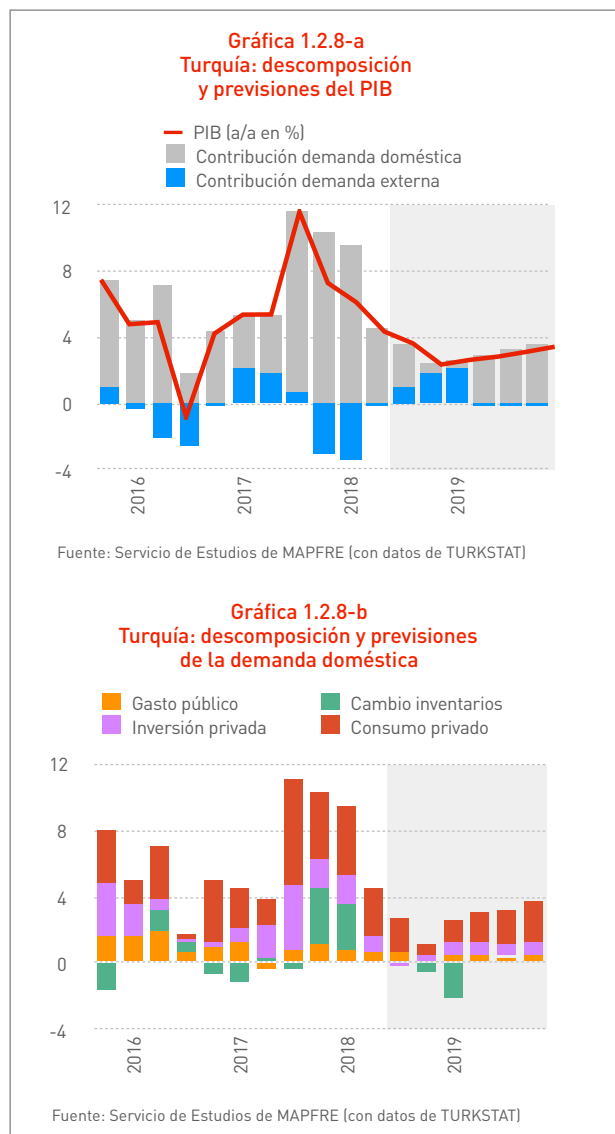
La economía turca creció un 7,2% (a/a) en el primer trimestre del año, como consecuencia de los efectos rezagados de los estímulos pre-electorales de índole cuasi-fiscal. Para 2018, se espera un crecimiento promedio del PIB del 4,1%.

La lira turca ha estado bajo fuerte presión en este trimestre, depreciándose un 16,5% desde los 3,95 USD/TRY del cierre del primer trimestre, al 4,60 USD/TRY cierre del segundo. Los factores que subyacen a este comportamiento fueron, por una parte, idiosincráticos (como la incertidumbre de las elecciones) y, por la otra, problemas económicos de fondo (déficits por cuenta corriente y fiscal, y necesidades de financiación externa en dólares que ascienden al 25% del PIB).

Ante una depreciación que parecía empezar a descontrolarse, el banco central ha subido los tipos de interés 300 pbs en mayo hasta 16,5%, y en junio 125 pbs más hasta 17,75%. La inflación de junio repuntó hasta los 15,4%, sorprendiendo al alza. El déficit por cuenta corriente volvió a aumentar hasta -6,3% en el primer trimestre, y el déficit fiscal se situó en 1,6% en el en ese mismo período.

- Las elecciones 24 de junio arrojaron “el mejor de los peores resultados”.
- El PIB se desacelerará visiblemente, pero menos de lo que se anticipaba el trimestre pasado.
- La inflación se mantendrá en el terreno de dos dígitos.
- El banco central alteró las referencias monetarias (cambio de instrumento y subida de tipos de interés) como medida para estabilizar la moneda y ganar credibilidad.





**Tabla 1.2.8**  
**Turquía: principales agregados macroeconómicos**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	8,5	5,3	6,0	3,3	7,4	4,1	3,0
Contribución de la demanda doméstica	10,3	3,4	5,5	4,6	7,1	4,3	2,6
Contribución de la demanda externa	-1,8	1,9	0,5	-1,3	0,4	-0,2	0,4
Contribución del consumo privado	4,9	1,9	3,4	2,2	3,7	2,4	1,9
Contribución de la inversión	3,8	1,3	2,7	0,7	2,1	0,8	0,8
Contribución del gasto público	1,1	0,4	0,5	1,3	0,7	0,5	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	10,1	3,2	5,4	4,5	6,9	4,3	2,5
Consumo total (% a/a, media)	7,9	3,0	5,1	4,7	5,9	4,0	3,1
Inversión privada (% a/a, media)	14,0	5,5	9,1	2,4	7,2	2,7	2,7
Exportaciones (a/a en %)	1,4	8,3	4,3	-1,7	12,1	6,5	3,2
Importaciones (a/a en %)	8,0	-0,3	1,8	3,7	10,2	6,9	1,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	9,3	10,7	10,5	12,1	10,3	11,0	10,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	7,5	8,8	8,2	7,6	12,3	11,5	9,3
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-1,1	-1,1	-1,3	-1,6	-2,5	-1,9
Balance comercial (% PIB)	-8,4	-6,8	-5,6	-4,7	-6,9	-8,8	-7,8
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	-5,6	-6,9	-5,9
Tipo de interés oficial (final período)	7,10	8,51	8,81	8,31	12,75	16,48	13,11
Tipo de corto plazo (final período)	9,12	9,79	11,47	9,90	14,61	18,01	14,42
Tipo de largo plazo (final período)	10,20	7,96	10,74	11,40	11,72	13,48	10,69
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,15	2,33	2,92	3,52	3,79	4,67	4,52
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	2,96	2,83	3,18	3,71	4,55	5,55	5,64
Crédito privado (% a/a, media)	28,8	23,2	23,0	12,8	20,6	15,1	11,4
Crédito familias (% a/a, media)	24,0	16,3	12,5	7,1	17,5	12,7	13,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	31,1	30,1	29,9	14,7	24,3	19,1	10,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	24,3	22,4	26,4	9,0	27,2	38,5	13,1
Tasa de ahorro (% , media)	17,9	20,5	20,3	22,7	19,8	17,2	15,3

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de TURKSTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

Para 2018, se espera una desaceleración de la actividad económica hacia el entorno del 4,1% (desde los 7,4% de 2017), por una esperable desaceleración del crédito en un contexto de tipos de interés más altos, financiación en dólares más cara, y unas importaciones de energía a mayor coste (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

Las elecciones del 24 de junio dieron la presidencia y la jefatura de gobierno al partido AKP y sus aliados. Esto es el mejor de los peores resultados posibles, dado que, por un lado, el gobierno no dispone de una mayoría cualificada para modificar la constitución, y por otro, no hay incentivos para crear un ámbito electoral volátil nuevo. En este contexto, creemos que finalmente el presidente Recep T. Erdoğan admitirá cierta disciplina del mercado. El deterioro paulatino de la moneda, sin embargo, no está descontado debido a los desequilibrios acumulados y a la situación idiosincrática del país.

### 1.2.9 México

#### Prudencia del candidato ganador renueva la confianza de los mercados

La economía mexicana se ha venido desacelerando desde niveles del 3% que tenía en 2016 hasta el 1,3% que registró en el primer trimestre de 2018, por la pérdida de dinamismo de las inversiones y exportaciones.

El consumo privado, por su parte, sigue siendo un motor fundamental creciendo al 2,6%. Para 2018, se espera un creci-

- La desaceleración actual es puntual y ya estaba prevista en el escenario base.
- El banco central ha alterado el mensaje de su política monetaria por las presiones sobre el peso.
- El candidato ganador de las elecciones presidenciales tranquiliza a los mercados por el momento; el peso y bolsa se recuperan de forma moderada.

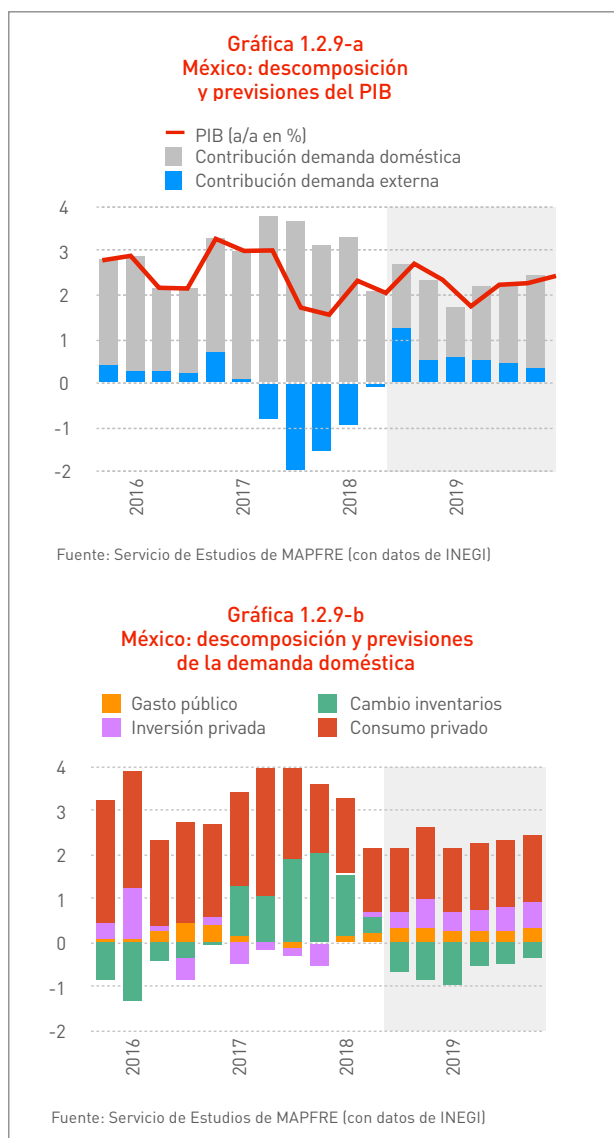
miento promedio del PIB del 2,4% (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

La inflación se situó en 4,6% en junio (con una inflación subyacente en 3,6%), y esperamos que termine el cuarto trimestre de 2018 en el 4,3%. En su última reunión en junio, el Banco de México ha subido el tipo de referencia en 25 pbs al 7,75%, argumentando que la moneda seguía bajo presión.

En las elecciones del 1 de julio, Andrés Manuel López Obrador ganó la presidencia con el 53% de los votos, y la coalición de partidos que lo postuló obtuvo la mayoría en la Cámara de Diputados y en el Senado; victorias ya esperadas por los mercados ante la ventaja que anticipaban los sondeos.

El peso mexicano lleva recuperándose desde mediados de junio, de los niveles de 20,9 MXN/USD a los niveles de 19,0 actuales. Esta recuperación de la moneda seguramente permitirá a la inflación moderarse. Con las expectativas bien ancladas a la baja, el banco central podrá mantener los tipos de interés en el nivel actual, pero las próximas decisiones estarán en gran medida condicionadas por las negociaciones salariales de noviembre, los presupuestos de diciembre, la evolución de la moneda y el resultado de las negociaciones del NAFTA que probablemente seguirán al menos hasta enero 2019.

Los mercados, han vuelto a mostrar su confianza en la economía mexicana, ante los mensajes de López Obrador de que adoptará un enfoque prudente. La Bolsa Mexicana de Valores se ha recuperado un 8% desde mediados de junio (16% en euros).



**Tabla 1.2.9**  
México: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	1,6	2,8	3,3	2,6	2,3	2,4	2,2
Contribución de la demanda doméstica	2,1	1,9	2,5	2,3	3,4	2,2	1,7
Contribución de la demanda externa	-0,4	0,9	0,8	0,4	-1,1	0,2	0,5
Contribución del consumo privado	1,3	1,4	2,2	2,2	2,2	1,6	1,5
Contribución de la inversión	-0,7	0,3	1,1	0,2	-0,3	0,3	0,5
Contribución del gasto público	0,1	0,4	0,2	0,3	0,0	0,2	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,1	2,5	2,5	2,3	3,4	2,2	1,7
Consumo total (% a/a, media)	1,8	2,2	3,1	3,2	2,8	2,3	2,3
Inversión privada (% a/a, media)	-3,3	3,0	5,1	1,2	-1,5	1,5	2,5
Exportaciones (a/a en %)	1,3	6,9	8,6	3,5	3,9	4,4	4,1
Importaciones (a/a en %)	2,6	5,9	6,0	2,4	7,0	3,7	2,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,6	4,4	4,2	3,5	3,3	3,5	3,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,7	4,2	2,3	3,2	6,6	4,2	3,3
Balance fiscal (% PIB)	-2,3	-3,1	-3,4	-2,5	-1,1	-2,1	-2,4
Balance comercial (% PIB)	-0,1	-0,2	-1,2	-1,2	-1,0	-1,4	-1,8
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,4	-1,8	-2,5	-2,2	-1,7	-2,0	-1,9
Tipo de interés oficial (final período)	3,50	3,00	3,25	5,75	7,25	7,74	6,10
Tipo de corto plazo (final período)	3,41	2,92	3,29	5,87	7,31	8,01	6,25
Tipo de largo plazo (final período)	6,40	5,79	6,28	7,42	7,66	7,45	6,34
Tipo de cambio vs USD (fin período)	13,04	14,74	17,20	20,74	19,67	19,26	17,99
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	17,99	17,90	18,73	21,86	23,59	22,90	22,44
Crédito privado (% a/a, media)	13,9	10,8	13,6	16,3	12,1	11,7	6,0
Crédito familias (% a/a, media)	9,1	8,1	8,4	12,8	9,9	7,9	4,5
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)	15,4	9,8	-11,4	3,5	1,7	9,2	14,5
Tasa de ahorro (% , media)	15,0	13,8	14,7	13,0	11,0	11,4	11,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INEGI)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

## 1.2.10 Brasil

### Aceleración del crecimiento frustrada, incertidumbre política y reformas necesarias

En Brasil, el PIB creció un 1,2% a/a en el primer trimestre, lo que significa una sustancial desaceleración desde el 2,1% del cuarto trimestre de 2017. Esta desaceleración se atribuye principalmente a una reducción del gasto del gobierno y una reducción del ritmo de crecimiento de la inversión y las exportaciones.

Para 2018, hemos revisado a la baja el crecimiento del PIB al 1,6% ante la subida de los precios del petróleo y la depreciación del real, así como por el efecto de la huelga de conductores de transporte de mercancías en mayo (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b). La inflación (IPCA), por su parte, ha repuntado al 4,4% a/a en junio desde los 2,9% de mayo.

El banco central sorprendió al mercado en la reunión del 16 de mayo manteniendo los tipos SELIC en el 6,50%, mientras se esperaba que bajaran 25 pbs. La decisión se fundamentó en “el cambio en el balance de riesgos”, en alusión a la presión sobre las monedas emergentes, un contexto de bonos de Estados Unidos con rendimientos atractivos y un dólar revalorizándose (*flight to quality*).

El déficit fiscal ha mejorado al situarse en 7,2% en mayo (1,4% el déficit primario). Brasil necesita continuar las reformas estructurales para

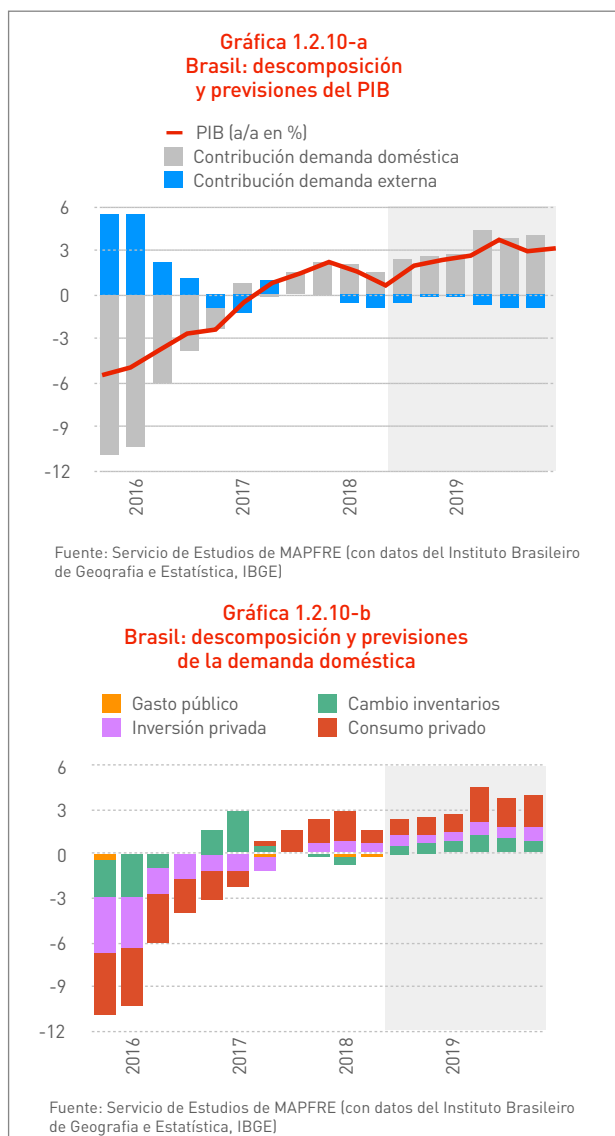
- **La desaceleración actual de la actividad económica ha sido motivada por factores puntuales y estructurales.**
- **El banco central frena su senda bajista; condiciones monetarias menos laxas a la vista.**
- **Persiste la incertidumbre; la política pesa sobre la viabilidad y voluntad de las futuras reformas.**

equilibrar las cuentas públicas, pero hasta las elecciones de octubre no se esperan grandes avances en este sentido.

