



Fundación **MAPFRE**

**PANORAMA ECONÓMICO  
Y SECTORIAL 2017:  
PERSPECTIVAS HACIA  
EL TERCER TRIMESTRE**

Servicio de Estudios de MAPFRE

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

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

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

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

Julio, 2017.

## Servicio de Estudios de MAPFRE

**Manuel Aguilera Verduzco**

Director General

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

**Gonzalo de Cadenas Santiago**

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

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

**Ricardo González García**

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

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

**José Brito Correia**

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

**Begoña González García**

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

**Isabel Carrasco Carrascal**

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

**Fernando Mateo Calle**

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

**Rafael Izquierdo Carrasco**

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

**Eduardo García Castro**

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

Elena Martín Benito

Enrico Mendola

María Jesús Michel Warckmeister

Johannes Rojas Díaz

Mónica Lisset Velásquez Roldán



# Contenido

<b>Resumen ejecutivo</b> .....	7
--------------------------------	---

## **1. Panorama económico**

1.1 El panorama económico global: actualización .....	11
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas .....	14
1.2.1 Estados Unidos .....	14
1.2.2 Eurozona .....	16
1.2.3 España .....	18
1.2.4 Alemania .....	20
1.2.5 Italia .....	22
1.2.6 Reino Unido .....	24
1.2.7 Japón .....	26
1.2.8 Turquía .....	28
1.2.9 México .....	30
1.2.10 Brasil .....	32
1.2.11 Argentina .....	34
1.2.12 China .....	36
1.2.13 Indonesia .....	38
1.2.14 Filipinas .....	40

## **2. Panorama sectorial**

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización .....	43
2.1.1 Mercados globales .....	43
2.1.2 Eurozona .....	43
2.1.3 España .....	44
2.1.4 Turquía .....	45
2.1.5 Estados Unidos .....	45
2.1.6 Brasil .....	46
2.1.7 México .....	46
2.1.8 China .....	47
2.1.9 Reaseguro .....	48
2.2 Tendencias regulatorias: novedades en el trimestre .....	48

<b>Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas</b> .....	53
--	----

<b>Índice de gráficas y tablas</b> .....	57
--	----

<b>Referencias</b> .....	59
--------------------------	----



## Resumen ejecutivo

### Panorama económico y sectorial 2017: perspectivas hacia el tercer trimestre

La actividad global continuó acelerándose a un ritmo cercano al 1% durante el segundo trimestre de 2017, aunque con signos recientes de estabilización. Este dato ratifica e incluso pone riesgos al alza en nuestra previsión de crecimiento global, la cual es moderadamente superior al 3,1% para 2017, con una aceleración en la aportación a la actividad económica de parte de los mercados desarrollados que ubicamos ya en el entorno del 2%, mientras que la de los mercados emergentes se mantiene estable en un 4,5%.

En general, los indicadores de expectativas siguen siendo más benignos que lo que indican los indicadores reales, toda vez que se aprecian mejoras sustanciales en el comercio mundial, en la inversión en equipo, y en el residencial en algunos países. Esperamos que estas mejoras se trasladen a las cuentas nacionales durante la segunda mitad de año. Contrasta cierta moderación de la actividad en los Estados Unidos frente a una Eurozona más dinámica, en tanto que China mantiene la actividad según su agenda de desaceleración muy gradual. Por su parte, la actividad económica entre el bloque de los mercados emergentes permanece moderada y mixta, y muy dependiente de las recuperaciones cíclicas de Brasil y Rusia, el efecto de la política económica de Estados Unidos en México, la resiliencia pese a la heterodoxia política en Turquía y Filipinas, y la recalificación crediticia de Indonesia.

Por su parte, la inflación que se aceleraba en los mercados desarrollados durante el primer trimestre del año parece estar perdiendo tracción, especialmente debido a la pérdida de dinamismo temporal del precio de la energía (inflación global cercana a 3% en el segundo trimestre de 2017, con los mercados desarrollados al 2% y los emergentes por encima del 4%). Las expectativas de inflación implícitas en los bonos indizados también se han reducido, y la subyacente se mantiene estable.

El Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos subió tipos de interés en junio (25pbs) pese a la moderación de los precios, aunque mantiene el ritmo gradual. Se espera al menos una nueva subida de tipos de interés antes de que acabe el año, aunque será, en palabras de J. Yellen, “data driven” y condicional a la inflación. Por otro lado, la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) se mantiene por el momento intacta. Intuida la secuencia de normalización monetaria, el ajuste de su balance podría tener lugar en la segunda mitad de 2019 (solo después de eliminación de tipos negativos y del inicio de subidas de tipos de interés, que no se espera hasta la segunda mitad de 2018).

En los mercados emergentes continúa destacando la divergencia monetaria entre los países. En México, tras el último incremento de tipos (+25pbs) esperamos un sesgo menos restrictivo a futuro dado el mejor panorama de inflación y la estabilización del peso en niveles previos al inicio de la administración Trump. En Brasil, continúa la relajación monetaria con recortes adicionales de tipos de interés. Esperamos que esta relación se mantenga también el año próximo. Turquía, por su parte,

volvió a subir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito, con un incremento acumulado del coste medio de financiación que lo conduce hasta el entorno del 12%.

El retraso en la materialización de las expectativas de re-flación de manera visible tamiza la apreciación del dólar anticipada en trimestres pasados, ubicándolo en el mismo entorno medio en el que se encontraba durante el 2016. Por su parte, en la Eurozona los cambios en el lenguaje del BCE y la reducción de tensiones políticas parecieran favorecer la apreciación del euro. El sesgo en este caso, unido a expectativas no cumplidas por parte de la nueva administración federal en los Estados Unidos y a un lenguaje más alcista del BCE, sería a la baja (es decir, de mayor apreciación del euro).

En los principales mercados emergentes, la perspectiva es diversa. En Brasil y Turquía, se espera una mayor depreciación de la moneda local en línea con las vulnerabilidades reales y financieras presentes en estos momentos en ambos países que, además, podrían acentuarse ante el desarrollo de la política doméstica. En China, la intervención del Banco Central buscará la estabilización del renminbi en niveles depreciados hasta finales de 2017. Para el peso mexicano, la perspectiva es de estabilización en torno a los niveles actuales, siempre y cuando los riesgos derivados de su relación con Estados Unidos no se recrudezcan y la política monetaria de la Reserva Federal no se acelere. Para el resto de las monedas, se prevé que, en general, mostrarán moderadas tendencias deprecatorias contra el dólar dada la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos y su efecto sobre los flujos de cartera globales.

A nivel global, los riesgos parecen manar del desempeño de la política económica de Estados Unidos, especialmente si se incumplen las expectativas del mercado acerca de su política de re-flación global y si los precios de activos actualmente no alineados con fundamentales sufren una severa corrección (deuda corporativa, precios suelo comercial, valoración de renta variable). En este sentido, es muy relevante que el

proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal sea ordenado y bien comunicado para no dar lugar a un proceso parecido al *tapering* de 2013 con efectos en las carteras globales.

En Europa, diluido el riesgo político de las elecciones en Francia, la atención se centra en la situación política de Italia, por cuanto podría ser un detonante de un evento soberano-financiero ligado a una potencial salida del Euro. En los mercados emergentes, las vulnerabilidades están unidas al fuerte apalancamiento de empresas privadas, en algunos casos en dólares. En China, además, el riesgo con implicaciones globales nace de la relación entre el sector inmobiliario, los mercados financieros y la gestión de la política económica actual, aunque es patente que el gobierno está acometiendo medidas macro-prudenciales de contención para enfriar la economía, y algunos procesos de inflación de activos y de volatilidad nominal (tipo de cambio, entre otros) se han apaciguado, a la vez que la intervención en los mercados monetarios para frenar la depreciación del renminbi ha dado fruto.

### **Mercados aseguradores**

El negocio asegurador global se desaceleró levemente en 2016 a consecuencia del retroceso que sufrieron los seguros de Vida en las economías desarrolladas (-0,5%), que supusieron el 81% del total de las primas de seguros de Vida a nivel mundial.

A futuro (2017/2018) el desempeño del negocio asegurador estará ligado a dos factores: por una parte, la dinámica de re-flación global y sus efectos sobre los tipos de interés de largo plazo, que animarán la suscripción del seguro de vida ahorro y los ligados a los sistemas previsionales privados, y por la otra, el mejor momento cíclico para los mercados desarrollados y emergentes que, consistentemente con el desarrollo del consumo, verán incrementarse la suscripción del seguro No Vida.

Dada la necesidad de convergencia de los mercados emergentes a los niveles de aseguramiento medio global, incrementos de la actividad inducirán proporcionalmente incrementos superiores de la contratación de seguros, por lo que veremos crecimientos más vigorosos en la suscripción de seguros de No Vida en mercados emergentes que en los mercados desarrollados. Del lado financiero, el nuevo ciclo de política monetaria global, en signo y sincronía, producirá un incremento en la pendiente de las curvas de descuento del mercado asegurador, aunque quizás menos de lo que sería deseable al estar afrontándose a nivel global algo de riesgo de duración.



# 1. Panorama económico

## 1.1 El panorama económico global: actualización

### Aspectos generales

El inicio del 2017 estuvo marcado por la aceleración de la actividad global y especialmente por el renovado protagonismo de China y la Eurozona frente a una más moderada economía de los Estados Unidos.

China respondió adecuadamente a los estímulos regulatorios que avivaron la inversión durante el primer trimestre creciendo cerca de 7,3% a/a, mientras que la Eurozona lo hizo al ritmo de 2,3%, el mayor registrado desde el inicio de este ciclo. España y Alemania fueron los principales países grandes de la región que contribuyeron a su crecimiento, aunque no fue despreciable la de Francia e incluso la de Italia.

Por su parte, los mercados emergentes también abundaron en la actividad, con especial participación de Rusia (2,4%) y de las grandes economías de América Latina (2,7%). Sin embargo, el segundo trimestre del año, a la luz de los indicadores más adelantados de expectativas, actividad y comercio, esperamos una estabilización del crecimiento en la marca actual.