El real brasileño también ha sufrido la presión de los mercados como las demás monedas de países emergentes, acercándose al cierre del segundo trimestre al nivel de 3,90 contra el dólar. Sin embargo, a su favor juega una balanza comercial en positivo, unas amplias reservas de moneda y un balance por cuenta corriente bastante más sano que otros mercados emergentes que están bajo presión (véase el Recuadro 1.1.2). Brasil, además, cuenta ya con un ajuste de la moneda que la ubica en el terreno del equilibrio contra el dólar, a la par que su financiación es mucho más estable y menos dependiente de esa divisa.

Respecto a elecciones presidenciales de octubre, con Luiz Inácio Lula da Silva inhabilitado, aparentemente sería Jair Bolsonaro (PSL) el que iría por delante con 20% (compilado de encuestas a junio 2018), seguido de Marina Silva (REDE) con 13%, aunque Ciro Gomes (PDT) con 10% y Geraldo Alckmin (PSDB) con 7,5%, todavía estarían en la carrera para llegar a disputar la segunda vuelta.

Es importante destacar que la necesidad de nuevas reformas, principalmente en materia de seguridad social, es el gran desafío al que se enfrenta Brasil, especialmente después de que la administración del presidente Michel Temer no aprobara ni siquiera una reforma de mínimos que introdujera una edad mínima de jubilación. Si la administración entrante no implementa una reforma razonablemente ambiciosa, se enfrentará a grandes déficits fiscales y a un aumento de la deuda a partir de niveles ya de por sí elevados, lo que limitará la recuperación económica del país.



**Tabla 1.2.10**  
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	3,0	0,5	-3,6	-3,4	1,0	1,6	3,1
Contribución de la demanda doméstica	4,0	0,4	-7,1	-5,4	1,0	2,1	3,8
Contribución de la demanda externa	-1,0	0,1	3,6	2,0	-0,1	-0,5	-0,7
Contribución del consumo privado	2,3	1,5	-2,2	-3,0	0,6	1,3	2,0
Contribución de la inversión	1,2	-0,8	-2,9	-1,9	-0,3	0,7	0,7
Contribución del gasto público	0,3	0,1	-0,2	-0,0	-0,1	-0,1	0,0
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,8	0,2	-6,7	-5,2	1,0	2,1	3,7
Consumo total (% a/a, media)	3,1	2,0	-2,8	-3,5	0,6	1,5	2,4
Inversión privada (% a/a, media)	5,8	-4,1	-14,0	-10,1	-1,8	4,3	3,9
Exportaciones (a/a en %)	2,6	-0,8	6,9	1,9	5,8	5,9	4,7
Importaciones (a/a en %)	7,0	-1,9	-14,1	-9,5	5,6	8,5	7,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,2	6,5	9,0	12,0	11,8	12,0	10,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	5,8	6,5	10,4	7,0	2,8	3,6	4,5
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-6,0	-10,2	-9,0	-7,8	-7,3	-6,7
Balance comercial (% PIB)	0,0	-0,3	1,0	2,5	3,1	2,9	2,1
Impulso fiscal (% PIB)	1,7	-0,5	-1,8	-2,4	-1,7	-1,9	-1,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,0	-4,2	-3,3	-1,3	-0,5	-1,0	-1,7
Tipo de interés oficial (final período)	9,63	11,32	14,25	13,97	7,58	6,53	8,06
Tipo de corto plazo (final período)	9,90	11,65	14,15	13,65	6,90	6,43	8,20
Tipo de largo plazo (final período)	13,05	12,25	16,10	11,36	10,24	10,02	9,41
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,35	2,66	3,90	3,26	3,31	3,78	3,58
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3,25	3,22	4,25	3,43	3,97	4,50	4,46
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	14,0	9,9	4,3	4,6	8,9	14,1
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	18,9	19,5	19,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

## 1.2.11 Argentina

### Ayuda del FMI condicionada al alcance de metas

Tras un crecimiento del PIB real del 3,2% a/a en el primer trimestre del año, y un segundo trimestre en el que se verá impacto de varios problemas en el sector agrícola (sequía e inundaciones), en la segunda mitad del año la economía argentina podrá mostrar un fuerte frenazo. La depreciación del peso argentino en los meses de abril/mayo, las subsecuentes subidas de tipos de interés para defender la moneda y la subida de precios del petróleo, van a afectar a la inflación, a la confianza y al consumo. Las exportaciones, igualmente, serán afectadas por la caída de la producción agrícola.

El crecimiento en el segundo semestre será bajo, casi estancado en términos interanuales, lo que ubicará el crecimiento del promedio del año en el 1,3%, revisado desde los 2,6% que habíamos establecido en el informe anterior (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

El programa de ayuda del Fondo Monetario Internacional (FMI) a Argentina ascenderá a 50.000 millones de dólares; un monto superior a lo esperado, lo que en cierta medida ha calmado a los mercados. Sin embargo, a cambio de esta ayuda

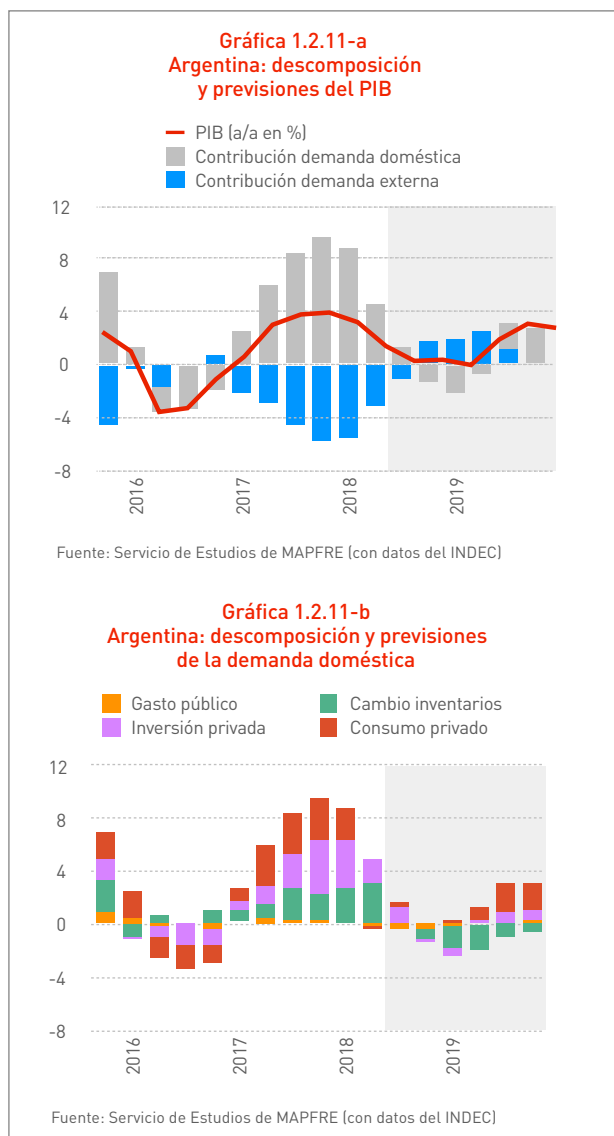
- **La ayuda del FMI es condicional al control del déficit público, de la inflación (vía control de crecimiento de la masa monetaria) y a cortar la monetización.**
- **La fuerte depreciación de la moneda en abril/mayo, la subida de tipos y la subida del precio del petróleo anticipan un cierto estancamiento económico en segundo semestre de 2018.**
- **Revisamos a la baja la estimación de crecimiento del PIB de 2018 del 2,6% al 1,3% .**
- **La depreciación del tipo de cambio real no es suficiente para corregir el déficit por cuenta corriente a corto plazo.**
- **Es importante conseguir un equilibrio de flujos para estabilizar la dinámica de la balanza de pagos.**

el gobierno deberá conseguir un superávit fiscal del 0,5% en 2021. Las medidas de enderezamiento del déficit se enfocan en la reducción de gasto no-social, principalmente inversión pública, la reducción de transferencias a las regiones y austeridad en los salarios públicos, lo que podrá resultar en protestas sociales. El primer tramo de ayuda es de 15.000 millones de dólares, y el acceso a los 35.000 millones de dólares restantes está condicionado a alcanzar las metas comprometidas. Otros compromisos incluyen el control de la inflación, mediante la moderación del crecimiento de la masa monetaria, y también garantizar que el banco central no financie directamente al tesoro público.

En Argentina, la popularidad del gobierno ha estado en caída desde hace meses. En este contexto, su capacidad para obtener el apoyo de la oposición para la aprobación del presupuesto de 2019 será una prueba crucial para el actual gobierno. Ser capaz de negociar y construir consenso con la oposición será fundamental de cara a la credibilidad para el programa del FMI, sobre todo teniendo en cuenta que la duración del programa va más allá de 2019 que, además, es año electoral.

Aun así, el objetivo fiscal primario del 1,3% del PIB para 2019 podría alcanzarse aunque el gobierno no logre aprobar los presupuestos, en cuyo caso se usarían los mismos del año anterior. Por eso es importante reforzar la gobernabilidad y llegar a acuerdos entre las diferentes formaciones políticas por estar en riesgo los siguientes tramos de ayuda. De conseguirlo se enviaría una señal positiva a los mercados.

La depreciación del peso argentino probablemente sea insuficiente para reducir el déficit por cuenta corriente a corto plazo. Además, será importante una estabilización de la salida de flujos de los residentes y equilibrarlos con la entrada de flujos de cartera para estabilizar la dinámica de la balanza de pagos.



**Tabla 1.2.11**  
**Argentina: principales agregados macroeconómicos**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	2,4	-2,5	2,7	-1,7	2,8	1,3	1,9
Contribución de la demanda doméstica	4,1	-4,2	4,4	-1,4	6,6	3,3	0,5
Contribución de la demanda externa	-1,8	1,7	-1,7	-0,4	-3,8	-2,0	1,4
Contribución del consumo privado	2,6	-3,1	2,5	-0,7	2,6	0,7	1,3
Contribución de la inversión	0,5	-1,2	0,7	-0,9	2,1	1,6	0,3
Contribución del gasto público	0,6	0,4	0,9	0,0	0,3	-0,1	0,0
Demanda doméstica (% a/a, media)	4,0	-3,8	4,2	-1,3	6,3	3,1	0,5
Consumo total (% a/a, media)	3,9	-3,2	4,1	-0,8	3,3	0,6	1,6
Inversión privada (% a/a, media)	2,5	-6,6	3,4	-4,8	11,2	8,2	1,5
Exportaciones (a/a en %)	-3,6	-6,8	-2,8	6,0	0,4	-0,6	4,6
Importaciones (a/a en %)	4,1	-11,2	4,9	6,0	14,6	6,9	-1,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,4	6,9	7,0	7,6	7,2	7,0	6,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	31,2	44,2	26,0	39,3	23,3	29,3	19,4
Balance fiscal (% PIB)	-3,5	-4,8	-5,9	-5,8	-6,0	-5,4	-4,2
Balance comercial (% PIB)	0,8	1,0	-0,1	0,8	-0,9	-1,7	-0,9
Impulso fiscal (% PIB)	-2,1	-3,2	-3,9	-4,1	-3,7	-2,7	-1,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-1,6	-2,7	-2,7	-4,8	-5,9	-5,0
Tipo de interés oficial (final período)	17,65	25,33	33,00	24,75	28,75	32,98	24,76
Tipo de corto plazo (final período)	11,00	16,00	26,00	26,75	30,75	35,00	26,78
Tipo de largo plazo (final período)	11,12	9,36	6,65	7,00	5,91	7,63	7,22
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,52	8,55	13,04	15,89	18,65	28,11	34,26
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	8,99	10,38	14,20	16,75	22,37	33,42	42,74
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
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)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INDEC)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

### 1.2.12 China

#### Desaceleración económica y riesgos comerciales

El crecimiento de China se desacelera en medio del aumento de los riesgos comerciales. Nuestra estimación es que la economía crezca 6,3% en 2018, frente al 6,9% de 2017 (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

- El crecimiento económico comienza a desacelerarse como resultado de la incertidumbre por el conflicto tarifario con Estados Unidos.
- Las autoridades chinas no cambiarán la hoja de ruta en su política económica aunque esto suponga una minoración de la actividad.
- El renminbi se deprecia en señal de peores expectativas, pero también absorbiendo el posible efecto arancelario.

Estados Unidos y China han impuesto tarifas de ida y vuelta por valor de 34.000 millones de dólares de importaciones de cada uno, con otros 16.000 millones de dólares a continuación este mes (véase el Recuadro 1.1.4). Si bien el impacto económico de esto será modesto, lo preocupante es la escalada de las tensiones comerciales. La incertidumbre ya está frenando la confianza de las empresas y retrasando la inversión. Mientras tanto, los datos económicos de China para mayo sugieren una desaceleración generalizada, que esperamos se mantenga en el segundo semestre debido a políticas financieras más estrictas iniciadas a principios de 2018.

La presión a la baja sobre el crecimiento ha llevado a los responsables de la formulación de políticas a suavizar la postura política. Pero, salvo una ralentización drástica, no se espera un cambio importante para medidas de estímulo.

La depreciación del renminbi desde mediados de junio refleja la evolución del mercado, presionado en medio de un sentimiento menos benévolo sobre el crecimiento y por el aumento de las tensiones comerciales con los Estados Unidos.

### 1.2.13 Indonesia

#### Recuperando desequilibrios

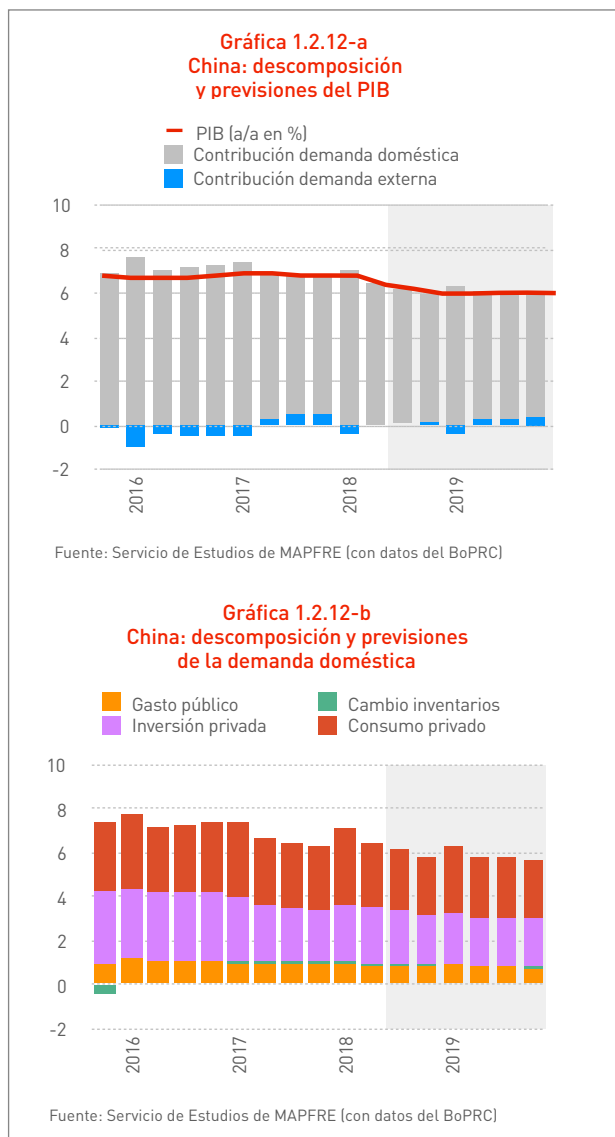
En medio del inicio de las elecciones regionales a gobernador y alcalde en 2018 y de las elecciones presidenciales en 2019, se pronostica una leve recuperación del impulso del crecimiento económico en Indonesia. Los indicadores adelantados hacen prever que el crecimiento anual del PIB real aumente en 2018 para situarse en el 5,1% gracias a la demanda interna, fundamentalmente (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

- Moderada menor nivel de actividad económica y deterioro cambiario.
- Endurecimiento de la política monetaria.
- Riesgos políticos y derivados de la escena comercial.

La subida de los precios del petróleo y de los alimentos, unida a un ajuste de los precios administrativos y a una demanda interna más fuerte que el año pasado, generará en 2018 una inflación global superior a la prevista por el gobierno (3,8%). Asimismo, se espera en 2018 una ampliación del déficit de la cuenta corriente (-2,0% del PIB), invirtiendo la tendencia de fortalecimiento de la posición de la cuenta corriente que se había iniciado desde 2013.