Todo lo anterior nos lleva afianzar nuestra previsión de crecimiento global en 3,1% ya publicado a finales del año pasado (véase la Gráfica 1.1-a), con una participación de los mercados desarrollados en el entorno del +2% y de los emergentes en el entorno del +4,5% durante el 2017.

Nuestra expectativa para el conjunto del año 2017 ya incorporaba la posibilidad (como se está apreciando) de que la política de re-flación de la administración Trump sufriría retrasos, limitando así tanto los efectos negativos por el lado de la oferta (inmigración, NAFTA, proteccionismo) como los positivos del lado de la demanda (expansión fiscal y flexibilización comercial, entre otros). Sin embargo a diferencia de lo que señalamos en el informe anterior, los riesgos parecen moderarse durante el 2017, puesto que los indicadores reales permiten vislumbrar cierta convergencia entre las expectativas del mercado y los datos reales. Los beneficios corporativos, la inversión residencial, los precios de la renta fija de mayor plazo y el cronograma de política monetaria, entre otros, parecen cumplir ordenadamente la secuencia propia de autorrealización de expectativas.

El sesgo de nuestra previsión global, por tanto, es al alza para el conjunto del año. Igualmente, creemos que el grueso de las políticas de demanda de la administración Trump se cumplirá, aunque con modificaciones y retraso por lo que su efecto solo se sentirá a escala global a partir de la segunda mitad del año 2018. Por este motivo hemos revisado al alza (bajo el escenario base) el crecimiento previsto para el mundo desarrollado y por extensión para el conjunto de la economía global hasta el 3,2% (véase la Tabla A-1 en el apéndice de este informe).

En lo relativo a precios, una moderación en el precio del petróleo hasta el entorno de los 45 USD el barril Brent y la persistencia en la contención de inflación subyacente (a causa de motivos estructurales) limitan el impulso

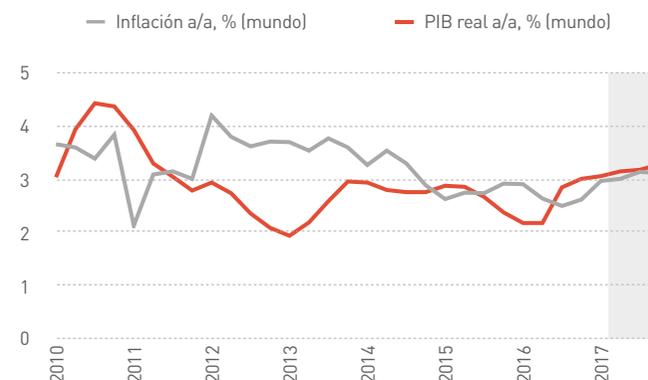
re-flacionario en los países desarrollados, mientras que incipientes esfuerzos por desapalancarse la limitan en los mercados emergentes. En cualquier caso, la inflación global se mantendrá en el entorno de 3% en 2017 con cierto sesgo a la baja dada la lectura de expectativa de inflación reciente extraída de los bonos (véase la Tabla A-2 en el apéndice del informe). Esto tiene implicaciones para el tono de la política monetaria global que no ve urgencia en acelerar su dinámica actual.

A grandes rasgos, la política monetaria continúa siendo dispar y condicionada por las diferencias en el momento económico de las distintas economías (mayor en los mercados desarrollados que en los emergentes), las diferentes presiones inflacionistas, los flujos de cartera globales, la defensa de la moneda china, la actuación de la Reserva Federal, y otros factores como la complementariedad y viabilidad de una política fiscal más laxa. La divergencia en la intensidad y en el sentido de la condición monetaria global representa un potencial riesgo aunque limitado (véase la Tabla A-5 en el apéndice del informe).

En materia cambiaria, el menor ímpetu en los tipos largos y la moderación de las expectativas de inflación contienen por el momento parte del impulso apreciatorio del dólar frente al resto de monedas, aunque necesariamente se reiniciará continuando en línea con las divergencias de política monetaria entre Estados Unidos y el resto del mundo (véanse las Tablas A-3 y A-4 en el apéndice de este informe).

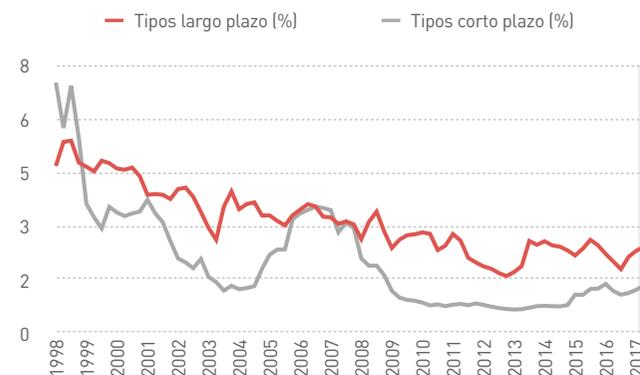
El resto de las variables financieras relevantes mantiene la tónica del trimestre pasado, con reprecitaciones de la curva de tipos global limitadas que muestran mayores cambios de nivel que de ganancias de pendiente, a causa del riesgo de duración (mayor del previsto el año pasado en Estados Unidos y con excepciones en la Eurozona), flujos de cartera cambiando de la deuda soberana y corporativa al renta variable, y animados por un elevado apetito por el riesgo, como marca el bajo VIX y tipos *high yield* (véase la Gráfica 1.1-b).

**Gráfica 1.1-a**  
Global: crecimiento e inflación,  
2010-2017



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

**Gráfica 1.1-b**  
Global: tipos de interés de corto y largo plazos, 1998-2017



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

El precio del petróleo empleado para nuestras previsiones se ha reducido desde los 60 USD el barril Brent a finales de 2018 (previsiones de 2016) hasta 55 USD p/b. La razón estriba en la caída del *spot* actual ante el temor de que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEC) no logre materializar un acuerdo para la reducción de producción, y que pese a la contracción de inventarios, la oferta global sea mayor (con fuentes y mercados alternativos ampliándose).

Las vulnerabilidades y los riesgos de nuestro escenario permanecen como en el informe anterior. La enorme deuda corporativa de algunos mercados emergentes, en muchos casos en dólares, les hace vulnerables al ciclo de la política monetaria estadounidense y a la volatilidad de sus monedas locales; algunos con implicaciones soberano-financieras relevantes y sistémicas para su sector real y su capacidad para transmitir los efectos globales (China).

Los procesos de inflación de activos (P/E elevados, precios residenciales lejos de fundamentales y precio de la deuda *high yield*, entre otros) también representan una vulnerabilidad con potencial para crear una crisis de balanza de pagos. Así, en nuestra visión el número de escenarios de riesgo a la baja (deterioro) en el futuro es elevado y su probabilidad mayor. El principal, por su probabilidad, deriva de daños económicos estructurales por el lado la oferta de la administración Trump (como se recoge en nuestro escenario alternativo); el segundo (más severo pero menos probable), es un escenario de crisis en China, y el tercero está relacionado con el riesgo de convertibilidad de la Zona Euro, el rechazo al euro y problemas de carácter sistémico en alguno de sus miembros que propicie problemas en la gobernabilidad de la Eurozona.

## 1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

### 1.2.1 Estados Unidos

#### Sin cambios relevantes respecto al pasado trimestre

Los datos de producto interior bruto (PIB) del primer trimestre sorprendieron moderadamente a la baja y todo apunta a que esta gradualidad se mantendrá en el segundo trimestre del año. Aunque los datos de empleo siguieron fortaleciéndose el pasado trimestre y las métricas de paro amplias son buenas (la tasa de paro fue de 4% y la medida de infrautilización laboral U6 fue inferior al 8%), destaca la moderación en el crecimiento de los salarios tanto en términos nominales como reales. Nuevamente el relativo estancamiento de la producción industrial contrasta con los muy positivos índices de valoración de gestores de compras (PMIs) que mantienen la esperanza en la materialización de la política reflacionaria de la administración Trump.

- *La mayoría de las reformas con externalidades positivas de la administración Trump no acaecerán en el 2017. Se estima que sus efectos tendrían lugar en la primera mitad de 2018.*
- *Mantenemos una visión positiva sobre la actividad y el empleo, pero apoyada en la demanda doméstica con creciente protagonismo de la inversión.*
- *La Reserva Federal revisa el ritmo de normalización monetaria considerando el buen desempeño del mercado de trabajo, pero se mantiene aún contenida la inflación subyacente.*
- *Los riesgos siguen sesgados a la baja, especialmente el ligado con un fallo de expectativas creadas en torno a la política económica y sus efectos reales.*

Aunque la inflación se mantuvo relativamente estable frente al trimestre anterior, llama la atención que la inflación subyacente se mantenga moderada, indicando que las expectativas salariales están ancladas. Un dato preocupante, sin embargo, es que la inflación ex-alquileres está acercándose al 1%, mostrando signos reavivados de baja inflación. Esto podría tener efecto sobre el "guidance" de la Reserva Federal. Se estima que el crecimiento del PIB será aproximadamente 0,6% en el segundo trimestre de 2017, lo que obliga a mantener nuestra previsión actual del PIB en el 2,2% para el conjunto del año.

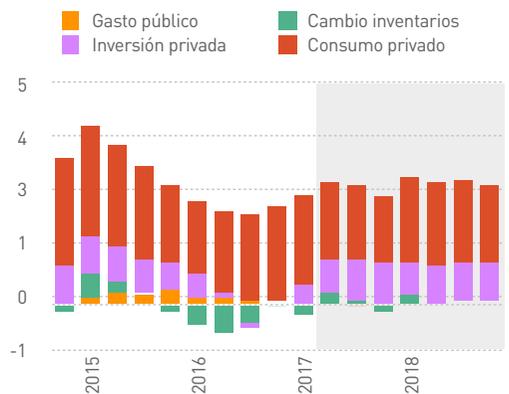
La política monetaria, por su parte, gana tracción pero muestra cautelas relativas a la baja inflación. La segunda subida de tipos de interés en junio de 2017 por parte del Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) ubica el tipo de interés en 1,25%. Se espera una subida más entre septiembre y diciembre, hasta situar el tipo de interés en 1,5% en diciembre de 2017. Por su parte, el tipo de interés a 10 años se ubica por debajo del 2,4% y (debido a cierto riesgo de duración y a temores en la rapidez de la implementación de estímulos en la economía) la curva de tipos parece estar aplanándose.