La rupia indonesia va a estar bajo presión depreciatoria frente al dólar a la luz de las presiones de política monetaria y los efectos arancelarios





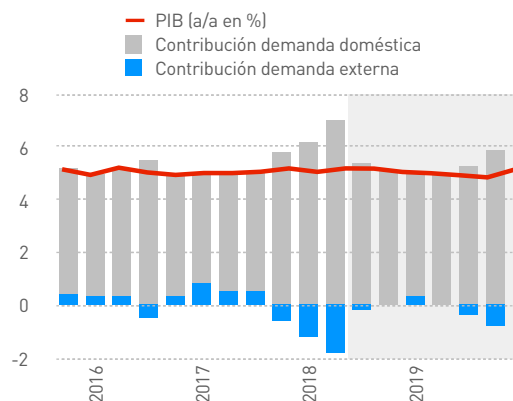
**Tabla 1.2.12**  
China: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	7,8	7,3	6,9	6,7	6,9	6,3	6,0
Contribución de la demanda doméstica	7,9	5,7	6,9	7,3	6,7	6,4	5,9
Contribución de la demanda externa	-0,1	1,6	-0,0	-0,6	0,2	-0,0	0,1
Contribución del consumo privado	3,0	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	2,8
Contribución de la inversión	4,2	2,2	3,4	3,1	2,5	2,4	2,2
Contribución del gasto público	0,6	0,4	0,9	1,2	1,0	0,9	0,8
Demanda doméstica (% a/a, media)	8,1	7,2	7,1	7,5	6,8	6,5	6,0
Consumo total (% a/a, media)	7,2	7,1	8,0	8,6	7,8	7,5	6,9
Inversión privada (% a/a, media)	9,3	6,9	7,4	6,7	5,6	5,3	4,9
Exportaciones (a/a en %)	8,3	5,4	0,5	1,8	6,7	5,2	3,9
Importaciones (a/a en %)	10,6	7,7	0,6	3,2	8,4	6,1	5,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,1	4,1	4,1	4,0	3,9	3,9	3,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,9	1,5	1,5	2,2	1,8	2,5	2,4
Balance fiscal (% PIB)	-1,8	-1,8	-3,4	-3,8	-3,7	-3,8	-3,7
Balance comercial (% PIB)	3,7	4,2	5,3	4,4	3,9	2,9	2,7
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,5	2,3	2,8	1,8	1,3	0,6	0,6
Tipo de interés oficial (final período)	4,71	3,53	2,33	2,48	2,89	3,30	3,37
Tipo de corto plazo (final período)	7,50	5,75	3,05	4,25	5,53	4,05	3,78
Tipo de largo plazo (final período)	4,55	3,63	2,82	3,05	3,91	3,88	3,87
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,05	6,20	6,49	6,94	6,51	6,27	6,19
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	8,35	7,53	7,07	7,32	7,80	7,45	7,73
Crédito privado (% a/a, media)	15,4	13,4	14,8	13,3	10,5	11,4	9,6
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
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)	39,8	39,7	39,3	38,4	37,9	37,1	36,4

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BoPRC)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

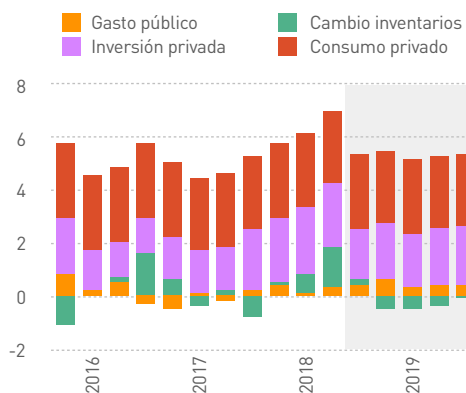
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

**Gráfica 1.2.13-a**  
Indonesia: descomposición  
y previsiones del PIB



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

**Gráfica 1.2.13-b**  
Indonesia: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica



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

**Tabla 1.2.13**  
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	5,6	5,0	4,9	5,0	5,1	5,1	5,0
Contribución de la demanda doméstica	5,0	4,6	3,9	4,9	4,7	5,9	5,2
Contribución de la demanda externa	0,6	0,4	0,9	0,2	0,4	-0,8	-0,2
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	2,0	2,2	2,1
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	4,0	4,9	4,8	6,0	5,2
Consumo total (% a/a, media)	5,6	4,7	4,9	4,4	4,6	5,0	5,2
Inversión privada (% a/a, media)	5,1	4,5	5,0	4,5	6,1	6,9	6,5
Exportaciones (a/a en %)	4,1	1,3	-2,1	-1,6	9,2	5,5	5,5
Importaciones (a/a en %)	2,0	2,2	-6,2	-2,5	8,1	10,1	6,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,7	5,9	5,8	5,5	5,3	5,3	4,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	8,0	6,5	4,8	3,3	3,5	3,8	4,0
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-2,2	-2,6	-2,5	-2,6	-2,5	-2,6
Balance comercial (% PIB)	0,6	0,8	1,6	1,6	1,8	1,4	1,7
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,2	-3,1	-2,0	-1,8	-1,7	-2,03	-1,97
Tipo de interés oficial (final período)	6,25	6,50	6,25	4,75	4,25	5,25	5,75
Tipo de corto plazo (final período)	7,84	7,17	8,86	7,46	5,48	6,54	7,14
Tipo de largo plazo (final período)	8,71	7,86	8,81	7,85	6,30	7,12	7,64
Tipo de cambio vs USD (fin período)	12.160	12.427	13.836	13.525	13.484	13.793	13.951
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	16.770	15.088	15.063	14.257	16.171	16.397	17.404
Crédito privado (% a/a, media)	21,9	15,2	10,6	7,8	8,2	9,6	9,4
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
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)	16,9	4,4	32,0	10,1	15,1	-1,7	9,2
Tasa de ahorro (% , media)	17,1	17,0	17,0	17,0	17,0	17,6	17,9

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BPS)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

globales. Una brecha de producción y de inflación más estrecha y una rupia volátil obligarán a la autoridad monetaria a subir tipos de interés a lo largo de este año hasta superar el 5,25%.

Los riesgos a la baja para la economía de Indonesia pueden derivarse del endurecimiento de las condiciones financieras mundiales y de una política comercial proteccionista. Además, el riesgo político puede aumentar durante las elecciones regionales de 2018 y las presidenciales de 2019.

### 1.2.14 Filipinas

#### Se mantiene el crecimiento

La economía de Filipinas continúa creciendo por encima del potencial de largo plazo gracias al gasto público y privado (transferencias y remesas), a la par que las exportaciones y la inversión también mejoran. La administración del Presidente R. Duterte planea aumentar el gasto a un nuevo récord en 2018, y la inversión en infraestructura representará el 6% del PIB el próximo año.

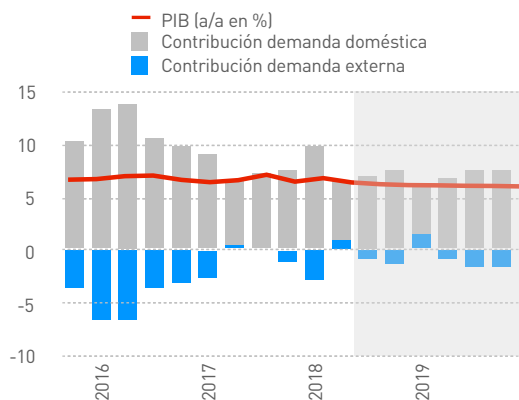
- La economía impulsada por una fuerte actividad doméstica y demanda exterior.
- La calificación soberana se traslada a mejoras en variables de mercado.
- Los riesgos políticos se mantienen.

Hacia adelante, nuestra previsión para el crecimiento del PIB plantea una ligera reducción del dinamismo de la economía filipina, situándolo en el 6,4% (a/a) en 2018 y en 6,1% en 2019 (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

En el frente de la política monetaria, el nombramiento del nuevo 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 los tipos de interés desde mayo de 2016, manteniendo bajos los costos de endeudamiento y abundante liquidez.

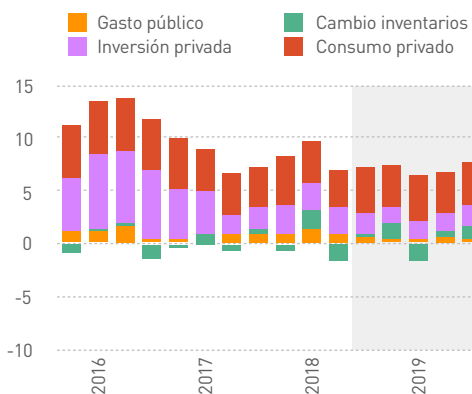
El sólido desempeño económico el primer trimestre de 2018 de la economía filipina, confirmó en variables de mercado la calificación soberana que otorgaron las agencias durante el año pasado. Recordemos que la calificación de la deuda a largo plazo denominada en moneda extranjera se elevó a BBB con una perspectiva estable. Con esta acción, las agencias calificadoras han colocado a Filipinas en el nivel "BBB" (S & P BBB, Moody's Baa2), a la par de Italia y por encima de Indonesia.

**Gráfica 1.2.14-a**  
Filipinas: descomposición  
y previsiones del PIB



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

**Gráfica 1.2.14-b**  
Filipinas: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica



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

**Tabla 1.2.14**  
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	7,1	6,1	6,0	6,9	6,7	6,4	6,1
Contribución de la demanda doméstica	9,8	4,8	9,1	11,9	7,5	7,5	6,7
Contribución de la demanda externa	-2,7	1,3	-3,0	-5,0	-0,8	-1,1	-0,6
Contribución del consumo privado	4,0	3,9	4,4	4,9	4,1	4,0	4,0
Contribución de la inversión	2,4	1,1	3,6	6,2	2,7	2,3	2,0
Contribución del gasto público	0,6	0,3	0,8	0,9	0,7	0,8	0,5
Demanda doméstica (% a/a, media)	9,9	5,0	9,0	11,5	6,9	6,9	6,1
Consumo total (% a/a, media)	5,6	5,2	6,5	7,4	6,0	6,0	5,7
Inversión privada (% a/a, media)	12,0	7,2	16,6	26,6	9,5	7,9	6,8
Exportaciones (a/a en %)	-0,6	12,6	8,7	11,7	19,6	7,4	8,7
Importaciones (a/a en %)	4,5	10,1	14,6	20,5	18,2	8,1	8,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,4	6,0	5,6	4,7	5,0	5,2	4,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,0	2,9	0,3	2,0	3,0	4,4	3,6
Balance fiscal (% PIB)	-1,4	-0,6	-0,9	-2,4	-2,2	-2,9	-3,0
Balance comercial (% PIB)	-6,5	-6,1	-8,0	-11,7	-13,1	-14,4	-13,3
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	4,2	3,8	2,5	-0,4	-0,8	-1,8	-1,5
Tipo de interés oficial (final período)	3,50	4,00	4,00	3,00	3,00	3,75	4,50
Tipo de corto plazo (final período)	2,03	3,09	3,03	2,50	3,22	3,65	3,84
Tipo de largo plazo (final período)	3,80	4,37	4,10	4,63	5,70	6,36	6,52
Tipo de cambio vs USD (fin período)	44,41	44,62	47,17	49,81	49,92	51,97	50,81
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	61,25	54,17	51,35	52,51	59,87	61,78	63,38
Crédito privado (% a/a, media)	16,6	18,0	13,2	15,3	18,0	15,8	11,4
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
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)	6,0	8,8	2,6	8,7	9,2	10,4	10,3
Tasa de ahorro (% , media)	8,3	9,3	7,7	7,8	8,1	7,8	8,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del PSA)  
Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

## 2. Panorama sectorial

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

#### 2.1.1 Mercados globales

La fortaleza de la actividad económica a nivel global anticipa un crecimiento mundial para 2018 en el entorno del 3,8%, similar al registrado en 2017. El crecimiento continúa sólido aunque está perdiendo sincronía, mostrando algunos síntomas de agotamiento a partir del avance del ciclo económico. Para las economías desarrolladas, el crecimiento en 2018 se estima por encima del 2%, y en las emergentes, en torno al 5%, si bien en algunas economías como Argentina, Turquía o Brasil se incrementa la incertidumbre en el corto plazo.

En cualquier caso, de momento es un crecimiento fuerte y esta situación favorece al mercado asegurador a nivel global, cuyo desarrollo se encuentra muy vinculado con el comportamiento del ciclo de actividad. Se verán especialmente beneficiados de este crecimiento los mercados aseguradores de los mercados emergentes, en los que el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía hace que la elasticidad del crecimiento sea mayor que en otras economías más desarrolladas por lo que crecimientos débiles o moderados del PIB suelen traducirse en crecimientos mayores de las primas de seguros.

La normalización de la política monetaria y las medidas proteccionistas en los Estados Unidos han aumentado la incertidumbre, pero de momento no han afectado en gran medida a los mercados y al comercio mundial. No obstante, algunos países emergentes han sufrido *shocks* domésticos y externos por las subidas más agresivas de lo previsto en los tipos de interés de referencia en Estados Unidos. Por lo demás, continúan las políticas monetarias todavía laxas por parte de los bancos centrales de la Eurozona y Japón. En la Eurozona, el cronograma de normalización monetaria será muy gradual con el fin de evitar consecuencias no deseadas, como incrementos súbitos en el coste de financiación de las deudas y posibles sobrevaloraciones en los activos que puedan aflorar, lo cual podría incidir negativamente en los resultados de la industria aseguradora. Pero es un riesgo que sigue latente. Como hasta ahora, en estas economías el persistente entorno de bajos tipos de interés continúa siendo un lastre para el desarrollo de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias.

#### 2.1.2 Eurozona

Las expectativas de actividad en la Eurozona apuntan a un relativo enfriamiento que lleva a revisar la baja las previsiones de crecimiento para el conjunto del año en el entorno del 2% (frente al 2,6% de 2017), con una desaceleración de la demanda, previsibles restricciones al comercio internacional y menores expectativas de renta disponible real. La inflación de la Eurozona en junio subió al 2,0%, debido fundamentalmente al

comportamiento del precio del petróleo. En la industria aseguradora, esta ralentización previsiblemente se traducirá en una desaceleración del negocio de los segmentos de No Vida y Vida riesgo.

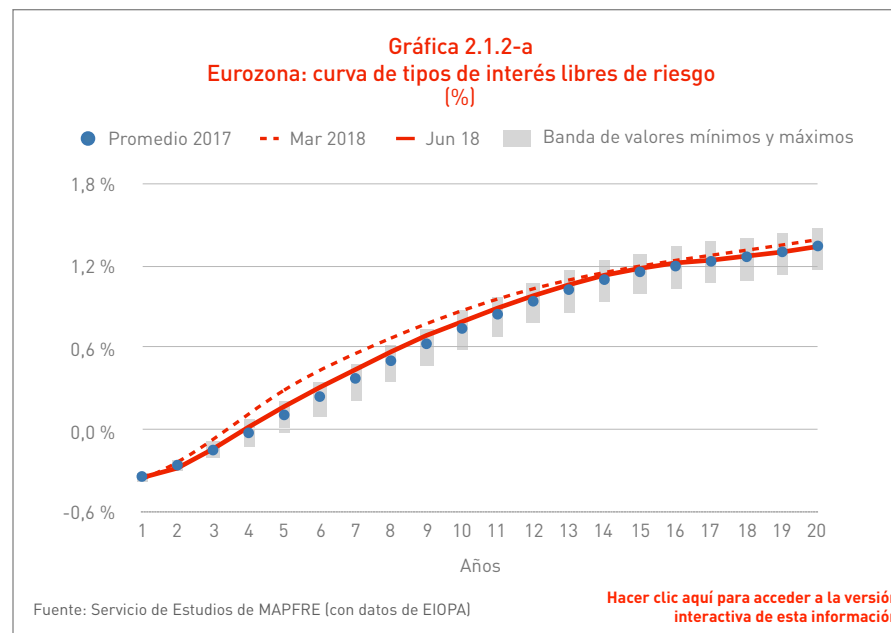
Por otro lado, la inflación subyacente no termina de tomar una senda ascendente hacia el objetivo del Banco Central Europeo (BCE), por lo que la normalización monetaria tardará y todo indica que se hará de forma muy gradual, como de hecho ya ha anunciado el BCE. Los tipos de interés oficiales van a seguir en sus niveles actuales (0,0% tipo de refinanciación y -0,40% tipo de depósito) al menos hasta el verano de 2019, y en todo caso durante el tiempo necesario para asegurar que la inflación se queda estabilizada cerca del objetivo del 2,0%.

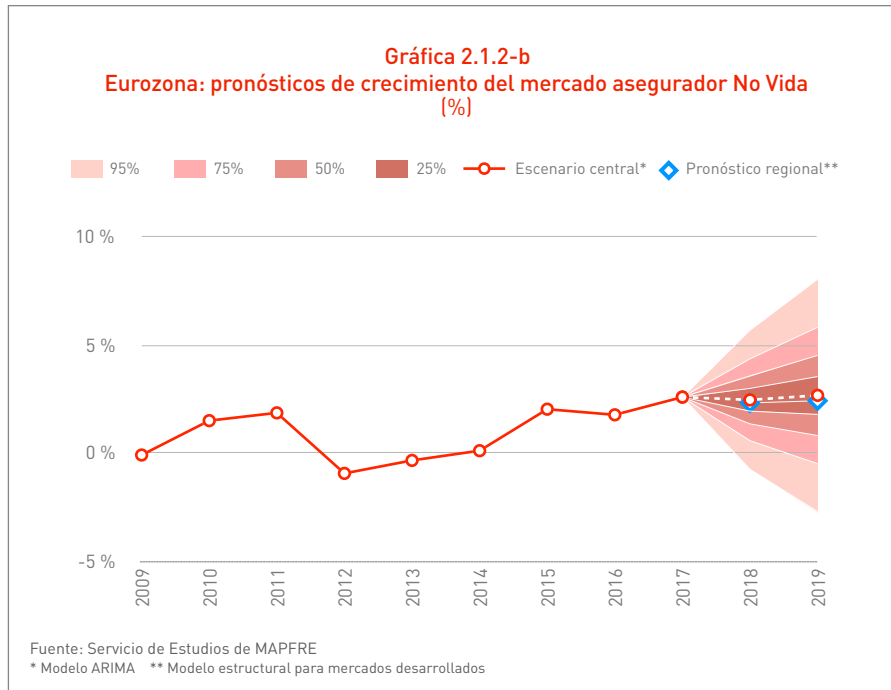
El BCE, en su reunión del 14 de junio, confirmó su intención de seguir con las compras netas de activos al ritmo actual de 30 millardos de euros mensuales hasta el final de septiembre de 2018. A partir de entonces reducirá el ritmo de compras a 15 millardos de euros mensuales hasta finales de año. Posteriormente mantendrá la política de reinvertir el principal de los bonos que vayan venciendo, durante un período prolongado tras el final de las compras netas de activos y, en cualquier caso, durante el lapso que sea necesario para mantener unas condiciones favorables de liquidez y un elevado grado de acomodación monetaria.

La Gráfica 2.1.2-a muestra las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), indicando los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2017, así como el nivel de las últimas curvas publicadas correspondientes a los meses de marzo y junio de 2018 (pueden visualizarse también otros meses y divisas en el gráfico interactivo al que puede accederse en el enlace señalado). En la referida gráfica se aprecia una ligera caída de tipos a lo largo de la curva, situándose muy cerca de los valores medios alcanzados en 2017 (véase la Gráfica 2.1.2-a). La curva sigue presentando una inclinación positiva, con mayores tipos a mayores vencimientos, que puede ser un estímulo para el desarrollo de productos

de Vida ahorro y de rentas vitalicias, aunque con niveles de tipos tan bajos su comercialización resulta todavía complicada. El tramo corto de la curva sigue presentado valores negativos, y se aprecia que el tramo con tipos negativos se ha vuelto a ampliar ligeramente. Este entorno sostenido de bajos tipos de interés continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio.

Por otra parte, en este contexto económico estimamos que las primas de seguros No Vida en la Eurozona podrían alcanzar un crecimiento nominal en torno al 2,4% en 2018 y del 2,7% en 2019 (véase la Tabla 2.1.2 y la Gráfica 2.1.2-b).





### 2.1.3 España

En España, el crecimiento económico estimado para el conjunto del año se sitúa en torno al 2,7% (3,1% en 2017), con una ligera ralentización respecto al año anterior. El consumo privado, la inversión, las exportaciones y la creación de empleo contribuyen al crecimiento, en un contexto de condiciones monetarias laxas. El encarecimiento del precio del petróleo y la desaceleración en la Eurozona, principal destino de las exportaciones españolas, contribuyen a esa ralentización. No obstante, las expectativas continúan siendo favorables para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador con un

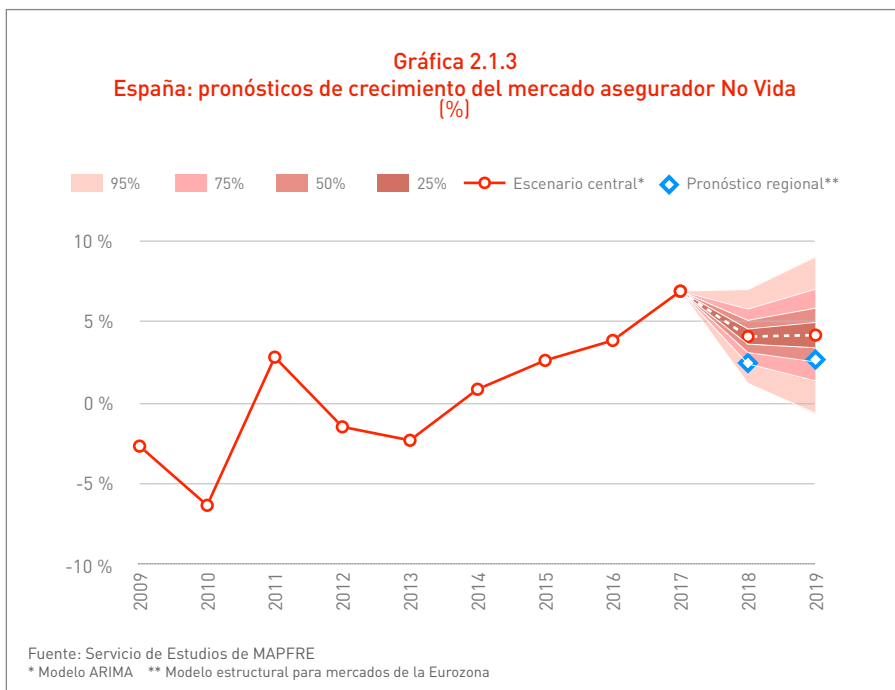
**Tabla 2.1.2**  
**Mercado No Vida: pronósticos de crecimiento de mercados aseguradores seleccionados, 2018-2019**  
(escenario central, crecimiento en moneda local, %)

	Mercado No Vida	
	2018	2019
Eurozona	2,4 %	2,7 %
España	4,1 %	4,2 %
Turquía	13,5 %	9,3 %
Estados Unidos	4,1 %	3,9 %
Brasil	11,0 %	10,9 %
México	9,3 %	11,1 %
China	14,7 %	15,9 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

consumo que continúa fuerte, apoyado en gran medida por la expansión del crédito. El dinamismo del mercado inmobiliario también favorece el desarrollo de estos segmentos del negocio asegurador.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, como hemos apuntado en anteriores informes, la persistencia del entorno de bajos tipos de interés (anclado por tasas de inflación todavía por debajo del objetivo del BCE) continúa lastrando este negocio. El avance del sector asegurador hacia productos en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, o de productos tradicionales que aprovechen la pendiente positiva de la curva de tipos, no termina de arraigar, en un entorno de tipos de interés que está compensando de forma negativa el efecto que la mejora de la economía española pudiera tener en esas líneas de negocio.



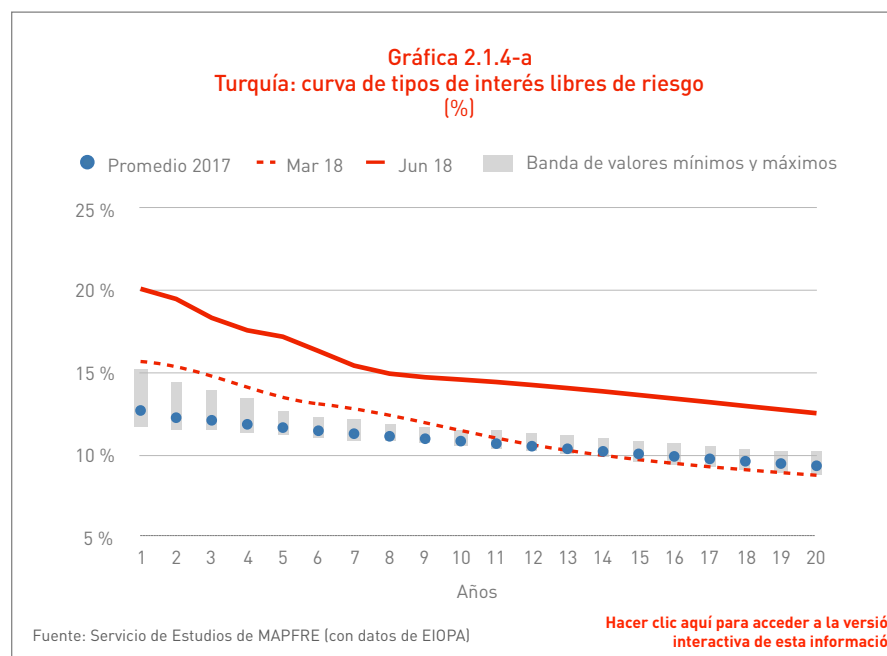
En este contexto, estimamos que las primas nominales de seguros No Vida crezcan en torno al 4,1% en 2018, y 4,2% en 2019 (véase la Tabla 2.1.2 y la Gráfica 2.1.3).

### 2.1.4 Turquía

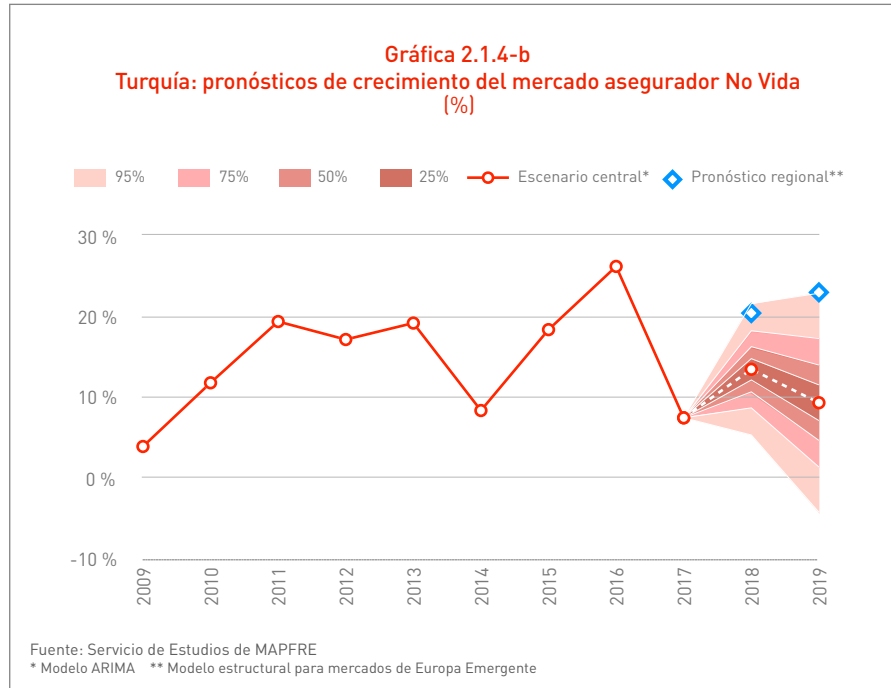
La previsión de crecimiento para la economía turca en 2018 se situaría en el entorno del 4,1% (7,4% en 2017). Esta reducción prevista en el crecimiento, es consecuencia de una esperable desaceleración del crédito en contexto de subidas de tipos de interés, como se aprecia claramente en

las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.4-a) y una financiación en dólares más cara por la depreciación sufrida por la lira turca, así como unas importaciones de energía a mayor precio como consecuencia del encarecimiento del precio del petróleo. Las altas tasas de inflación y la depreciación de la moneda, a su vez, impactan de forma negativa en el coste de los siniestros de las entidades aseguradoras.

Por su parte, la alta volatilidad en el comportamiento de los tipos de interés y la curva invertida de tipos libres de riesgo, que ve incluso incrementar su pendiente negativa, es perjudicial para el desarrollo de los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias. No obstante, en este entorno de tipos a corto plazo tan elevados, especialmente después de las últimas





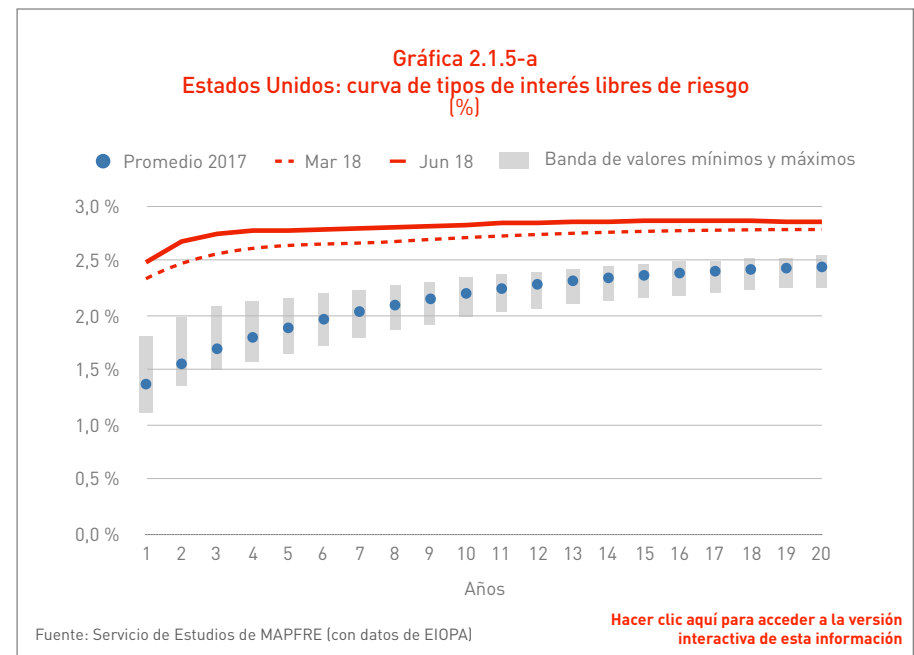


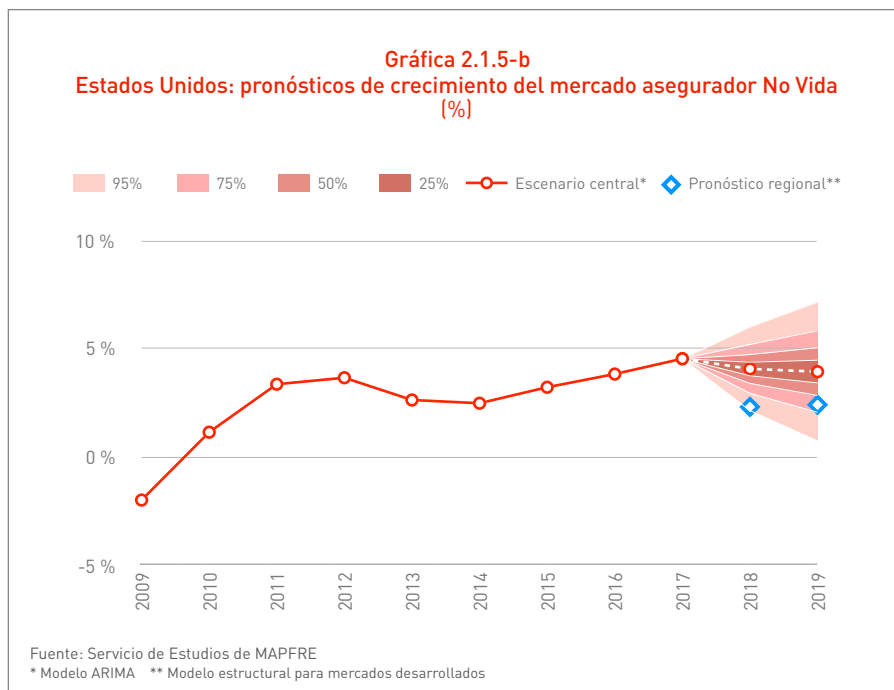
subidas, puede surgir una oportunidad para la comercialización de productos de Vida ahorro temporales renovables en plazos cortos, que permitan una revisión del tipo garantizado en cada renovación.

Considerando este contexto general, estimamos que las primas de seguros No Vida crezcan, en términos nominales, en torno al 13,5% en 2018 y el 9,3% en 2019 (véase la Gráfica 2.1.4-b), como escenario central, lo que se traduciría crecimientos reales muy moderados, si se tienen en cuenta las previsiones de altos niveles de inflación.

## 2.1.5 Estados Unidos

El crecimiento económico previsto para 2018 en Estados Unidos podría situarse en el entorno del 3% (frente al 2,3% de 2017), lo que supone una ligera revisión al alza de la anterior previsión. La economía estadounidense se encuentra en una fase álgida, con un nivel de desempleo en mínimos (3,8%) y una tasa de inflación creciente. El entorno continúa siendo favorable para la industria aseguradora, especialmente por lo que se refiere a los negocios de No Vida y Vida riesgo. No obstante, existen indicadores que apuntan a que la economía estadounidense se encuentra en una fase muy avanzada del ciclo económico que el último impulso fiscal está prolongando, lo que podrían indicar un inminente cambio de ciclo. Esto impactaría de forma negativa en el desarrollo de estos segmentos de negocio.