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



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

**Gráfica 1.2.1-b**  
Estados Unidos: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	2,2	1,7	2,4	2,6	1,6	2,2	2,7
Contribución de la demanda doméstica	2,1	1,4	2,1	3,3	1,7	2,5	2,8
Contribución de la demanda externa	0,1	0,3	0,2	-0,7	-0,1	-0,2	-0,1
Contribución del consumo privado	1,0	1,0	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8
Contribución de la inversión	1,2	0,6	0,5	0,8	0,1	0,8	0,8
Contribución del consumo público	-0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,1	1,3	2,5	3,2	1,7	2,4	2,7
Consumo total (% a/a, media)	-3,2	4,9	-11,3	-7,1	-2,9	-5,9	1,4
Inversión (% a/a, media)	6,3	3,0	4,2	3,8	0,7	3,8	4,1
Exportaciones (a/a en %)	0,4	0,5	0,6	0,0	0,0	0,3	0,4
Importaciones (a/a en %)	-0,4	-0,2	-0,4	-1,2	-0,2	-0,6	-0,5
Tasa de paro (final período)	7,8	6,9	5,7	5,0	4,7	4,4	4,4
Inflación (a/a, final período)	1,9	1,2	1,2	0,4	1,8	1,8	2,1
Balance fiscal (% PIB)	-8,9	-5,4	-4,9	-4,5	-5,0	-4,8	-5,6
Balance comercial (% PIB)	-4,8	-4,4	-4,5	-4,4	-4,2	-4,3	-4,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,8	-2,2	-2,3	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,13	0,13	0,13	0,17	0,42	1,50	2,00
Tipo 10 años (final período)	1,71	2,75	2,28	2,19	2,13	2,46	2,87
Tipo de cambio vs euro (fin período)	1,30	1,36	1,25	1,10	1,08	1,12	1,13
Crédito privado (% a/a, media)	3,1	7,7	7,7	2,3	3,5	5,8	6,3
Crédito familias (% a/a, media)	-0,2	0,9	2,4	2,5	3,0	4,8	5,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,1	3,3	4,8	5,7	5,7	4,4	4,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-1,9	2,2	2,9	2,2	4,1	3,2	2,1

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

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

## 1.2.2 Eurozona

### Un buen momento económico

El PIB de la Eurozona muestra una visible ganancia de tracción al crecer a un ritmo de 0,6% en el primer trimestre de 2017 (2,3% en tasa anual), lo que hace revisar al alza el crecimiento esperado para el conjunto del año en el entorno del 2%, con España y Alemania liderando el crecimiento, pero aun así, registrando mejores métricas en Francia e incluso Italia. El desempeño de las exportaciones y de la inversión es patente y modulan cierta atonía en el consumo.

En materia de precios, se mantiene la previsión a lo largo de 2017 (1,5%) pese al reciente receso en el índice general (por la caída del precio del petróleo de inicios de año) dado que la inflación subyacente se mantiene estable.

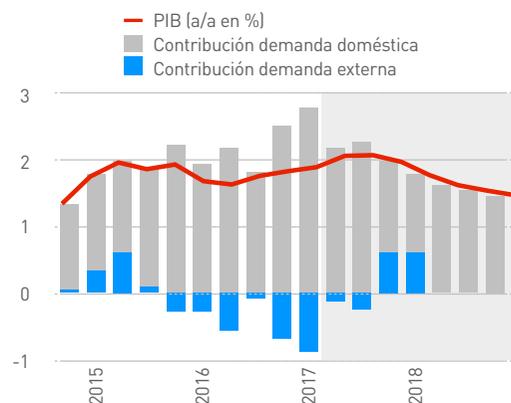
El Banco Central Europeo (BCE), por su parte, mantiene su política monetaria, sin tocar tipos de interés ni la política de compra de activos (60

- *La actividad mantiene su pulso.*
- *Revisamos nuevamente al alza nuestras previsiones para 2017-2018 hasta máximos de los últimos siete años.*
- *La política monetaria permanecerá inalterada al menos hasta finales de 2018.*
- *Las alusiones del Banco Central Europeo a su secuencia de normalización ayudan a vislumbrar la subida de tipos a partir de finales de 2019.*
- *El riesgo mayor y más inminente en la Eurozona es el político con potenciales implicaciones soberano-financieras derivadas de la situación en Italia.*

millardos de euros hasta diciembre de 2017, dando un seguimiento estrecho a la inflación y la actividad en el sur de Europa), aunque ya se anticipa un recorte de compras hasta los 10 millardos de euros a finales de este año. No se esperan cambios en ninguna de las partidas de la política monetaria hasta al menos el 2018 (tipos de depósito, LTROs, Balance y tipo Refi). En la reunión del BCE de julio, se despejaron dudas sobre su intención de mantener la laxitud monetaria ante cualquier eventualidad.

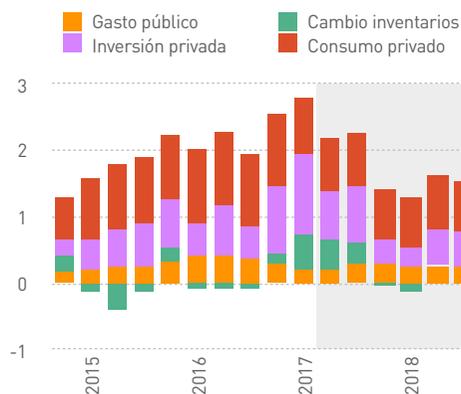
Los riesgos que aún pesan sobre la Eurozona son los derivados de un Brexit mal negociado (como pareciera estar ocurriendo al estancarse las negociaciones), una renovación del “riesgo de convertibilidad” (el riesgo de ruptura del euro) con las elecciones italianas, y el desenlace sobre las negociaciones de la *quita* griega.

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



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

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



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

**Tabla 1.2.2**  
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	-0,9	-0,2	1,3	1,9	1,7	2,0	1,6
Contribución de la demanda doméstica	-2,3	-0,6	0,8	1,7	2,1	2,2	1,4
Contribución de la demanda externa	1,4	0,4	0,5	0,2	-0,4	-0,1	0,0
Contribución del consumo privado	-0,6	-0,3	0,5	1,0	1,1	0,8	0,8
Contribución de la inversión	-0,7	-0,5	0,1	0,6	0,7	0,8	0,5
Contribución del consumo público	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,2	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	-2,3	-0,6	1,3	1,8	2,2	2,2	1,5
Consumo total (% a/a, media)	-0,9	-0,3	0,8	1,6	1,9	1,4	1,3
Inversión (% a/a, media)	-3,3	-2,4	1,6	3,0	3,4	3,9	2,2
Exportaciones (a/a en %)	1,2	1,0	2,2	2,6	1,4	2,2	1,6
Importaciones (a/a en %)	0,2	-0,6	-1,1	-3,7	-1,8	-2,4	-1,5
Tasa de paro (final período)	11,8	11,9	11,4	10,5	9,7	8,8	8,5
Inflación (a/a, final período)	2,3	0,8	0,2	0,2	0,7	1,5	1,7
Balance fiscal (% PIB)	-3,6	-3,0	-2,6	-2,1	-1,5	-1,0	-0,9
Balance comercial (% PIB)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Impulso fiscal (% PIB)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,4	2,2	2,5	3,2	3,4	3,2	3,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	0,37	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00
Tipo Repo	0,20	0,21	0,21	0,22	0,24	0,30	0,30
Tipo 10 años (final período)	3,31	2,96	1,50	1,19	0,93	1,49	1,87
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,30	1,36	1,25	1,10	1,08	1,12	1,13
Tasa de ahorro	12,3	12,4	12,6	12,5	12,3	12,3	12,4
Crédito familias (% a/a, media)	0,3	-0,6	-0,2	0,9	1,5	3,1	3,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,9	-1,6	0,7	7,0	1,0	2,3	2,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	10,2	1,2	3,7	16,8	0,2	1,5	1,4

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

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

### 1.2.3 España

#### Se mantiene el dinamismo de la actividad económica

En España, la anticipada desaceleración de la actividad económica parece posponerse con un sesgo al alza en el primer trimestre de 2017. La confianza, las condiciones monetarias laxas y la creación de empleo (+500.000 en lo que va de año) seguirán impulsando un crecimiento cercano al 0,9% en el primer trimestre del año, lo que apuntala la previsión para el conjunto del año en torno al 3,1% (el más alto de la Unión

Europea) apoyado en una creciente participación de la inversión residencial, de equipo y una creciente aportación del sector exterior (tanto bienes como servicios) en un contexto en el que el consumo muestra una elevada resiliencia tras recuperarse del bache del trimestre pasado.

No obstante, aunque aún robusto, existen ciertos indicios de agotamiento en determinados vientos de cola, lo cual anticipa una ligera desaceleración del crecimiento de la economía española con respecto al año pasado.

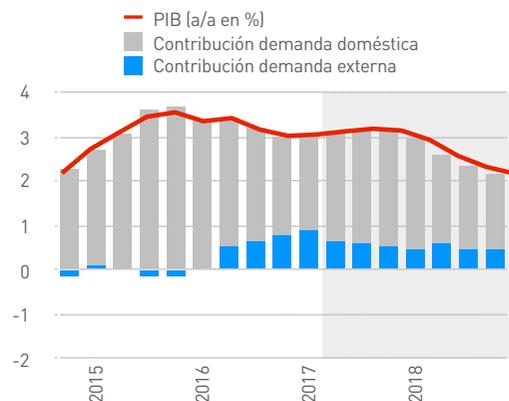
Especialmente importantes son los límites al crecimiento del consumo, dado el aumento de la inflación que limita el crecimiento salarial real, y dada la previsible menor laxitud fiscal (el déficit público presupuestado en los presupuestos generales del Estado es de 3,1% del PIB frente al 4,3% anterior, por lo que el impulso fiscal será cero).