Por otro lado, la inflación del mes de junio se situó en el 2,9% y la inflación subyacente en el 2,3%, por lo que la Reserva Federal ha conseguido alcanzar su doble objetivo de inflación y crecimiento, y está acelerando el endurecimiento de su política monetaria. Esperamos una subida más en lo que resta de año y dos subidas más en 2019. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA se aprecian las subidas las cuales afectan a todos los tramos de la curva, aunque en el tramo corto y medio la subida es mayor que en el tramo largo, provocando un aplanamiento de una curva de tipos al alza (véase la Gráfica 2.1.5-a). Este entorno complica el desarrollo del negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias. El aplanamiento que está sufriendo la curva, una subida más abrupta de lo inicialmente previsto y las propias expectativas de subidas

de tipos perjudican este tipo de negocio, dado que las compañías necesitan un tiempo para adaptar los nuevos productos y los tipos garantizados en sus carteras. En este entorno, se frena la demanda de productos de ahorro en tanto las subidas se materializan, y puede dar lugar al rescate de pólizas comercializadas a tipos inferiores a los del mercado.

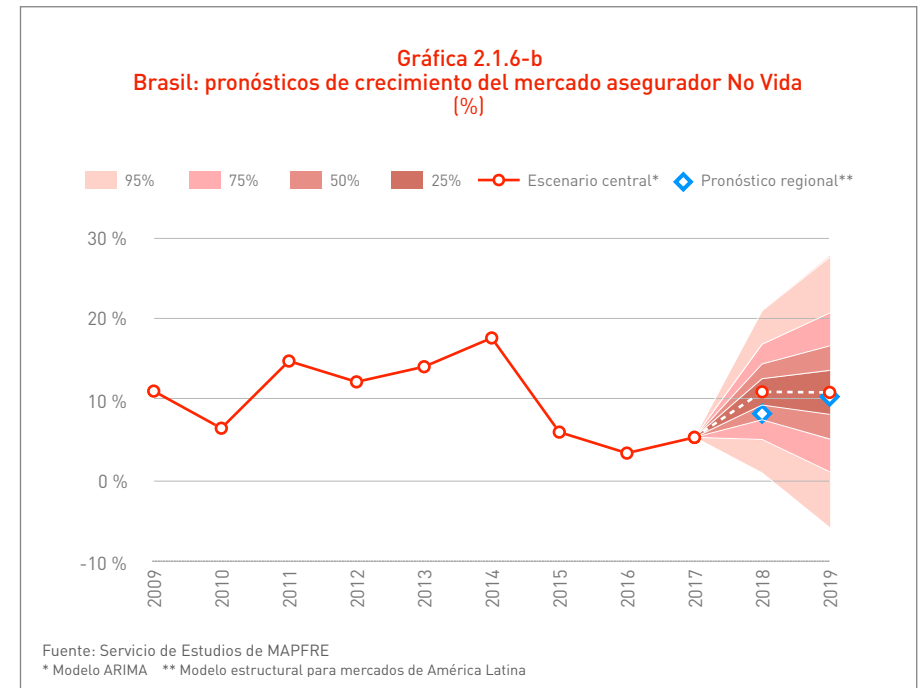
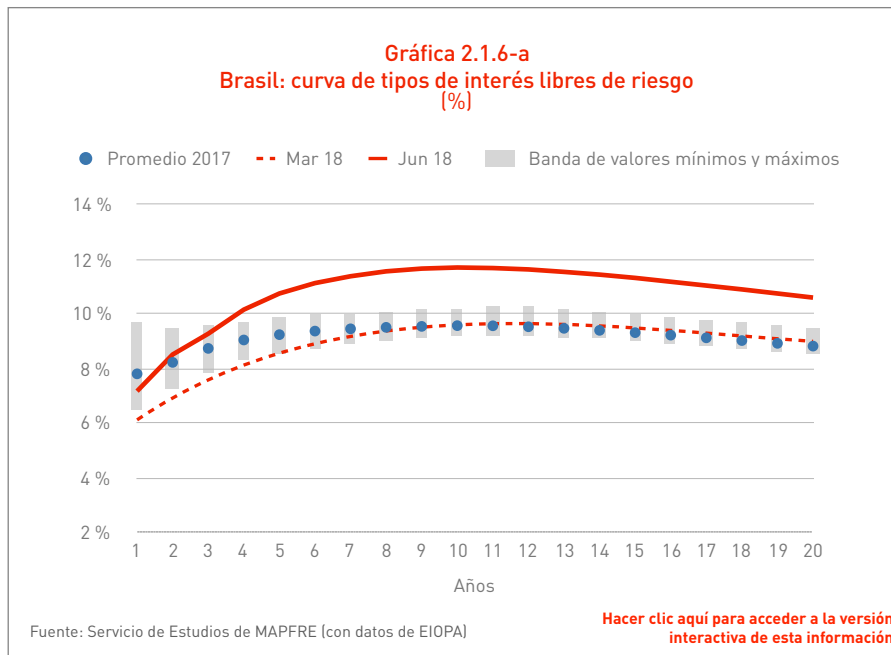
En este contexto general, estimamos que las primas en el segmento de los seguros No Vida puedan experimentar un crecimiento, en términos nominales, en torno al 4,1% en 2018 y del 3,9% en 2019, como escenario central (véase la Tabla 2.1.2 y la Gráfica 2.1.5-b).

### 2.1.6 Brasil

En Brasil, la economía sufrió una desaceleración significativa en el primer trimestre y un aumento de la incertidumbre, por lo que se han revisado a la baja las previsiones de crecimiento medio para 2018, que se situaría en el entorno del 1,6% (1% en 2017). Esta desaceleración en las previsiones se debe principalmente a una reducción del gasto público, y a una desaceleración de la inversión y las exportaciones. La subida de los precios del petróleo y la depreciación del real brasileño han influido de forma negativa. Asimismo, la cercanía de las elecciones presidenciales que se celebrarán en octubre de este año hace que se pospongan las reformas estructurales necesarias para equilibrar las cuentas públicas. El crecimiento previsto será, en cualquier caso, superior al de 2017 y lejos del entorno recesivo vivido en los años 2015 y 2016.

En este contexto, debemos moderar la todavía vigente previsión del buen comportamiento de los segmentos de negocio de No Vida y Vida riesgo de la industria aseguradora, dada su fuerte vinculación con el comportamiento del ciclo económico. Además, el repunte de la inflación y la depreciación del real repercutirán de forma negativa en el coste de los siniestros, erosionando la rentabilidad del negocio asegurador.

Por su parte, el ligero repunte de la inflación ha venido a truncar su tendencia de caída sostenida de los últimos trimestres lo cual, junto con la depreciación del real brasileño frente al dólar, han frenado la política monetaria acomodaticia que venía aplicando el banco central de Brasil. Así, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA se observa una subida de tipos en el mes de junio respecto de la curva de marzo (véase la Gráfica 2.1.6-a). Asimismo, aumenta su ya acentuada pendiente positiva en su tramo medio, en un contexto en el que los tipos de interés venían bajando de forma acusada, lo cual es un entorno altamente favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, especialmente para aquellas entidades que sean suficientemente flexibles para adaptar sus nuevos productos con agilidad en este entorno.

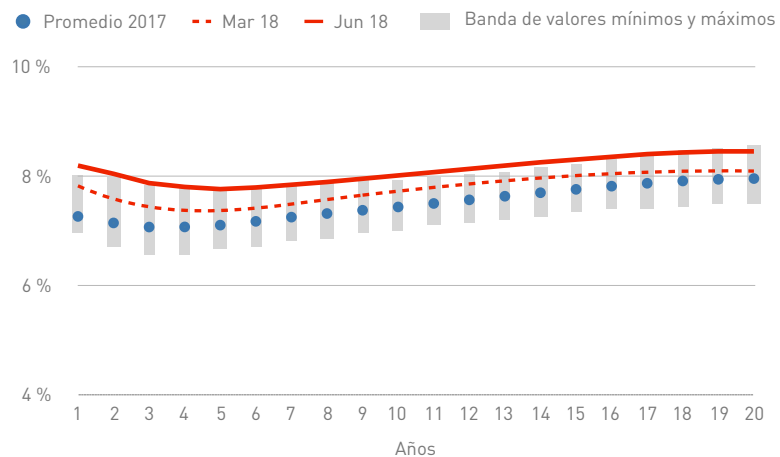


En este contexto, estimamos que las primas de seguros en el segmento de No Vida crezcan, en términos nominales, en torno al 11% en 2018 y el 10,9% en 2019, como escenario central (véase la Tabla 2.1.2 y Gráfica 2.1.6-b).

### 2.1.7 México

En 2018, se estima un crecimiento de la economía mexicana para el conjunto del año en el entorno del 2,4% (2,3% 2017). El consumo privado y la repercusión positiva de la subida del precio del petróleo en las exportaciones contribuirán a este crecimiento. El buen comportamiento de la economía continúa siendo favorable para el desarrollo de los

**Gráfica 2.1.7-a**  
**México: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)**



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

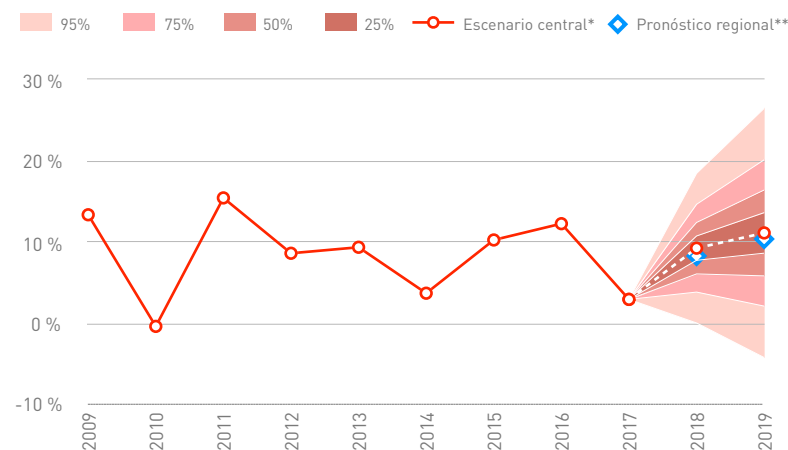
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

segmentos de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador, apoyado por el bajo nivel de penetración de los seguros en México.

La inflación se situó en el 4,6% en junio, y sigue cayendo de forma significativa desde principios del año, lo que impacta favorablemente en la rentabilidad de las líneas de negocio de No Vida, por la contención en los gastos derivados de los siniestros que puede suponer. La recuperación de la moneda, tras la positiva reacción de los mercados tras las elecciones de julio, es también una buena noticia para la industria aseguradora dado que la depreciación de la moneda se traduce en mayores costes de los siniestros por los materiales objeto de importación y en un encarecimiento de las coberturas a través del reaseguro cuyos contratos suelen negociarse en dólares.

En las curvas de tipos de interés libres de riesgo publicadas por EIOPA puede observarse un repunte en los tipos de interés de la curva del mes de junio frente a la de marzo, que se sitúan en niveles superiores a los máximos alcanzados en 2017, de forma algo más acusada en el tramo corto de la curva, que presenta una ligera pendiente negativa (véase la Gráfica 2.1.7-a). Sin embargo, a partir de vencimientos en torno a cuatro años recupera pendiente positiva y los tipos a largo presentan una volatilidad relativamente baja. Este entorno sigue siendo favorable para productos de Vida ahorro y rentas vitalicias que aprovechen el nivel de los tipos a largo plazo, así como productos de Vida ahorro temporales renovables en plazos inferiores a un año, que permitan una revisión del tipo garantizado en cada renovación.

**Gráfica 2.1.7-b**  
**México: pronósticos de crecimiento del mercado asegurador No Vida (%)**



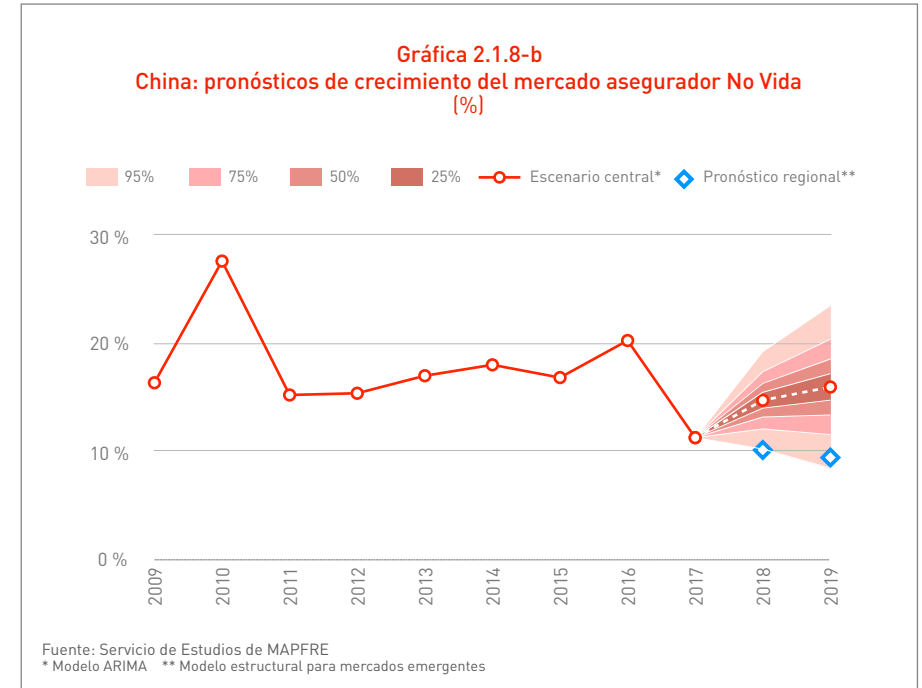
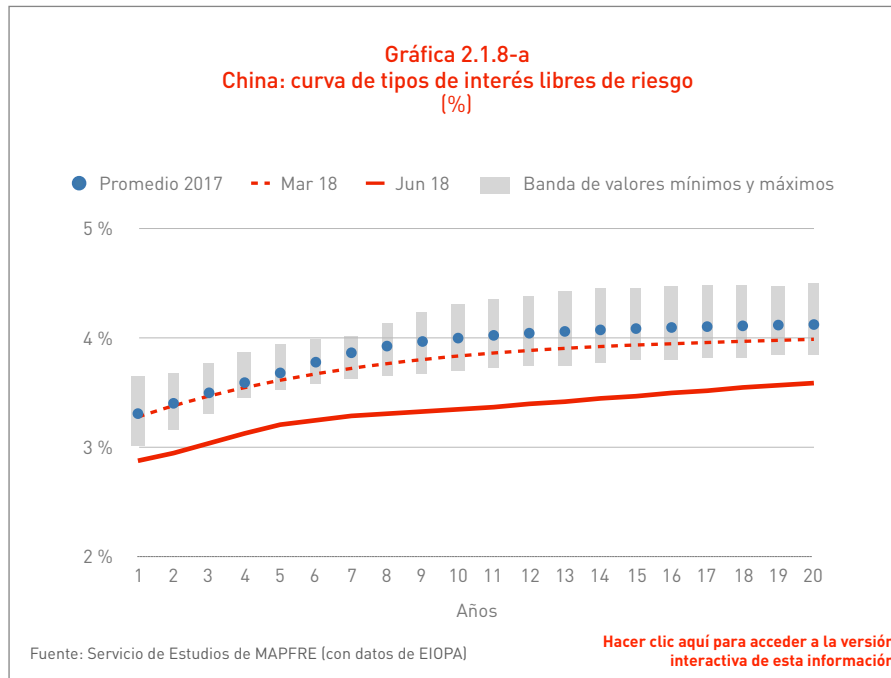
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

\* Modelo ARIMA    \*\* Modelo estructural para mercados de América Latina

En este contexto, estimamos que las primas de seguros en el segmento de No Vida crezcan, en términos nominales, en torno al 9,3% en 2018 y el 11,1% en 2019, como escenario central (véase la Tabla 2.1.2 y la Gráfica 2.1.7-b).

### 2.1.8 China

La previsión para la economía china es de un crecimiento del PIB en el entorno del 6,3% en 2018 (6,9% en 2017), apoyado en el buen comportamiento de la inversión y las exportaciones, si bien la escalada de las tensiones comerciales con los Estados Unidos y la incertidumbre que genera está frenando la confianza de las empresas, que posponen sus



inversiones. Esto, junto con las políticas financieras más estrictas, hace prever una mayor desaceleración de la economía china en 2019. No obstante, el panorama económico continúa siendo favorable para las perspectivas del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, con la ayuda de la aún reducida tasa de penetración del seguro en China, que conlleva una mayor elasticidad en el crecimiento de las primas ante crecimientos del PIB. Es de destacar, como venimos reiterando en los anteriores informes, 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 2,5%, son asimismo positivas para la evolución futura de los costes de los siniestros.