- *Posposición de la anticipada desaceleración de la actividad económica.*
- *Indicios de agotamiento de ciertos vientos de cola (limitación del crecimiento de salarios reales, menor laxitud fiscal, reversión moderada del precio de los combustibles, anticipación de la normalización monetaria).*

Otros factores que moderarán previsiblemente el crecimiento de la actividad económica serán la previsible senda apreciada del euro, una moderada reversión del precio de los combustibles, la anticipación de la normalización monetaria en Europa (a partir de 2018), y la normalización del elevado apetito por el riesgo global que volverá a niveles más ordinarios.

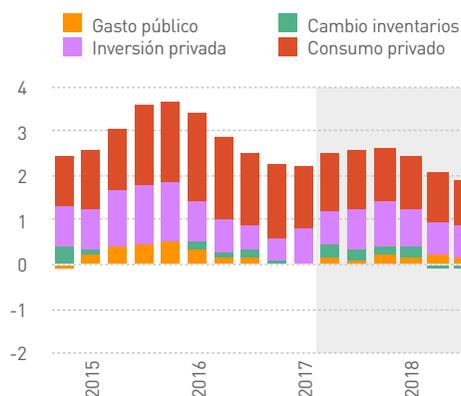
Constatamos que la inversión residencial comienza a repuntar gracias a la reactivación del crédito hipotecario, así como los flujos de inversión institucional al inmobiliario.

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



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

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



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

**Tabla 1.2.3**  
España: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	-2,9	-1,7	1,4	3,2	3,2	3,1	2,5
Contribución de la demanda doméstica	-4,9	-3,1	1,3	3,2	2,8	2,5	2,0
Contribución de la demanda externa	2,0	1,4	0,1	0,0	0,5	0,7	0,5
Contribución del consumo privado	-2,0	-1,7	0,9	1,6	1,8	1,3	1,1
Contribución de la inversión	-1,9	-0,7	0,4	1,2	0,7	0,9	0,7
Contribución del consumo público	-1,0	-0,4	-0,1	0,4	0,2	0,1	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	-5,0	-3,1	1,9	3,4	2,9	2,6	2,1
Consumo total (% a/a, media)	-3,8	-2,8	1,1	2,6	2,6	1,9	1,7
Inversión (% a/a, media)	-8,6	-3,4	3,8	6,0	3,1	4,2	3,4
Exportaciones (a/a en %)	0,3	1,3	1,6	1,3	1,4	2,5	1,6
Importaciones (a/a en %)	1,6	0,1	-1,1	-2,4	-0,9	-1,8	-1,1
Tasa de paro (final período)	25,8	25,7	23,7	20,9	18,6	16,7	15,4
Inflación (a/a, final período)	3,0	0,1	-0,5	-0,3	1,0	1,3	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-10,3	-7,1	-6,0	-5,1	-4,5	-3,1	-2,6
Balance comercial (% PIB)	-2,8	-1,4	-2,2	-2,0	-1,6	-1,4	-0,8
Impulso fiscal (% PIB)	-2,6	-1,8	2,6	0,3	-0,2	0,0	-0,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,3	1,5	1,0	1,4	2,0	1,7	1,4
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	0,37	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00
Tipo 10 años (final período)	5,57	4,16	2,00	1,71	1,31	2,05	2,44
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,30	1,36	1,25	1,10	1,08	1,12	1,13
Tasa de ahorro (%)	8,9	9,9	9,0	8,4	7,9	7,1	7,1
Crédito familias (% a/a, media)	-3,9	-5,1	-4,9	-3,8	-2,2	5,9	3,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,4	-9,1	-5,1	-3,4	-1,9	-0,2	1,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,0	-17,4	-11,3	-5,2	-26,9	-18,6	-18,9

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

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

## 1.2.4 Alemania

### Se mantiene el dinamismo

La actividad de la economía alemana finalizó con un marcado dinamismo en el primer trimestre de 2017 (1,7% a/a), el cual se prevé habrá de mantenerse también durante el resto de 2017 (prevemos un crecimiento del 2,0% para el conjunto del año).

El vigor de la demanda doméstica se aprecia en el comportamiento de la inversión y las importaciones. La sorpresa positiva en el primer trimestre del año provino de la inversión en construcción, maquinaria y equipos industriales. Las exportaciones seguirán siendo el principal motor del crecimiento (aumento a/a del 3,8%). La utilización de la capacidad industrial está en máximos de nueve años y el sentimiento en el sector de bienes de equipo es alto. Todo indica una continuación del buen momento en la economía.

Por otra parte, la fortaleza del empleo con el paro en mínimos (5,7%), al igual que en muchos otros países, no se está traduciendo en aumentos de salarios. A menos que la productividad aumente visiblemente o repunte la inflación, no es previsible que aumenten los salarios.

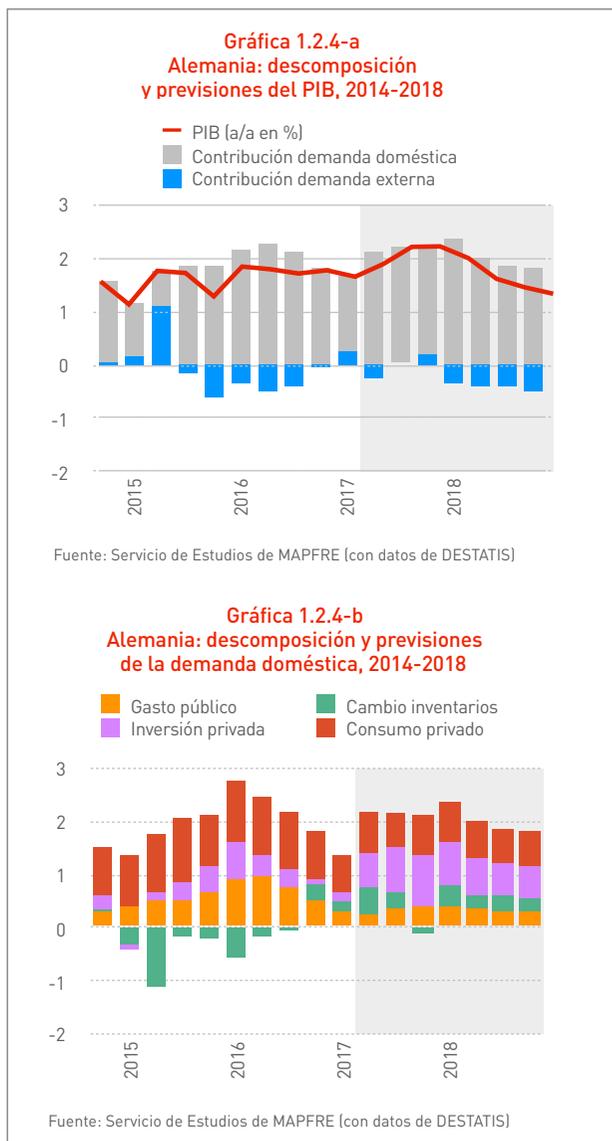
- *En el primer trimestre de 2017 se mantuvo el dinamismo obligando a una revisión al alza de nuestras previsiones para la economía alemana.*
- *La fortaleza del empleo y del sector exterior animan a ganancias salariales y a la inversión.*
- *El sector exterior mantendrá el dinamismo, abundando en superávit de la cuenta corriente y contribuyendo a tipos de interés de largo plazo diferencialmente menores que en el resto de la Eurozona.*

La principal fortaleza de la economía seguirá siendo las exportaciones y eventualmente, si siguen fuertes, podrán repercutir en necesidad de inversión en capacidad industrial, ya que la ocupación de la capacidad está en máximos. La recuperación sincronizada de la economía mundial puede promover este escenario.

La recaudación fiscal se prevé que siga fuerte y esto está llevando a un intenso debate interno sobre posibles rebajas fiscales y también una insistencia de la Unión Europea en el mismo sentido, por ser de los pocos países con holgura para dichas rebajas fiscales.

Alemania mantendrá un superávit por cuenta corriente aún abultado (superior al 7% del PIB en nuestro horizonte), lo que apuntala su posición exterior positiva, la atracción de flujos de capital y tipos de interés de largo plazo por debajo de los del resto de la Eurozona.

Políticamente, en las elecciones generales del 24 de septiembre, no se prevé un escenario de riesgo. Aparentemente, los reveses populistas en otros países europeos están aportando alguna tranquilidad. La candidatura del socialdemócrata Martin Schulz le mantiene cercano a la coalición con A. Merkel, especialmente en lo que se refiere a las relaciones exteriores y con Estados Unidos. El único riesgo para la gobernabilidad sería una coalición SPD+Verdes+ExComunistas, pero en ningún caso se cuestiona el euro.