En cuanto a los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo publicadas por EIOPA se aprecia que los tipos de interés continúan cayendo, quedando claramente por debajo de la media de 2017 en todos sus vencimientos (véase la Gráfica 2.1.8-a). La curva mantiene una pendiente positiva hasta los cinco años, lo cual, junto con las expectativas de que los tipos puedan seguir cayendo, es positivo para estos segmentos de negocio. Sin embargo, los tipos de interés ya se encuentran en niveles bajos en términos absolutos, lo que puede afectar a su desarrollo a pesar de la pendiente positiva de la curva, de las expectativas de nuevas bajadas de tipos y de la buena dinámica de la economía. En definitiva, el panorama para esta línea de negocio sigue siendo favorable, pero existen factores que podrían llevar a moderar su crecimiento.

En este marco, estimamos que las primas de los seguros No Vida crezcan, en términos nominales, en torno al 14,7% en 2018 y el 15,9% en 2019, como escenario central (véase la Tabla 2.1.2 y la Gráfica 2.1.8-b).

## 2.4 Tendencias regulatorias: novedades en el trimestre

### Unión Europea

#### Stress test de seguros 2018

En el mes de mayo pasado, EIOPA publicó las especificaciones técnicas para la realización del *stress test* (pruebas de estrés) en el que habrán de participar más de cuarenta grupos aseguradores europeos<sup>6</sup>. El plazo para la remisión de la información por parte de estos grupos a sus respectivas autoridades de supervisión nacionales termina este mes de julio.

### SFCR de 2017 de los principales grupos aseguradores de la Unión Europea

#### Solvencia II y el Informe sobre la Situación Financiera y Solvencia

El plazo para la presentación del “Informe sobre la Situación Financiera y Solvencia” (*Solvency and Financial Condition Report*, SFCR) de los grupos aseguradores de la Unión Europea finalizó en el 25 de junio de 2018. Se trata del segundo de estos informes que han sido divulgados por dichas entidades desde que se encuentra en vigor el nuevo marco armonizado de regulación de Solvencia II.

Uno de los cambios de mayor importancia que introdujo la nueva normativa de solvencia fue la obligatoriedad de cálculo de un capital de solvencia obligatorio (*Solvency Capital Requirement*, SCR), para los grupos de entidades aseguradoras localizados en la Unión Europea. Hasta antes de la entrada en vigor de Solvencia II, existía exclusivamente la obligación de calcular un capital regulatorio a nivel individual por parte las entidades aseguradoras y sobre esa base se desarrollaba el control prudencial por parte de los supervisores nacionales. Adicionalmente, se articulaba un control complementario para la supervisión de los grupos aseguradores centrado básicamente en detectar operaciones intra-grupo que pudiesen dar lugar al doble cómputo de capitales en diversas compañías de un mismo grupo, o bien la existencia de riesgos adicionales que no resultasen visibles con el control a nivel individual.

Bajo el nuevo régimen armonizado de solvencia aplicable a los grupos aseguradores se reproduce el esquema regulatorio basado en tres pilares que busca crear los incentivos para que no solamente las entidades aseguradoras se gestionen apropiadamente a nivel individual, sino también a nivel de los grupos aseguradores de los que forman parte. Con ello, se busca fortalecer el esquema normativo que tiene como propósito proteger los intereses de los asegurados y, al mismo tiempo, garantizar que el sector asegurador contribuya al buen desempeño económico y, por ende, a la

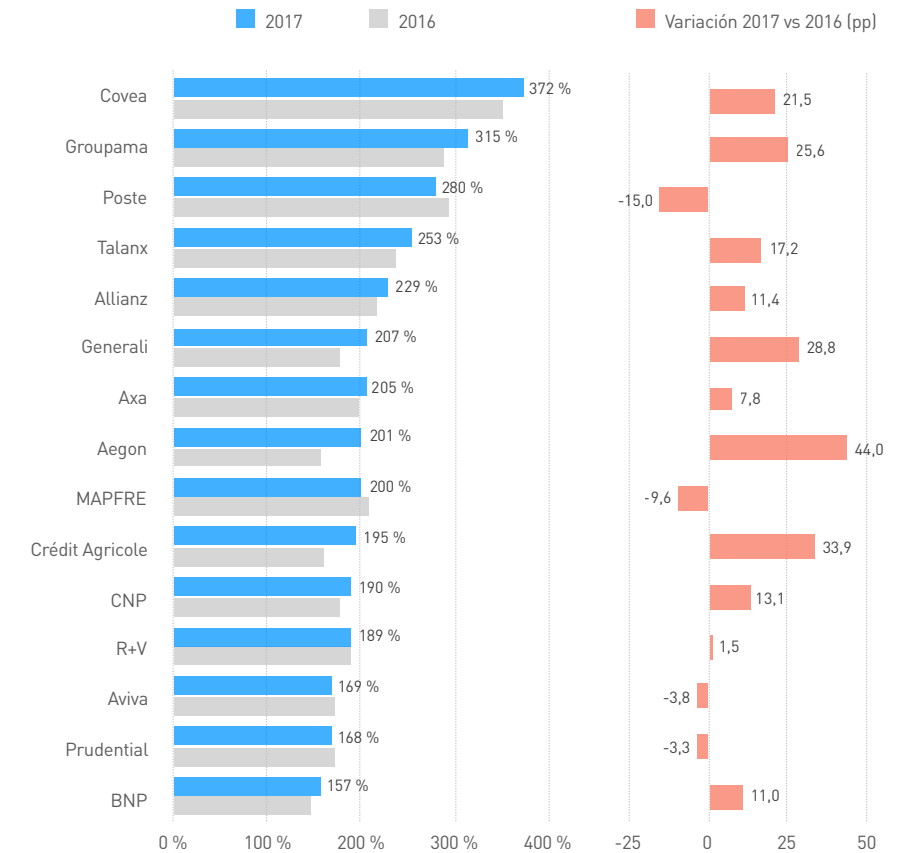
estabilidad del sistema financiero. De esta forma, dentro del esquema de Solvencia II aplicable a los grupos aseguradores, el Pilar 1 está orientado a la determinación de los aspectos cuantitativos que preservan la posición de solvencia del grupo, definido bajo la propia normativa de solvencia y que, por lo tanto, puede diferir del perímetro de consolidación contable; el Pilar 2 busca mantener una adecuada gobernanza de los grupos aseguradores como un elemento adicional que apuntale el desempeño de estos y, en definitiva, su posición de solvencia, y finalmente el Pilar 3 tiene como objetivo elevar la transparencia y revelación de información de dichos grupos hacia el mercado.

En este contexto, conforme a la normativa aplicable específicamente al Pilar 3, los grupos de entidades aseguradoras deben publicar anualmente información acerca de su posición financiera y de solvencia, suministrando información coherente, comparable y de alta calidad al mercado mediante la divulgación del SFCR de grupo. Con ello, la regulación busca que, en la medida en que los agentes económicos interesados cuenten con información que les permita comprender el riesgo implícito a nivel de los diferentes grupos aseguradores, pueda valorarse de mejor manera las características de sus procesos de evaluación y gestión de riesgos, el nivel de suficiencia de las provisiones técnicas y fondos propios y, por ende, su posición de solvencia en una visión agregada.

### Ratios de solvencia

A partir de esa información que ha sido puesta a disposición del mercado por parte de los principales grupos aseguradores de la Unión Europea (UE) y los del Espacio Económico Europeo (EEE) que han asumido la normativa de Solvencia II, se han analizado los componentes y comportamiento de sus ratios de solvencia. Este análisis comprende el comportamiento de los ratios de solvencia de los mayores grupos aseguradores para 2017, incluyendo algunas comparaciones de la evolución de sus principales componentes respecto a 2016, que fue el primer año de operación de Solvencia II. Este conjunto de grupos, además, compone el ranking de los 15 mayores grupos aseguradores en la UE bajo el criterio de primas totales emitidas.

**Gráfica 2.4-a**  
**Ratios de solvencia 2017 y variación vs 2016**



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

**Tabla 2.4-a**  
**Principales cifras financieras y de solvencia, 2017**  
 (millones de euros)

	Primas	Provisiones técnicas	Fondos propios admisibles	SCR requerido	Ratio de solvencia
Allianz	125.064	559.476	76.393	33.317	229 %
Axa	91.989	482.287	57.764	28.201	205 %
Generali	70.395	428.710	45.880	22.191	207 %
Prudential	52.710	258.438	37.648	22.443	168 %
Aviva	42.845	393.449	33.813	20.042	169 %
Talanx	33.805	102.276	20.880	8.248	253 %
CNP	32.399	361.217	26.088	13.707	190 %
Crédit Agricole	30.517	316.585	23.562	12.064	195 %
Aegon	23.814	134.350	15.628	7.774	201 %
MAPFRE	23.481	34.942	8.875	4.433	200 %
BNP	21.991	180.175	12.061	7.696	157 %
Poste	20.263	117.370	8.522	3.049	280 %
Covea	16.474	84.934	23.680	6.357	372 %
R+V	15.448	85.284	10.722	5.661	189 %
Groupama	13.672	74.263	12.682	4.027	315 %
<b>Total</b>	<b>614.867</b>	<b>3.613.757</b>	<b>414.197</b>	<b>199.209</b>	<b>208 %</b>

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

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

En primer término, la Gráfica 2.4-a muestra los ratios de solvencia correspondientes al ejercicio 2017, publicados en los SFCR presentados en 2018 por los 15 principales grupos aseguradores de la Unión Europea<sup>7</sup>. Dichos ratios se comparan con los que fueron publicados en su

oportunidad respecto al ejercicio de 2016, así como la variación entre ambos años.

Por otra parte, la Tabla 2.4-a muestra las principales cifras financieras y de solvencia correspondientes al ejercicio 2017 declaradas en los distintos SFCR por los grandes grupos aseguradores de la UE considerados en la muestra analizada. Según se desprende de esa información, las primas totales en ese año para en conjunto que compone la muestra analizada ascendieron a 614,9 millardos de euros (equivalente a más del 50% del PIB español) y las provisiones técnicas a 3,6 billones (más de tres veces el PIB de España). Asimismo, los fondos propios totales se situaron en 414,2 millardos de euros, en tanto que el SCR agregado sumó 199,2 millardos de euros, dando como resultado un ratio de solvencia agregado de la muestra que se situó en el 208%.

#### Métodos de cálculo del SCR

La Tabla 2.4-b muestra el método empleado por los grupos aseguradores considerados en este análisis para efectos del cálculo del SCR en 2017. En síntesis, de los 15 grupos analizados, 7 (CNP, Crédit Agricole, MAPFRE, BNP, Poste, Covea y R+V) emplearon la fórmula estándar, en tanto que los 8 restantes (Allianz, Axa, Generali, Prudential, Aviva, Talanx, Aegon y Groupama) utilizaron diferentes variantes de modelos internos, aprovechando las posibilidades que ofrece Solvencia II para ello. Cabe destacar que en 2017 el grupo Aegon recibió la aprobación por parte de su supervisor para la introducción de cambios en su modelo interno de riesgo de mercado, relativos al ajuste de cálculo del riesgo de *spread*.

Ninguno de los grupos analizados aplica un modelo interno puro para el cálculo del SCR. Todos los grupos que realizan algún tipo de modelización interna han optado, con la 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 determinadas categorías de riesgos.



**Tabla 2.4-b**  
**Métodos de cálculo del SCR, 2017**

	Fórmula estándar	Modelos Internos Parciales				
		Mercado	Crédito	Suscripción	Operacional	Otros
Allianz		✓	✓	✓	✓	✓
Axa		✓	✓	✓	✓	✓
Generali		✓	✓	✓		
Prudential		✓	✓	✓	✓	✓
Aviva		✓	✓	✓	✓	✓
Talanx		✓	✓	✓		
CNP	✓					
Crédit Agricole	✓					
Aegon		✓	✓	✓		✓
MAPFRE	✓					
BNP	✓					
Poste	✓					
Covea	✓					
R+V	✓					
Groupama				✓		

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

### Fondos propios admisibles

En cuanto a la calidad de los fondos propios admisibles de los que disponen los diferentes grupos aseguradores considerados en el análisis para cubrir sus requerimientos de capital, la Tabla 2.4-c presenta la información más relevante. Conforme a esos datos, a nivel agregado, el 86% de los fondos propios admisibles eran de máxima calidad o tier 1

(84% en 2016), el 13% a tier 2 (14% en 2016), y solamente el 1% correspondía al nivel tier 3 (2% en 2016).

Por otra parte, respecto a su magnitud, las Gráficas 2.4-b, 2.4-c y 2.4-d ilustran una comparativa del importe de los fondos propios admisibles en relación con algunas magnitudes relevantes del balance y del negocio (activos, provisiones técnicas y primas) de los distintos grupos aseguradores considerados en el análisis, así como las variaciones registradas en esas referencias relativas con respecto a 2016.

### Medidas transitorias y de ajuste

Una información relevante para efectos del desempeño de los ratios de solvencia, y 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 derivado de la existencia de carteras de productos con garantías a largo plazo.

Estas medidas establecen un régimen transitorio amplio para la entrada vigor completa del nuevo sistema y además considera, parcialmente, la naturaleza de inversores institucionales a largo plazo que tienen este tipo de entidades y sus grupos, que pueden hacer frente a volatilidades exageradas de los mercados financieros, con incrementos de los *spreads* de mercado, sin necesidad de realizar ventas forzadas (ajuste de volatilidad) y la adecuada gestión de riesgos activos-pasivos (ajuste por casamiento). Así, el régimen transitorio permite una transición suave hacia los requisitos del nuevo sistema, para los que decidan hacer uso del mismo. Las principales medidas adoptadas por la Directiva en este sentido fueron las siguientes:

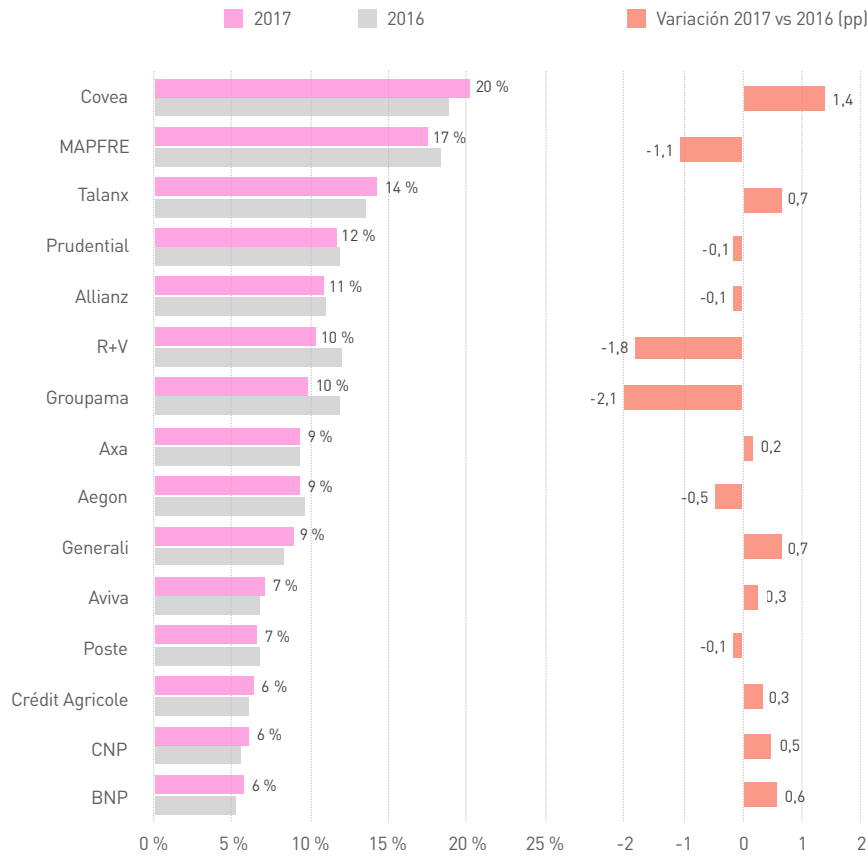
- a) Medida transitoria de provisiones técnicas. Esta medida permite postergar gradualmente el efecto de la diferencia existente entre la provisión técnica estimada bajo los parámetros de Solvencia II y la calculada conforme a las anteriores normas de Solvencia I, durante un

**Tabla 2.4-c**  
**Calidad de los fondos propios admisibles, 2017**  
(miles de euros y porcentajes)

	Fondos propios admisibles	Tier 1		Tier 1r		Tier 2		Tier 3	
		(monto)	(%)	(monto)	(%)	(monto)	(%)	(monto)	(%)
Allianz	76.393.131	61.838.366	81 %	3.201.484	4 %	10.618.332	14 %	734.949	1 %
Axa	57.763.793	41.716.539	72 %	7.457.480	13 %	7.654.103	13 %	935.671	2 %
Generali	45.879.550	36.869.701	80 %	3.603.078	8 %	5.327.828	12 %	78.944	0 %
Prudential	37.647.801	31.009.334	82 %	931.926	2 %	5.670.026	15 %	36.515	0 %
Aviva	33.812.722	23.324.662	69 %	2.914.509	9 %	7.182.405	21 %	391.146	1 %
Talanx	20.879.737	18.420.312	88 %	383.706	2 %	1.930.957	9 %	144.762	1 %
CNP	26.087.946	18.584.738	71 %	2.634.229	10 %	3.877.926	15 %	991.053	4 %
Crédit Agricole	23.561.948	16.776.198	71 %	1.955.410	8 %	4.822.261	20 %	8.079	0 %
Aegon	15.627.637	10.427.405	67 %	2.451.444	16 %	2.301.067	15 %	447.721	3 %
MAPFRE	8.875.020	8.275.700	93 %			599.320	7 %		
BNP	12.060.978	7.195.000	60 %	1.132.000	9 %	2.755.000	23 %	978.978	8 %
Poste	8.522.237	7.481.412	88 %			1.040.825	12 %		
Covea	23.680.185	23.627.747	100 %	45.958	0 %	6.480	0 %		
R+V	10.721.910	10.706.210	100 %			15.700	0 %	28.475	0 %
Groupama	12.682.403	10.219.470	81 %	1.210.828	10 %	1.223.630	10 %	28.475	0 %
<b>Total</b>	<b>414.196.998</b>	<b>326.472.794</b>	<b>79 %</b>	<b>27.922.052</b>	<b>7 %</b>	<b>55.025.860</b>	<b>13 %</b>	<b>4.804.768</b>	<b>1 %</b>

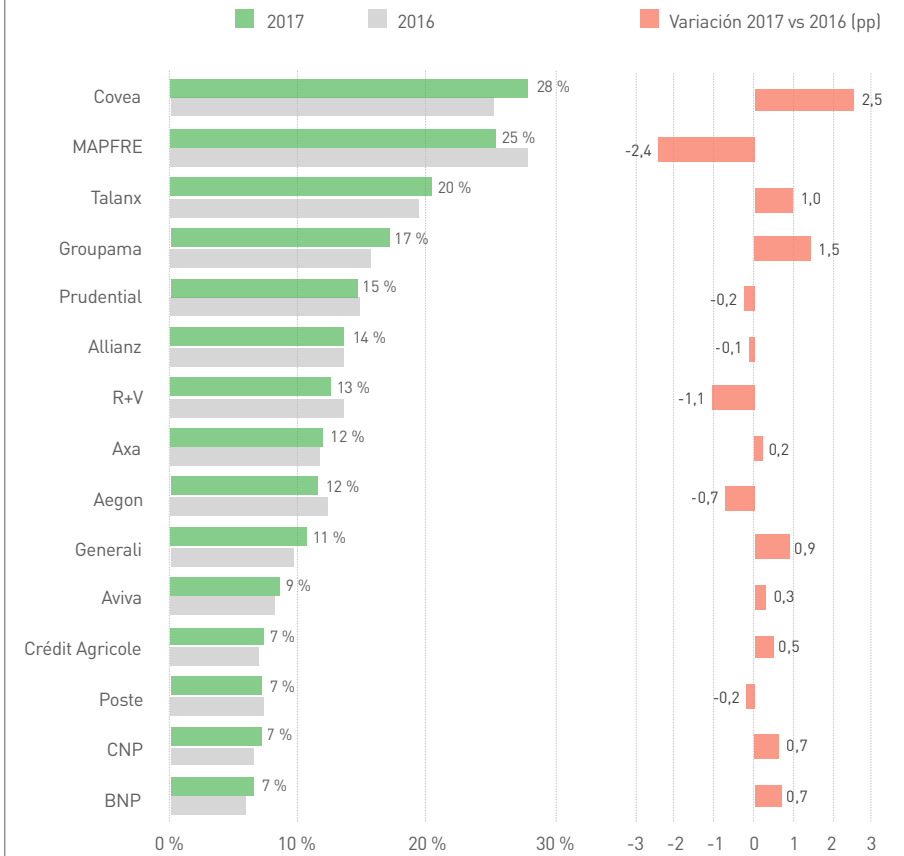
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.4-b**  
**Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2017 y variación vs 2016**



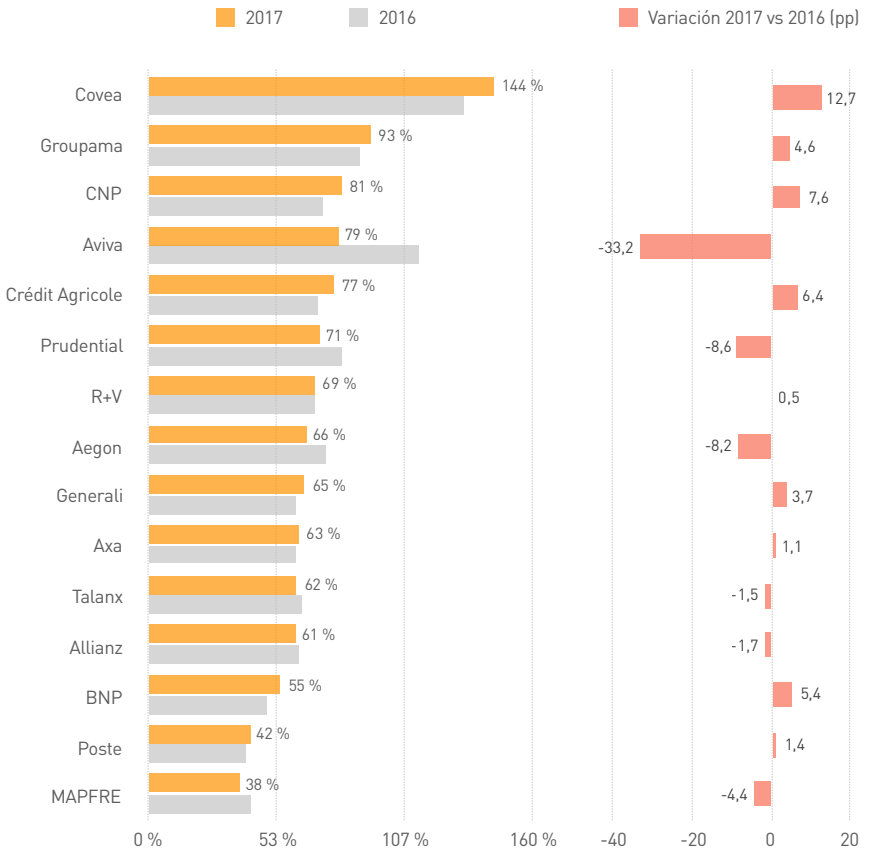
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.4-c**  
**Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2017 y variación vs 2016**



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

**Gráfica 2.4-d**  
**Peso relativo de los fondos propios respecto a las primas en 2017 y variación vs 2016**



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

plazo de 16 años. Es aplicable solo a las carteras existentes en el momento de entrada en vigor del nuevo sistema, el 1 de enero de 2016.

- b) Medida de ajuste por volatilidad. Este ajuste permite corregir el tipo de interés de descuento de las provisiones técnicas para amortiguar los efectos de incrementos puntuales en los diferenciales de crédito de las carteras de inversiones.
- c) Medida de ajuste por casamiento entre activos y pasivos. Esta medida permite ajustar la curva de tipos de interés que se emplea para el descuento de las provisiones técnicas a aquellas entidades aseguradoras que mantienen activos de renta fija a vencimiento con, entre otros requisitos, similares duraciones a sus pasivos y que, por tanto, no están expuestas a las oscilaciones de mercado de los diferenciales de crédito.

**Impacto de las medidas transitorias y de ajuste**

Por su naturaleza, las medidas transitorias y de ajuste tienen efecto sobre el nivel de los fondos propios admisibles y el SCR y, por extensión, sobre el ratio de solvencia. La dimensión de este impacto se halla determinada, entre otros factores, por la estructura de la cartera de riesgos de cada grupo asegurador, así como por las características de su proceso de gestión de riesgos.

El efecto de cada una de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios admisibles y sobre el SCR de los grupos aseguradores analizados, fueron dadas a conocer por cada uno de ellos en la publicación del SFCR respectivo. Dicho efecto se presenta en las Tablas 2.4-d y 2.4-e, y se ilustra (junto con su variación respecto a 2016) en las Gráficas 2.4-e y 2.4-f.

**Tabla 2.4-d**  
**Efecto de las medidas transitorias y de ajuste**  
**sobre los fondos propios, 2017**  
 (miles de euros)

	Fondos propios admisibles	Efecto en fondos propios por el ajuste transitoria PT	Efecto en fondos propios por el ajuste por volatilidad	Efecto en fondos propios por el ajuste por casamiento
Allianz	76.393.131		1.174.176	
Axa	57.763.793		-645.087	
Generali	45.879.550		-247.724	
Prudential	37.647.801	-2.210.165	90.632	-3.012.920
Aviva	33.812.722	-5.168.480	-226.756	-8.469.043
Talanx	20.879.737	-3.781.845	162.348	
CNP	26.087.946		-172.053	
Crédit Agricole	23.561.948		-453.399	
Aegon	15.627.637	-55.833	-205.341	-54.699
MAPFRE	8.875.020	-762.550	-19.480	-494.550
BNP	12.060.978		-107.810	
Poste	8.522.237		-108.798	
Covea	23.680.185			
R+V	10.721.910			
Groupama	12.682.403	-3.655.716	-72.730	

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

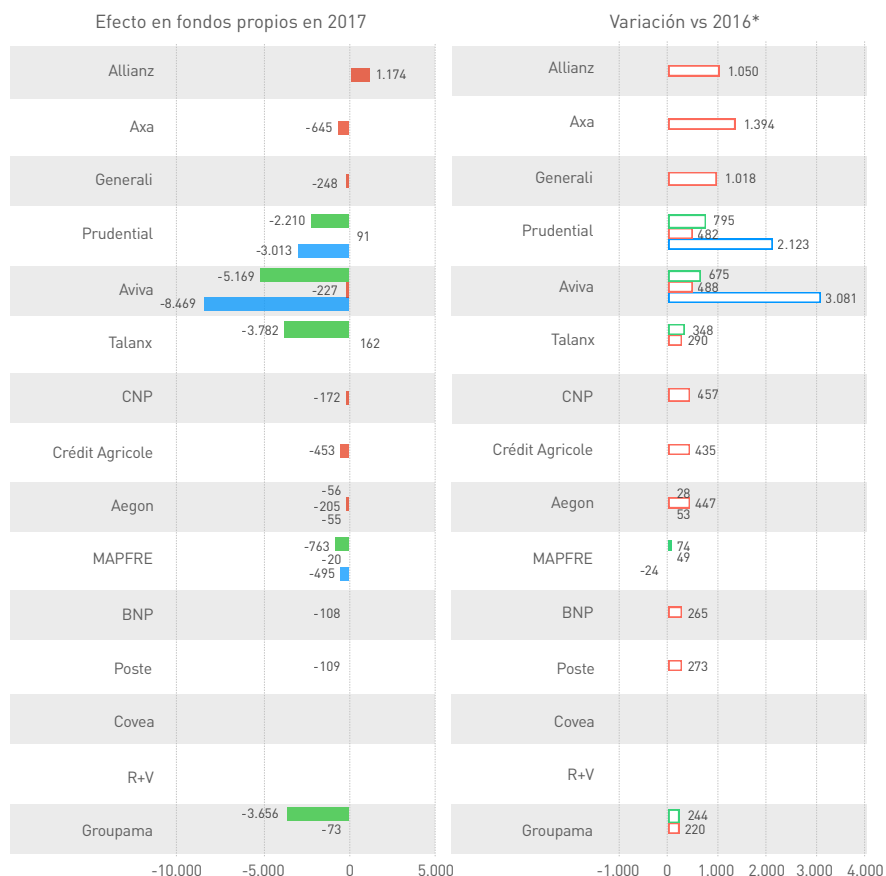
**Tabla 2.4-e**  
**Impacto de las medidas transitorias y de ajuste**  
**sobre el SCR, 2017**  
 (miles de euros)

	SCR requerido	Efecto en fondos propios por el ajuste transitoria PT	Efecto en fondos propios por el ajuste por volatilidad	Efecto en fondos propios por el ajuste por casamiento
Allianz	33.316.733		3.342.725	
Axa	28.200.911		6.451.633	
Generali	22.190.932		5.463.777	
Prudential	22.443.074	439.716	360.470	5.835.203
Aviva	20.041.978	735.187	224.435	6.729.065
Talanx	8.248.002	10.515	1.676.873	
CNP	13.706.778		106.996	
Crédit Agricole	12.063.856		-20.528	
Aegon	7.773.975	515	1.273.243	64.733
MAPFRE	4.432.639	-800	-150	-184.980
BNP	7.696.238		83.875	
Poste	3.048.633		14.324	
Covea	6.357.303			
R+V	5.661.062			
Groupama	4.027.111	1.184.564	72.392	

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

**Gráfica 2.4-e**  
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2017  
(millones de euros)

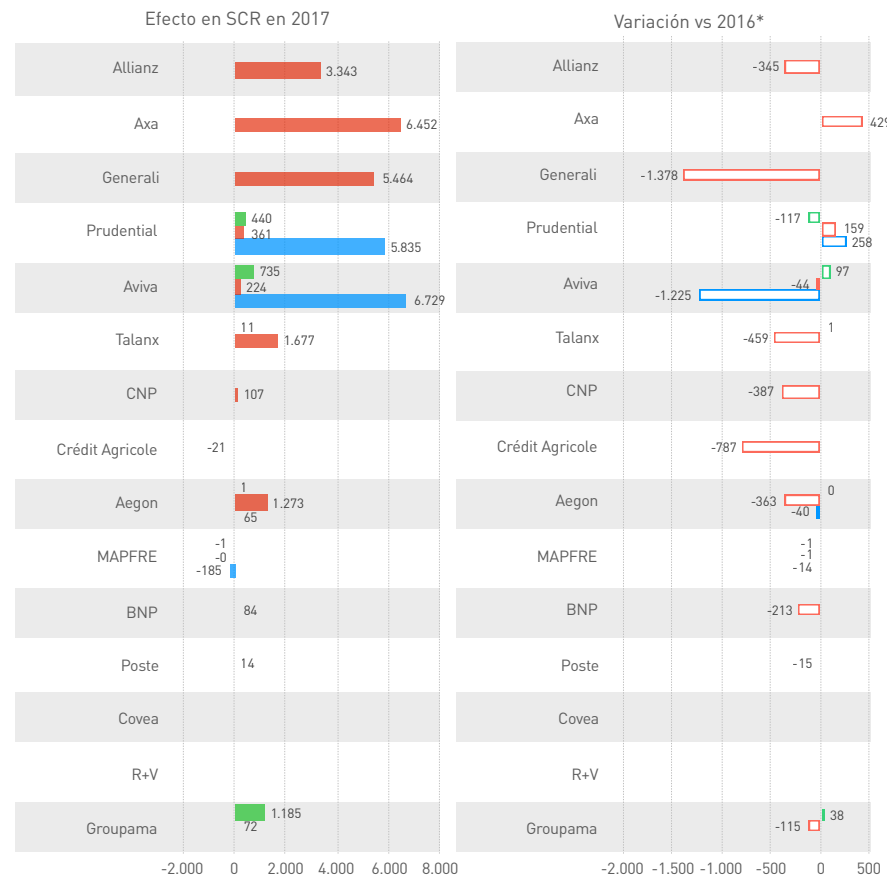
■ Ajuste transitoria PT ■ Ajuste por volatilidad ■ Ajuste por casamiento



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)  
\* La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

**Gráfica 2.4-f**  
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2017  
(millones de euros)

■ Ajuste transitoria PT ■ Ajuste por volatilidad ■ Ajuste por casamiento



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)  
\* La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

### **Peso relativo de los componentes del SCR**

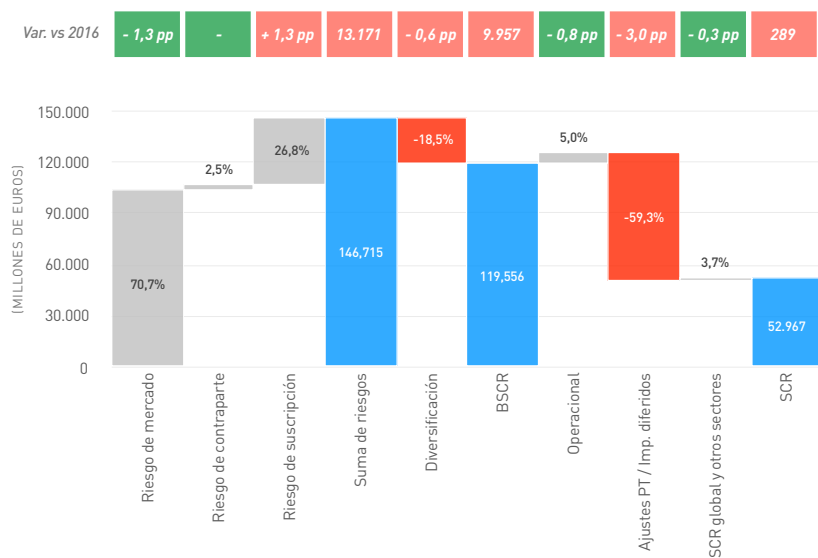
Finalmente, las Gráficas 2.4-g y 2.4-h ilustran la composición agregada de los distintos módulos y demás componentes del SCR para los grupos aseguradores analizados en este reporte. Por una parte, para los grupos aseguradores que calculan el SCR empleando la fórmula estándar (Gráfica 2.4-g), entre 2016 y 2017 se observa una disminución en el peso relativo del módulo de riesgo de mercado (-1,3 pp) en detrimento del correspondiente al riesgo de suscripción (+1,3 pp). Asimismo, para este subconjunto de grupos aseguradores analizados, se registra una reducción del efecto positivo de la diversificación (-0,6 pp) respecto al observado el año previo. Por último, respecto a 2016 se observa una disminución del peso del componente de riesgo operacional (-0,8 pp), y un menor beneficio derivado de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas e impuestos diferidos (-3,0 pp).