**Tabla 1.2.4**  
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	0,7	0,6	1,6	1,5	1,8	2,0	1,6
Contribución de la demanda doméstica	-0,7	0,9	0,8	1,3	2,1	1,9	2,0
Contribución de la demanda externa	1,4	-0,3	0,8	0,2	-0,3	0,1	-0,5
Contribución del consumo privado	0,7	0,5	0,5	1,1	1,1	0,7	0,7
Contribución de la inversión	-0,0	-0,2	0,4	0,2	0,4	0,7	0,7
Contribución del consumo público	0,2	0,2	0,2	0,5	0,8	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	-0,7	1,0	1,4	1,4	2,3	2,1	2,2
Consumo total (% a/a, media)	1,3	1,0	1,0	2,1	2,5	1,4	1,4
Inversión (% a/a, media)	-0,1	-1,0	3,5	1,1	2,0	3,4	3,4
Exportaciones (a/a en %)	1,6	0,9	2,1	2,0	1,2	2,2	1,4
Importaciones (a/a en %)	-0,1	-1,3	-0,8	-3,1	-1,6	-2,1	-1,9
Tasa de paro (final período)	6,8	6,8	6,6	6,3	6,0	5,7	5,7
Inflación (a/a, final período)	2,0	1,3	0,5	0,3	1,1	1,9	2,2
Balance fiscal (% PIB)	-0,0	-0,2	0,3	0,7	0,8	1,2	0,8
Balance comercial (% PIB)	7,3	7,6	7,9	8,6	8,6	8,3	7,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	7,1	6,8	7,5	8,6	8,3	7,7	7,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	0,37	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00
Tipo 10 años (final período)	1,42	1,80	0,78	0,57	0,11	0,65	1,04
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,30	1,36	1,25	1,10	1,08	1,12	1,13
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	0,8	1,1	1,9	2,9	3,1	4,2
Tasa de ahorro (%)	9,6	9,9	10,2	10,2	9,7	9,3	9,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	0,8	-0,4	0,3	0,2	-0,1	0,4	-0,3

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

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

## 1.2.5 Italia

### Mejora de la actividad y complejo panorama político

La economía italiana muestra algunos síntomas de recuperación. La actividad económica se expandió cerca de 1,7% en el primer trimestre de 2017, lo que anticipa un crecimiento promedio cercano al 1,3% en promedio en 2017-2018.

El crecimiento estuvo fuertemente apoyado en la demanda doméstica. El consumo encontró cierto soporte en la leve mejoría del mercado laboral tanto en empleo como en participación,

pero se vio compensado en parte por una mayor inflación y por el incremento de la incertidumbre política que pesa sobre la renta disponible real, por un lado, y sobre la confianza del consumo y empresarial por el otro. El crecimiento de la economía italiana, sin embargo, es el menos dinámico de los países grandes de la Eurozona.

Por otra parte, la incertidumbre política se mantiene elevada y la probabilidad de que se celebren elecciones legislativas anticipadas es alta, aunque no ya durante el 2017 sino probablemente durante el primer trimestre de 2018. El “no” en el referéndum constitucional de finales de año pasado (necesario para imponer reformas), y el empate político entre los partidos euroescépticos (liderados por M5E) y los partidos tradicionales,

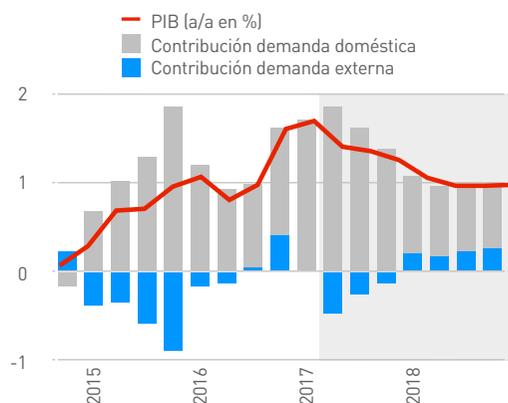
- *Los signos de recuperación se aceleraron levemente en el primer trimestre de 2017 obligando a una revisión al alza, hasta un crecimiento cercano al 1,4% durante 2017.*
- *El crecimiento será, sin embargo, débil y condicionado al desempeño político.*
- *La probabilidad de un escenario político fragmentado tras unas elecciones adelantadas gana enteros, pero no es el escenario central.*

entrañan indudables factores de riesgo que podrían desatarse en un evento soberano-financiero como el de inicios de esta década. Aunque se espera una coalición más centrada y Europeísta, la fragmentación política hace esperar, en el mejor de los casos, un gobierno en minoría.

Las siguientes permanecen como las principales vulnerabilidades de la economía italiana: bajo crecimiento, elevada deuda pública, balances de entidades financieras con problemas, y movimientos populistas; factores que hacen temer un resurgimiento de dinámicas perversas entre los activos soberanos en manos del sistema financiero y las garantías públicas dadas por el Estado a la banca de menor tamaño.

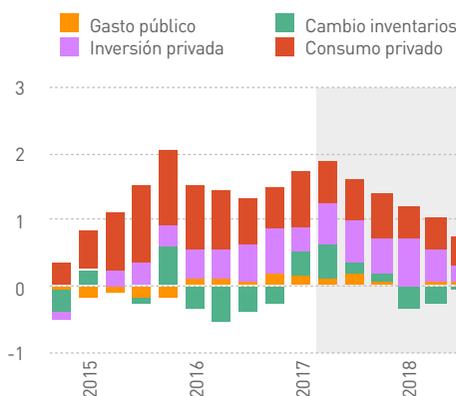
Sin menospreciar este contexto, algunos puntos mitigantes del riesgo se pueden encontrar en el hecho de que la estructura y moneda de la deuda soberana son favorables para Italia, y que pese al contexto de un menor apoyo monetario en el futuro por parte del BCE, este está comprometido a no dejar caer a nadie, menos aún a un país con potencial sistémico.

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



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

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



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

**Tabla 1.2.5**  
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	-2,9	-1,7	0,2	0,7	1,1	1,4	1,0
Contribución de la demanda doméstica	-5,6	-2,6	-0,1	1,2	1,1	1,6	0,8
Contribución de la demanda externa	2,8	0,8	0,2	-0,5	0,0	-0,2	0,2
Contribución del consumo privado	-2,4	-1,5	0,1	0,9	0,8	0,7	0,5
Contribución de la inversión	-1,8	-1,2	-0,4	0,2	0,5	0,5	0,4
Contribución del consumo público	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	-5,6	-2,6	0,3	1,2	1,1	1,7	0,8
Consumo total (% a/a, media)	-3,3	-1,9	0,0	1,0	1,2	1,0	0,7
Inversión (% a/a, media)	-9,4	-6,6	-2,1	1,4	3,1	3,1	2,3
Exportaciones (a/a en %)	0,6	0,3	0,9	1,0	0,8	1,1	0,9
Importaciones (a/a en %)	2,1	0,6	-0,3	-2,5	-0,9	-1,5	-0,6
Tasa de paro (final período)	11,4	12,4	12,7	11,5	11,8	11,1	10,9
Inflación (a/a, final período)	2,5	0,6	0,1	0,2	0,1	1,6	1,5
Balance fiscal (% PIB)	-2,9	-2,9	-3,0	-2,7	-2,4	-2,2	-2,1
Balance comercial (% PIB)	0,6	1,8	2,6	2,5	3,1	2,7	2,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,4	1,0	1,8	1,4	2,6	2,2	2,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	0,37	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00
Tipo corto plazo	0,20	0,21	0,21	0,22	0,24	0,30	0,30
Tipo 10 años (final período)	4,80	4,16	2,25	1,59	1,76	2,82	3,24
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,30	1,36	1,25	1,10	1,08	1,12	1,13
Crédito familias (% a/a, media)	-0,3	-1,4	-1,0	-0,3	0,3	1,0	3,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,7	-3,9	-2,7	-1,8	-1,3	1,9	3,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-2,9	-30,2	-26,9	1,0	6,6	6,6	6,2

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

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

## 1.2.6 Reino Unido

### El precio del Brexit

El crecimiento en el primer trimestre fue menor de lo esperado (2,0% a/a, 0,2% t/t). Ello se ha debido a las presiones inflacionistas sobre el consumo privado derivadas de la depreciación de la libra, a la par que las importaciones se contrajeron también. El consumo y la inversión seguirán perdiendo tracción a medida que el problema del Brexit se recrudezca, así lo anticipan algunos indicadores adelantados. Se estima que la fortaleza del mercado laboral y del gasto público (en forma de transferencias) no podrán compensarlo.

- *Corroboramos que la economía británica crece menos en 2017 en virtud de un menor consumo privado y a causa de la contención en la inversión por el Brexit.*
- *La hoja de ruta del Brexit fijó la salida de la Unión Europea en abril de 2019, pero dada la dinámica actual (falta de acuerdos) probablemente se posponga.*
- *La Unión Europea no quiere negociar las condiciones de acceso del Reino Unido al mercado europeo sin antes haber llegado a un acuerdo sobre las condiciones de salida.*

Ante la moderación del consumo, se espera una tasa de crecimiento en 2017 cercana al 1,7%, aún apoyada en el consumo privado y en las exportaciones que se ven impulsadas por un mejor crecimiento global.

Por su parte, la inflación mantiene su senda alcista ante la debilidad de la moneda y un mercado laboral fuerte, y ya no tanto por los costes de la energía que han remitido. Considerando este contexto, hemos revisado al alza la previsión de inflación hasta 3,2% a finales de 2017. Un consumo privado en desaceleración y una inversión a la espera de que se aclare el

resultado del Brexit hacen suponer que la política monetaria se mantendrá sumamente acomodaticia (sin deshacer balances ni subir tipos de interés hasta pasado 2019).

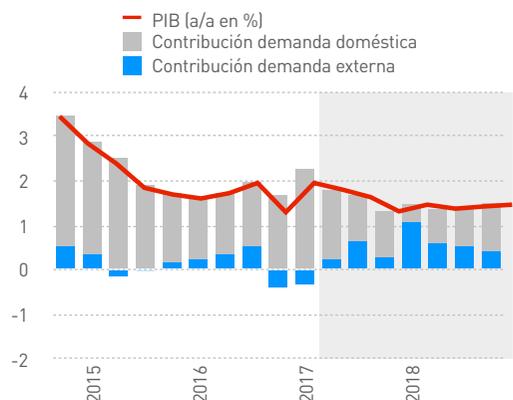
Así también, cabe esperar que continúe la depreciación de la moneda. En los últimos meses la libra ha vuelto a perder fuerza frente al euro, situándose a nivel de 1,12 euros por libra a mediados de julio. Nuestra previsión sitúa la libra en torno del 1,19 a final de 2017.

Las elecciones del 10 de junio no favorecieron a T. May ni fortalecieron la posición del Brexit, sino que se saldaron con un gobierno en minoría obligado a pactar la mayor parte de las medidas y que se supedita a complicadas decisiones compartidas con los laboristas. El nivel de aceptación de Jeremy Corbyn ha colocado en máximos al Partido Laborista desde los años 90.

La perspectiva para las negociaciones ha pasado de ser de Brexit “duro” a Brexit “blando”, o una salida sin ningún acuerdo. La Unión Europea no quiere negociar las condiciones de acceso del Reino Unido al mercado único sin antes haber llegado a un acuerdo sobre la factura de la salida, la situación de europeos residentes, y el estatus fronterizo de Irlanda. Aunque la posición negociadora del Reino Unido se ha vuelto más débil, en las negociaciones han decidido empezar con posición dura. El riesgo de Brexit sin ningún acuerdo está aumentando por el momento.

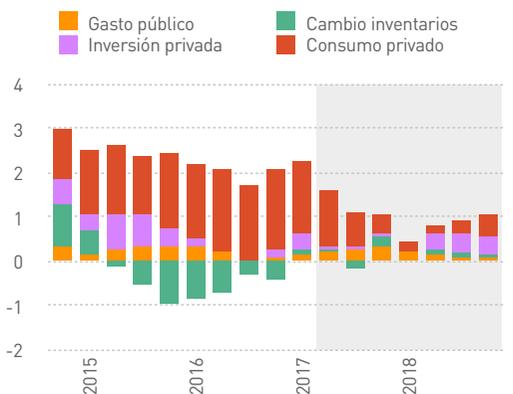
El cronograma del Brexit y las posturas negociadoras continúan anticipando dos años inciertos. Encontraremos notable volatilidad nominal que se trasladará al tipo de cambio y a los *spreads* crediticios. El resultado más esperado continúa siendo una solución tipo OMC.

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



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

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



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

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	1,3	1,9	3,1	2,2	1,6	1,7	1,4
Contribución de la demanda doméstica	2,1	1,9	2,7	2,1	1,5	1,5	0,8
Contribución de la demanda externa	-0,8	0,0	0,3	0,1	0,2	0,2	0,4
Contribución del consumo privado	1,2	1,0	1,3	1,5	1,7	1,0	0,3
Contribución de la inversión	0,4	0,5	0,6	0,6	0,1	0,2	0,3
Contribución del consumo público	0,3	0,1	0,5	0,3	0,2	0,2	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,2	1,9	3,6	2,1	1,5	1,5	0,8
Consumo total (% a/a, media)	1,8	1,3	2,2	2,2	2,3	1,5	0,5
Inversión (% a/a, media)	2,4	3,2	6,7	3,4	0,5	0,9	1,8
Exportaciones (a/a en %)	0,2	0,3	1,0	1,3	0,6	0,8	1,1
Importaciones (a/a en %)	-0,9	-1,1	-0,5	-2,2	-1,0	-0,8	-0,4
Tasa de paro (final período)	4,7	3,8	2,6	2,3	2,3	2,4	2,3
Inflación (a/a, final período)	2,7	2,1	0,9	0,1	1,2	3,2	1,4
Balance fiscal (% PIB)	-8,3	-5,7	-5,6	-4,3	-3,3	-2,9	-2,5
Balance comercial (% PIB)	-6,6	-6,9	-6,7	-6,4	-6,9	-6,7	-6,1
Impulso fiscal (% PIB)	0,4	0,5	1,9	0,9	1,4	0,2	0,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,7	-4,4	-4,7	-4,3	-4,4	-3,0	-2,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25
Tipo 10 años (final período)	1,80	2,80	2,11	1,92	1,30	1,42	1,87
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,61	1,62	1,58	1,52	1,24	1,33	1,37
Tipo de cambio vs euro (fin período)	1,24	1,19	1,27	1,39	1,15	1,19	1,21
Tasa de ahorro (%)	8,4	6,7	6,8	6,5	5,2	4,4	4,7
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	1,2	2,1	2,8	4,2	3,0	2,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,0	-2,5	-3,9	-1,0	0,8	4,3	2,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,6	7,2	-10,3	-15,4	-0,1	1,2	3,7

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

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

## 1.2.7 Japón

### Vuelo bajo pero constante

La economía japonesa creció un 1,3% a/a en el primer trimestre de 2017, impulsado principalmente por el sector exportador y por la inversión del sector privado.

A futuro, se espera que las exportaciones sigan siendo el principal motor del crecimiento de la economía, y que el gasto público apoye el consumo, dado el amplio programa fiscal aprobado el año pasado. Se estima que ambos factores contribuirán a que el crecimiento de la actividad económica mantenga el ritmo durante los próximos dos años.

- *A pesar de ser limitadas, las perspectivas de la economía japonesa se mantienen favorables gracias a la demanda exterior, al impulso fiscal y a la depreciación del yen.*
- *Por su parte, el yen continuará la depreciación contra el USD dado el creciente diferencial de tipos de interés de largo plazo con los Estados Unidos como consecuencia de su divergencia en la política monetaria.*
- *La política económica combinará amplios impulsos fiscales (1% del PIB) con aún extremadamente laxas condiciones monetarias y financieras a futuro (Japón único del que esperar ampliaciones del QE más allá de 2020).*

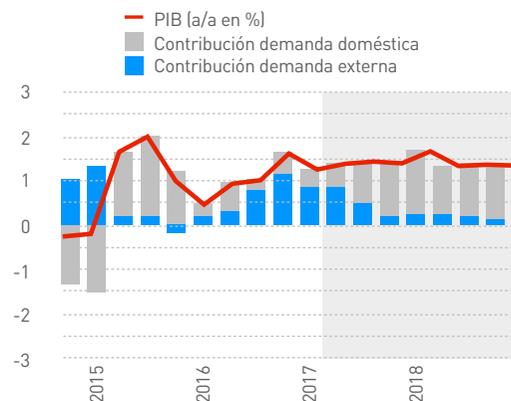
El ciclo económico y comercial global de recuperación del crecimiento, así como el reciente acuerdo de comercio con la Unión Europea, serán factores de apoyo decisivos. Considerando este contexto, prevemos un crecimiento del PIB del 1,4% tanto en 2017 como en 2018.

Por otra parte, continúa la creación de empleo pero por el momento este aumento de la actividad económica no se está traduciendo en una inflación de salarios por motivos estructurales, lo cual podría ocurrir cuando el

crecimiento gane tracción y dependiendo de las mejoras en la dinámica de la actividad. El despalancamiento de las familias está teniendo también efectos en la moderación de la inflación.

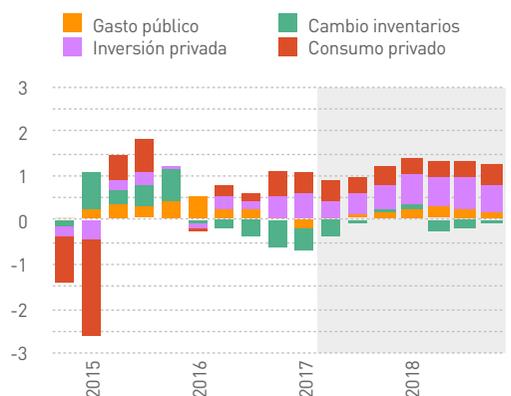
La política monetaria en Japón permanecerá expansiva en ausencia de presiones inflacionistas y con la ambición de devolver la prima temporal de la curva soberana a terreno visiblemente positivo. La discusión de la política monetaria probablemente se vaya a centrar en si el Banco Central consigue mantener el actual ritmo de compra de bonos (JPY80 trn) y a la vez seguir controlando la curva de tipos dado el diferencial con respecto a los tipos en los Estados Unidos.

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



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

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



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

**Tabla 1.2.7**  
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	1,5	2,0	0,3	1,1	1,0	1,4	1,4
Contribución de la demanda doméstica	2,4	2,4	-0,3	0,7	0,4	0,8	1,2
Contribución de la demanda externa	-0,8	-0,4	0,6	0,4	0,6	0,6	0,1
Contribución del consumo privado	1,2	1,4	-0,5	-0,2	0,2	0,5	0,4
Contribución de la inversión	0,8	1,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,6
Contribución del consumo público	0,3	0,3	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,4	2,4	0,3	0,7	0,4	0,8	1,2
Consumo total (% a/a, media)	2,0	2,2	-0,6	0,2	0,6	0,7	0,9
Inversión (% a/a, media)	3,5	5,0	2,8	0,1	1,0	2,1	2,7
Exportaciones (a/a en %)	0,0	0,1	1,4	0,5	0,2	1,2	0,6
Importaciones (a/a en %)	-0,9	-0,5	-1,0	-0,7	0,4	-0,6	-0,4
Tasa de paro (final período)	4,2	3,9	3,5	3,3	3,1	2,7	2,5
Inflación (a/a, final período)	-0,2	1,5	2,5	0,2	0,3	0,7	0,9
Balance fiscal (% PIB)	-8,3	-7,6	-5,4	-3,5	-4,6	-5,2	-5,6
Balance comercial (% PIB)	-0,9	-1,7	-2,0	-0,2	1,0	0,9	1,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,0	0,9	0,8	3,1	3,7	4,1	4,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,08	0,07	0,06	0,08	-0,04	-0,04	-0,04
Tipo 10 años (final período)	0,76	0,64	0,45	0,31	0,00	0,06	0,07
Tipo de cambio vs USD (fin período)	81,28	100,43	114,55	121,44	109,45	113,20	117,93
Tipo de cambio vs euro (fin período)	105,40	136,75	142,83	133,01	118,01	126,79	133,08
Crédito privado (% a/a, media)	0,9	3,6	1,6	2,1	-0,7	3,3	3,4
Crédito familias (% a/a, media)	-0,5	0,9	1,3	2,0	2,4	2,0	0,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,7	-0,1	0,7	0,5	1,4	1,7	2,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	4,3	3,9	8,5	7,6	-0,5	3,5	2,0

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

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

## 1.2.8 Turquía

### El apoyo público a la actividad funciona en 2017

En un entorno de retos económicos y políticos, la actividad económica en Turquía en el primer trimestre de 2017 fue muy favorable, registrando un incremento de 5% en tasa interanual ajustada.