En el caso del subconjunto compuesto por los grupos aseguradores que emplean diferentes variantes de modelos internos (Gráfica 2.4-h), entre 2016 y 2017 se observa una reducción en el peso relativo del componente

de riesgo de crédito (-1,5 pp), mientras que los componentes de riesgo de mercado y de riesgo de suscripción registran un aumento respecto al año previo (+1,1 y 0,4 pp, respectivamente). A diferencia de lo que ocurrió con los grupos que emplearon la fórmula estándar, en este subconjunto se registró en 2017 un aumento de los beneficios derivados de la diversificación (+0,9 pp), y una reducción sensiblemente menor en el derivado de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas e impuestos diferidos (-1,1 pp).

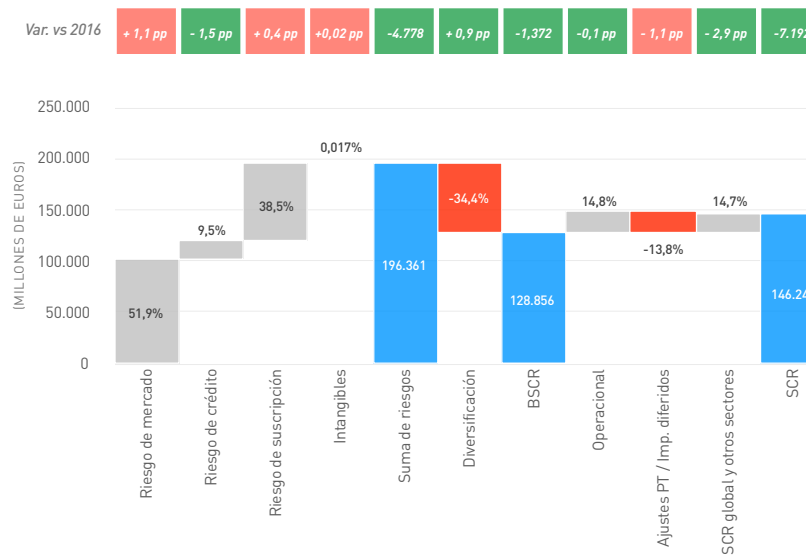
Respecto al efecto de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas y de los impuestos diferidos, es conveniente destacar que en el caso de los grupos que aplican modelos internos dicha métrica está mostrando solo el efecto de los ajustes que han sido modelizados pero no incorporados a otros componentes del SCR.

**Gráfica 2.4-g**  
**Peso relativo de los distintos componentes del SCR**  
**para grupos que emplean la fórmula estándar en 2017 y variación vs 2016**  
 (millones de euros y porcentajes)



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

**Gráfica 2.4-h**  
**Peso relativo de los distintos componentes del SCR**  
**para grupos que emplean modelos internos parciales en 2017 y variaciones vs 2016**  
 (millones de euros y porcentajes)



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



## Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

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

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

<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: 20 julio 2018.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Estados Unidos</b>	1,2	0,4	1,8	2,1	2,4	1,9	1,2	0,4	1,8	2,1	2,5	1,8
<b>Eurozona</b>	0,2	0,2	0,7	1,4	2,1	1,4	0,2	0,2	0,7	1,4	1,5	0,9
Alemania	0,2	0,3	1,7	1,7	2,3	1,5	0,2	0,3	1,7	1,7	1,7	1,3
Francia	0,1	0,3	0,7	1,2	1,4	2,0	0,1	0,3	0,7	1,2	1,3	1,3
Italia	0,1	0,2	0,1	0,9	2,0	1,6	0,1	0,2	0,1	0,9	1,4	0,7
España	-0,5	-0,3	1,0	1,4	1,9	1,1	-0,5	-0,3	1,0	1,4	1,3	1,0
<b>Reino Unido</b>	0,9	0,1	1,2	3,0	2,3	1,3	0,9	0,1	1,2	3,0	1,7	0,9
<b>Japón</b>	2,5	0,2	0,3	0,6	1,1	1,9	2,5	0,2	0,3	0,6	1,0	1,6
<b>Mercados emergentes</b>	4,7	4,7	4,2	4,5	4,6	4,4	4,7	4,7	4,2	4,5	5,8	5,5
<b>América Latina<sup>1</sup></b>	5,0	6,2	4,6	4,1	3,6	3,5	5,0	6,2	4,6	4,1	5,6	4,6
México	4,2	2,3	3,2	6,6	4,2	3,3	4,2	2,3	3,2	6,6	3,8	3,9
Brasil	6,5	10,4	7,0	2,8	3,6	4,5	6,5	10,4	7,0	2,8	5,4	3,8
Argentina	44,2	26,0	39,3	23,3	29,3	19,4	44,2	26,0	39,3	23,3	21,7	14,4
<b>Emergentes europeos<sup>2</sup></b>	3,4	3,9	4,2	5,7	5,9	5,3	3,4	3,9	4,2	5,7	7,8	6,9
Turquía	8,8	8,2	7,6	12,3	11,5	9,3	8,8	8,2	7,6	12,3	9,5	8,3
<b>Asia Pacífico<sup>3</sup></b>	3,6	2,2	2,5	2,8	3,6	3,4	3,6	2,2	2,5	2,8	3,8	4,0
China	1,5	1,5	2,2	1,8	2,5	2,4	1,5	1,5	2,2	1,8	2,3	2,6
Indonesia	6,5	4,8	3,3	3,5	3,8	4,0	6,5	4,8	3,3	3,5	4,2	5,0
Filipinas	2,9	0,3	2,0	3,0	4,4	3,6	2,9	0,3	2,0	3,0	5,0	4,7
<b>Mundo</b>	2,9	2,9	3,1	3,2	3,5	3,4	2,9	2,9	3,1	3,2	3,3	2,9

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

<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: 20 julio 2018.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	2,17	2,27	2,45	2,40	3,15	3,26	2,17	2,27	2,45	2,40	3,12	2,85
Eurozona	1,34	1,20	1,04	0,91	1,66	1,91	1,34	1,20	1,04	0,91	2,48	2,73

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
 Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
USD-EUR	0,82	0,92	0,95	0,83	0,84	0,80	0,82	0,92	0,95	0,83	0,78	0,73
EUR-USD	1,21	1,09	1,05	1,20	1,19	1,25	1,21	1,09	1,05	1,20	1,29	1,37
GBP-USD	1,56	1,48	1,23	1,35	1,42	1,47	1,56	1,48	1,23	1,35	1,46	1,56
USD-JPY	119,85	120,27	116,78	112,69	108,28	108,30	119,85	120,27	116,78	112,69	109,12	113,25
USD-CNY	6,20	6,49	6,94	6,51	6,27	6,19	6,20	6,49	6,94	6,51	6,26	6,18

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
 Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	0,13	0,38	0,63	1,38	2,25	3,00	0,13	0,38	0,63	1,38	1,47	1,84
Eurozona	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
China	3,53	2,33	2,48	2,89	3,30	3,37	3,53	2,33	2,48	2,89	2,33	2,56

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
 Fecha de cierre de previsiones: 20 julio 2018.



# Índice de gráficas, tablas y recuadros

## Gráficas

Gráfica 1.1-a	Global: crecimiento e inflación, 2011-2018 . . . . .	11
Gráfica 1.1-b	Global: pendiente de la curva de tipos (tipo 10y - tipo 3m), 2000-2020 . . . . .	11
Gráfica 1.1.4	Cambio de valor moneda local vs USD en %, 2017(S2)-2018(S2) . . . . .	19
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	21
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	21
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	23
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	23
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	25
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	25
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	26
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	26
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	28
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	28
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	30
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	30
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	31
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	31
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	33
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	33
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	35
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	35

Gráfica 1.2.10-a Brasil: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 37

Gráfica 1.2.10-b Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 37

Gráfica 1.2.11-a Argentina: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 39

Gráfica 1.2.11-b Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 39

Gráfica 1.2.12-a China: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 41

Gráfica 1.2.12-b China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 41

Gráfica 1.2.13-a Indonesia: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 42

Gráfica 1.2.13-b Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 42

Gráfica 1.2.14-a Filipinas: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 44

Gráfica 1.2.14-b Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 44

Gráfica 2.1.2-a Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . 46

Gráfica 2.1.2-b Eurozona: pronósticos de crecimiento del mercado asegurador No Vida . . . . . 47

Gráfica 2.1.3 España: pronósticos de crecimiento del mercado asegurador No Vida . . . . . 48

Gráfica 2.1.4-a Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . 48

Gráfica 2.1.4-b Turquía: pronósticos de crecimiento del mercado asegurador No Vida . . . . . 49

Gráfica 2.1.5-a Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . 49

Gráfica 2.1.5-b Estados Unidos: pronósticos de crecimiento del mercado asegurador No Vida . . . . . 50

Gráfica 2.1.6-a Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . 51

Gráfica 2.1.6-b Brasil: pronósticos de crecimiento del mercado asegurador No Vida . . . . . 51

Gráfica 2.1.7-a México: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . 52

Gráfica 2.1.7-b México: pronósticos de crecimiento del mercado asegurador No Vida . . . . . 52

Gráfica 2.1.8-a China: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . 53

Gráfica 2.1.8-b China: pronósticos de crecimiento del mercado asegurador No Vida . . . . . 53

Gráfica 2.4-a Ratios de solvencia 2017 y variación vs 2016 . . . . . 55

Gráfica 2.4-b Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2017 y variación vs 2016 . . . . . 59

Gráfica 2.4-c Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2017 y variación vs 2016 . . . . . 59

Gráfica 2.4-d Peso relativo de los fondos propios respecto a las primas en 2017 y variación vs 2016 . . . . . 60

Gráfica 2.4-e Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2017 . . . . . 62

Gráfica 2.4-f Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2017 . . . . . 62

Gráfica 2.4-g Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean la fórmula estándar en 2017 y variación vs 2016 . . . . . 64

Gráfica 2.4-h Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean modelos internos parciales en 2017 y variaciones vs 2016 . . . . . 64

## Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos . . . . .	21
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos . . . . .	23
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos . . . . .	25
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos . . . . .	26
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	28
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos . . . . .	30
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos . . . . .	31
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos . . . . .	33
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos . . . . .	35
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos . . . . .	37
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos . . . . .	39
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos . . . . .	41
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	42
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos . . . . .	44
Tabla 2.1.2	Mercado No Vida: pronósticos de crecimiento de mercados aseguradores seleccionados, 2018-2019 . . . . .	47
Tabla 2.4-a	Principales cifras financieras y de solvencia, 2017 . . . . .	56
Tabla 2.4-b	Métodos de cálculo del SCR, 2017 . . . . .	57
Tabla 2.4-c	Calidad de los fondos propios admisibles, 2017 . . . . .	58
Tabla 2.4-d	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2017 . . . . .	61
Tabla 2.4-e	Impacto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2017 . . . . .	61
Tabla A-1	Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto . . . . .	65
Tabla A-2	Escenarios Base y de Riesgo: inflación . . . . .	66
Tabla A-3	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años . . . . .	67
Tabla A-4	Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio . . . . .	67
Tabla A-5	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia . . . . .	67

## Recuadros

Recuadro 1.1.2	Volatilidad cambiaria emergente y Balanza de Pagos . . . . .	13
Recuadro 1.1.4	Medidas arancelarias planeadas en el ámbito internacional . . . . .	16



## Referencias

- 1/ Atribuible al efecto de la normalización monetaria estadounidense y, probablemente, al inicio de una fase de aversión al riesgo (*risk off mood*) general.
- 2/ Revisión del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA-TCLAN) o imposición de nuevos aranceles a México, retirada del acuerdo transpacífico de cooperación económica (TPP), y en Europa, aprobación del Brexit y sus potenciales consecuencias para el libre tráfico de capitales, personas bienes y servicios.
- 3/ A lo que se le suma el cálculo del coste del resto de medias, como las relativas al NAFTA, que podría llegar a costar 300.000 empleos y recortar el crecimiento económico estadounidense en torno a 0,5% en el largo plazo.
- 4/ Estados Unidos protegerá a una lista de aliados (incluidos Europa, Australia, Corea del Sur, Argentina, Brasil, Canadá y México) de las tasas al acero y aluminio. La característica que une a estos países es que compensen la mitad o más de la importación de acero y aluminio de Estados Unidos.
- 5/ Las exenciones temporales para Canadá y México se deben a la renegociación del NAFTA; si no se llegara a un acuerdo, se impondrían los aranceles.
- 6/ [https://eiopa.europa.eu/Publications/Surveys/EIOPA-BOS-18-189\\_Technical%20Specifications\\_v20180622.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/Surveys/EIOPA-BOS-18-189_Technical%20Specifications_v20180622.pdf)
- 7/ Los *Informes sobre la Situación Financiera y Solvencia* correspondientes a 2017 que sirvieron de base para la preparación de este reporte, fueron consultados, en su oportunidad, en los siguientes enlaces:
  - Axa: <https://www.axa.com/en/investor/earnings-presentation#year=2017>
  - Allianz: [https://www.allianz.com/en/investor\\_relations/results-reports/SFCR/](https://www.allianz.com/en/investor_relations/results-reports/SFCR/)
  - Generali: <https://www.generali.com/investors/reports-and-presentations/report-archive#2017>
  - Prudential: <http://www.prudential.co.uk/investors/reports/reports/2017>
  - Talanx: [http://www.talanx.com/investor-relations/berichte-risikomanagement/group.aspx?sc\\_lang=en](http://www.talanx.com/investor-relations/berichte-risikomanagement/group.aspx?sc_lang=en)
  - Aviva: <https://www.aviva.com/investors/regulatory-returns/>
  - Aegon: <https://www.aegon.com/en/Home/Investors/Annual-Reports/?of.section=%2fnewsroom%2fannual-reports%2fsfrc%2f>
  - Groupama: <http://www.groupama.com/fr/investisseur/publications-financieres/informations-reglementee-2017/>
  - CNP: <http://www.cnp.fr/en/Investor-Analyst>
  - Crédit Agricole: <https://www.ca-assurances.com/en/investors/solvency-2-narrative-reports>

MAPFRE: <https://www.mapfre.com/corporativo-es/accionistas-inversores/informacion-financiera/solvencia/>

BNP: <https://www.bnpparibascardif.com/es/rapports-de-solvabilite>

Poste: <https://postevita.poste.it/compagnia/dati-di-bilancio-poste-vita.html>

Covea: <https://www.covea.eu/nos-activites/nos-publications/>

R+V: <https://www.ruv.de/ueber-uns/unternehmen/geschaeftsberichte>

Y para los *Informes sobre la Situación Financiera y Solvencia* correspondientes a 2016, los enlaces consultados en su oportunidad fueron los siguientes:

Axa: <https://www.axa.com/en/investor/earnings-presentation#year=2016>

Allianz: [https://www.allianz.com/en/investor\\_relations/results-reports/SFCR/#!owid:27-163209ebdbf](https://www.allianz.com/en/investor_relations/results-reports/SFCR/#!owid:27-163209ebdbf)

Generali: <https://www.generali.com/investors/reports-and-presentations/report-archive#2016>

Prudential: <http://www.prudential.co.uk/investors/reports/reports/2016>

Talanx: [http://www.talanx.com/investor-relations/berichte-risikomanagement/group.aspx?sc\\_lang=en](http://www.talanx.com/investor-relations/berichte-risikomanagement/group.aspx?sc_lang=en)

Aviva: <https://www.aviva.com/investors/regulatory-returns/>

Aegon: <https://www.aegon.com/en/Home/Investors/Annual-Reports/>

Groupama: <http://www.groupama.com/fr/investisseur/publicaitons-financieres/information-reglementee-2016/>

Crédit Agricole: <https://www.ca-assurances.com/en/investors/solvency-2-narrative-reports>

MAPFRE: <https://www.mapfre.com/corporativo-es/accionistas-inversores/informacion-financiera/solvencia/>

BNP: <https://www.bnpparibascardif.com/es/rapports-de-solvabilite>

Poste: <https://postevita.poste.it/compagnia/dati-di-bilancio-poste-vita.html>

Covea: <https://www.covea.eu/nos-activites/nos-publications/>

R+V: <https://www.ruv.de/static-files/ruvde/downloads/ueber-uns/geschaeftsberichte/2016-SFCR-2016-RUV-Versicherung-AG.pdf>

## **AVISO**

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