El repunte sorprendió al alza y tuvo el soporte temporal de las políticas de apoyo público. El segundo trimestre de 2017 aún anticipa cierta fortaleza del crecimiento a la luz de los datos de producción industrial y consumo eléctrico. El ajuste previsible llevará al PIB a crecer por encima de nuestra previsión inicial de 2,3% a lo largo de 2017, por lo que la hemos revisado hasta el 4,1%, apoyados sobre todo en el comportamiento de la demanda doméstica (consumo e inversión privadas empujadas por crédito con garantías públicas e impulso fiscal), aunque también por el sector exterior, especialmente el turismo que crece visiblemente en contraposición al año pasado.

La inflación siguió subiendo durante el segundo trimestre de 2017 superando los dos dígitos, debido a los rubros de alimentación y bebidas, y aunque recientemente se ha desacelerado levemente se prevé que a final

- *La actividad económica tuvo un desempeño muy favorable en el primer trimestre del año.*
- *El repunte tuvo como soporte las políticas de apoyo público.*
- *Revisamos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2017 hasta el 4%.*
- *La inflación se ubicará por encima del objetivo del Banco Central, anticipando el endurecimiento, al menos temporal, de la política monetaria.*

de año se ubique muy por encima del objetivo del Banco Central (+9% contra el 5% objetivo), lo que anticipa que el endurecimiento de la política monetaria proseguirá, al menos temporalmente.

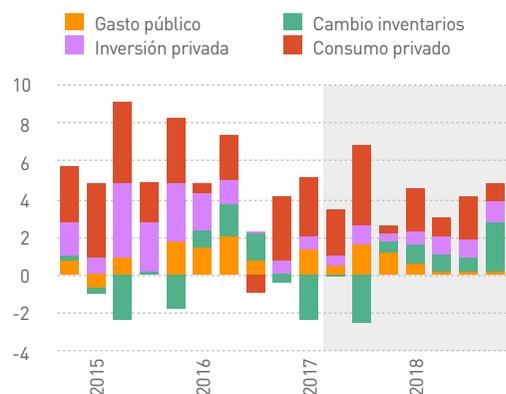
El Banco Central subió los tipos de la facilidad marginal de crédito en el segundo trimestre del año hasta el entorno del 11,9%, lo que ha llevado a endurecer más 300 pbs el coste medio de financiación de manera acumulada en lo que va del año (8,5%). Se espera que esta estrategia prosiga hasta llegar a un coste medio de financiación del 10%. Se prevé que la lira turca (3,3 TRY/USD en 2016) deprecie hasta el entorno de 3,5 TRY/USD a finales de año.

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



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

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



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

**Tabla 1.2.8**  
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	4,9	8,5	5,3	6,0	3,3	4,1	3,4
Contribución de la demanda doméstica	1,8	10,3	3,4	5,5	4,3	3,2	4,1
Contribución de la demanda externa	3,2	-1,8	1,9	0,5	-1,3	0,9	0,5
Contribución del consumo privado	2,0	5,0	1,9	3,4	1,4	2,5	1,6
Contribución de la inversión	0,8	3,8	1,3	2,6	1,0	0,7	1,0
Contribución del consumo público	1,0	1,1	0,4	0,5	1,1	1,2	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,7	10,1	3,2	5,4	4,3	3,2	4,1
Consumo total (% a/a, media)	3,8	7,9	3,0	5,2	3,2	4,9	2,6
Inversión (% a/a, media)	2,9	14,0	5,5	9,1	3,2	2,3	3,3
Exportaciones (a/a en %)	3,7	0,3	1,8	1,0	-0,4	2,0	0,2
Importaciones (a/a en %)	-0,1	-2,1	0,1	-0,4	-0,9	-1,1	-1,0
Tasa de paro (final período)	8,6	9,3	10,7	10,5	12,1	12,2	11,2
Inflación (a/a, final período)	6,8	7,5	8,8	8,2	7,6	9,1	7,5
Balance fiscal (% PIB)	-1,9	-1,1	-1,1	-1,0	-1,2	-2,7	-2,7
Balance comercial (% PIB)	-7,5	-8,4	-6,8	-5,6	-4,8	-5,9	-5,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-5,5	-6,7	-4,7	-3,8	-3,8	-4,5	-4,1
Tipo de interés oficial (final período)	5,71	4,50	8,25	7,50	7,71	8,00	7,25
Coste medio de financiación	5,92	6,20	9,11	9,39	8,53	10,13	8,05
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,79	2,03	2,26	2,91	3,28	3,47	3,50
Tipo de cambio vs euro (fin período)	2,32	2,75	2,82	3,19	3,53	4,05	4,19
Crédito privado (% a/a, media)	19,8	28,8	23,2	23,0	12,9	19,2	11,7
Crédito familias (% a/a, media)	15,9	24,0	16,3	12,5	7,1	15,6	12,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	21,5	31,1	30,1	29,9	14,7	18,3	6,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	13,1	24,3	22,4	26,4	9,0	18,7	6,2

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

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

## 1.2.9 México

### Resistencia del consumo

Aunque se espera que el crecimiento de la actividad económica en México durante el 2017 sea débil en relación a su potencial, los datos de consumo y exportaciones netas sugieren una cierta aceleración frente a lo registrado en 2016.

Así, hemos hecho una revisión al alza (+0.5%) en nuestra previsión para el crecimiento del 2017 hasta 2,4%, gracias a una mayor contribución del sector exterior y, sobre todo, gracias a la resistencia del consumo privado.

La depreciación del peso durante el trimestre pasado (llegó a tocar 22 MXN/USD); esta depreciación, unida a la moderación del clima de conflicto comercial con los Estados Unidos y al mejor entorno económico exterior, permiten una creciente (aunque moderada) aportación de la demanda externa al PIB.

Se prevé que el consumo privado tenga un buen desempeño en lo que resta del año debido, por una parte, a la mayor renta disponible real (que crecerá por la esperable desaceleración de la inflación, la estrechez del mercado laboral con alto empleo y los previsibles incrementos salariales reales), y por otra, a las aún muy favorables condiciones financieras para los

- *El crecimiento del PIB resiste en el primer trimestre de 2017 y obliga a una revisión al alza en línea con el contexto global y las mejores perspectivas para el consumo.*
- *La inflación mantiene el repunte actual lejos del objetivo del Banco Central, a la par que el tipo de cambio se mantiene depreciado. El Banco de México mantendrá este año el sesgo restrictivo monetario subiendo tipos una vez más.*
- *Los riesgos, que aún se encuentran sesgados negativamente, comienzan a equilibrarse.*

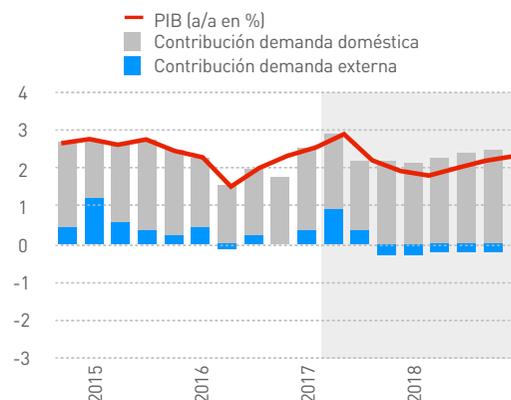
consumidores que ven tipos de interés al consumo todavía bajos pese a que la política monetaria se endurece gracias a la mayor bancarización. A estos elementos se suma el elevado optimismo del consumidor, que contrasta con el registrado a inicios del año.

La inflación se aceleró durante el primer y segundo trimestres del año de manera muy visible (hasta el entorno del 5,8% como consecuencia de la desregulación del precio de los carburantes), tanto a nivel general como a nivel subyacente. La inflación general se acentuó en respuesta a la depreciación del peso y como consecuencia de la política de liberalización de los precios de carburantes, mientras que la inflación subyacente se aceleraba en respuesta a creciente estrechez en el mercado laboral. Actualmente, la inflación supera visiblemente las bandas objetivo del Banco Central (3% +-1%) y creemos que le queda margen para continuar acelerándose como consecuencia del traslado de la inflación por el efecto cambiario (*passthrough*) hasta ubicarse en el entorno de 6,3 a finales de año 2017. Las expectativas de inflación a más de dos años, sin embargo, devuelven la estimación de esta a las bandas de confianza del Banco Central al término del año 2018, en respuesta a la política monetaria y a la previsible apreciación de la moneda.

El Banco de México ha incrementado sus tipos de interés 350 pbs desde finales de 2015 hasta junio, llevando durante el segundo trimestre el tipo oficial hasta 7%. Dada la dinámica de inflación, y la previsible senda de política monetaria de Estados Unidos, esperamos todavía un nuevo incremento de tipos antes de que acabe el año que dejará el coste de financiación en el entorno de 7,25/7,50% a finales de año, cuando creemos que cambiará el ciclo monetario hacia una nueva laxitud durante el 2018.

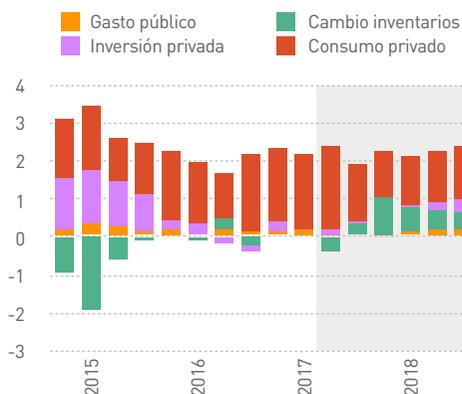
El tipo de cambio se ubica nuevamente en los niveles previos a la administración Trump (18 MXN/USD) tras comenzar el año casi en 22. Nuestra previsión es que oscile entre 20/21 MXN/USD a lo largo de los próximos años. La atenuación de la senda de la Reserva Federal y las mejores perspectivas sobre el NAFTA animan a mantener un tipo de cambio en el entorno de 18,5 MXN/USD durante los próximos trimestres.

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



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

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



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

**Tabla 1.2.9**  
México: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	3,8	1,6	2,3	2,7	1,9	2,4	2,1
Contribución de la demanda doméstica	3,5	2,0	1,4	2,1	1,8	2,1	2,3
Contribución de la demanda externa	0,3	-0,3	0,8	0,6	0,1	0,3	-0,2
Contribución del consumo privado	3,1	1,7	1,2	1,5	1,7	1,7	1,4
Contribución de la inversión	1,1	-0,3	0,3	0,9	0,1	0,0	0,3
Contribución del consumo público	0,4	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,4	2,0	2,0	2,1	1,8	2,1	2,3
Consumo total (% a/a, media)	4,5	2,3	1,8	2,3	2,3	2,3	2,0
Inversión (% a/a, media)	4,8	-1,5	2,9	4,4	0,4	0,1	1,2
Exportaciones (a/a en %)	1,9	0,7	2,3	3,7	0,5	1,2	0,8
Importaciones (a/a en %)	-1,5	-1,1	-1,2	-4,0	-0,2	-0,9	-1,0
Tasa de paro (final período)	4,9	4,6	4,4	4,2	3,5	3,7	4,1
Inflación (a/a, final período)	4,1	3,7	4,2	2,3	3,2	6,3	3,5
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-2,4	-3,2	-3,4	-2,6	-2,0	-2,5
Balance comercial (% PIB)	0,0	-0,1	-0,2	-1,3	-1,3	-1,1	-0,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,3	-2,4	-1,7	-2,5	-2,1	-2,5	-2,2
Tipo de interés oficial (final período)	4,50	3,57	3,00	3,04	5,09	7,25	6,38
Tipo 10 años (final período)	5,42	6,15	5,88	6,06	6,81	7,40	7,00
Tipo de cambio vs USD (fin período)	12,95	13,02	13,90	16,76	19,84	18,24	18,54
Tipo de cambio vs euro (fin período)	16,79	17,72	17,37	18,36	21,39	20,43	20,92
Crédito privado (% a/a, media)	15,0	14,0	10,8	13,6	16,3	11,7	5,6
Crédito familias (% a/a, media)	11,3	9,1	8,2	8,4	12,8	8,7	5,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,4	15,4	9,8	-11,4	3,5	4,0	12,8
Tasa de ahorro (%)	13,4	13,3	12,3	12,6	11,6	9,4	9,5

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

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

## 1.2.10 Brasil

### Aumenta la tensión política

En Brasil, el dato de PIB al primer trimestre de 2017 fue -0,4% y, aunque negativo, muestra una suavización del ritmo de contracción de la economía con respecto al trimestre anterior, en especial gracias a un mejor desempeño relativo de la inversión y el consumo. Esto ratifica nuestra visión de salida de la recesión en 2017, aunque con un crecimiento muy limitado (0,4% en 2017 y 1,5% en 2018).

La reciente recuperación de algunos índices de sentimiento económico así lo anticipa.

- *Parece confirmarse una senda de salida de la recesión, pero débil y con problemas por resolver.*
- *La inflación se desacelera y da un respiro a corto plazo al Banco Central.*
- *Los problemas políticos relacionados con el presidente Temer y la cercanía de elecciones, ponen en peligro las necesarias reformas estructurales previstas.*

Por otra parte, la fuerte corrección de la inflación (ya entre bandas de objetivo del Banco Central) ayuda a eliminar presión sobre la política monetaria, lo que hace prever que el Banco Central continúe recortando el tipo de intervención (SELIC) hasta acercarlo al 8% a finales de 2018 (en nuestro escenario base).

En un escenario de limitada volatilidad política y ante la avistada senda de política monetaria del Banco Central, esperamos que el real se mantenga depreciado en niveles similares a los del año pasado hasta finales del 2017.

Una parte fundamental de la esperada salida de la recesión depende del apoyo del sector público, tanto a través de la política fiscal directa como a través del crédito público. El desempeño en adelante de los instrumentos

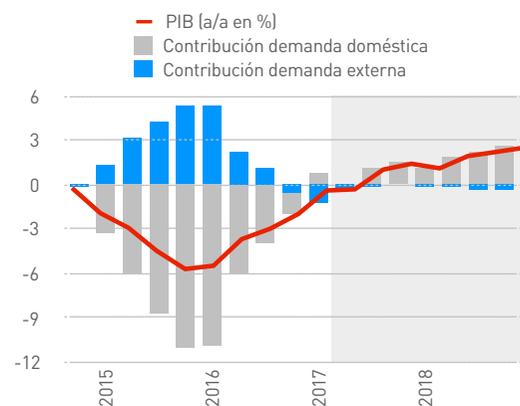
de política económica se encuentra fuertemente ligado al desarrollo político del país durante los próximos meses, de la misma manera que esto condicionará la dinámica de variables nominales como el tipo de cambio, el *spread* soberano, los tipos de intervención y la inflación.

La información más reciente ubica la situación del presidente Temer entre la posibilidad del *impeachment* perseguida por la acusación (Janot) y la renuncia. Aunque aún fuerte, la gradual pérdida de apoyo en el Senado (Temer cuenta con el 70% a su favor) podría acelerar una de las dos salidas. En cualquier caso es un debate que, dándose o no, nos acerca a las elecciones generales de 2018, a las cuales el ex presidente Lula se presenta como candidato y favorito del Partido de los Trabajadores (PT).

La mayor volatilidad política y/o ganancias para partidos *justicialistas* ponen en peligro las reformas estructurales propuestas durante los últimos meses: la reforma laboral (para reducir la tasa de paro estructural), la reforma fiscal (para limitar el techo de gasto público real), y la reforma del sistema de pensiones (para asegurar la sostenibilidad del sistema previsional). Las tres son consideradas claves para devolver las dinámicas de deuda pública actual hacia sendas sostenibles y no afrontar crisis de la misma naturaleza soberana que en décadas pasadas.

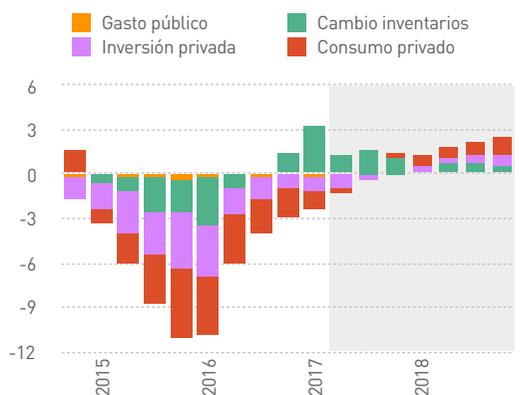
Dicho sea esto, Brasil cuenta con dos fuertes pilares de apoyo, la credibilidad intacta de su Ministerio de Finanzas y de su Banco Central, así como el apetito internacional actual sobre mercados emergentes.

**Gráfica 1.2.10-a**  
Brasil: descomposición  
y previsiones del PIB, 2014-2018



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

**Gráfica 1.2.10-b**  
Brasil: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica, 2014-2018



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

**Tabla 1.2.10**  
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	1,9	3,0	0,5	-3,8	-3,6	0,4	1,5
Contribución de la demanda doméstica	2,0	4,0	0,5	-7,3	-5,6	0,8	1,9
Contribución de la demanda externa	-0,1	-1,0	0,0	3,5	2,0	-0,4	-0,4
Contribución del consumo privado	2,3	2,3	1,5	-2,7	-2,9	-0,4	0,9
Contribución de la inversión	0,2	1,2	-0,8	-2,9	-1,9	-0,5	0,5
Contribución del consumo público	0,4	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,9	3,8	0,2	-6,8	-5,3	0,8	1,9
Consumo total (% a/a, media)	3,2	3,1	2,0	-3,3	-3,5	-0,5	1,1
Inversión (% a/a, media)	0,9	5,8	-4,1	-14,0	-10,0	-2,9	2,8
Exportaciones (a/a en %)	0,0	0,3	0,1	0,6	0,3	0,2	0,5
Importaciones (a/a en %)	-0,1	-1,4	0,4	2,3	1,5	-0,7	-0,5
Tasa de paro (final período)	6,9	6,2	6,5	9,0	12,0	13,0	12,5
Inflación (a/a, final período)	5,6	5,8	6,5	10,4	7,0	3,7	4,1
Balance fiscal (% PIB)	-2,3	-3,0	-6,0	-10,2	-9,0	-8,0	-7,2
Balance comercial (% PIB)	0,7	0,0	-0,3	1,0	2,5	2,4	2,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,0	-3,0	-4,2	-3,3	-1,3	-1,4	-1,9
Tipo de interés oficial (final período)	7,28	9,63	11,32	14,25	13,97	8,75	8,00
Tipo 10 años (final período)	9,21	12,17	12,29	15,74	11,59	10,74	9,46
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,06	2,28	2,55	3,84	3,29	3,33	3,50
Tipo de cambio vs euro (fin período)	2,67	3,10	3,19	4,21	3,55	3,72	3,95
Crédito familias (% a/a, media)	17,6	16,4	14,1	10,0	4,3	7,2	12,7
Tasa de ahorro (%)	18,4	17,8	19,1	19,9	20,4	20,4	20,4
Impulso fiscal (% PIB)	-0,8	-0,5	-2,2	-1,3	-0,7	0,9	0,0

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

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

## 1.2.11 Argentina

### Atempera previsiones y mejora la composición de los riesgos

Los datos recientes muestran un nuevo impulso de la actividad económica en el primer trimestre de 2017 en tasas trimestrales, gracias a la recuperación de la agricultura y a la inversión pública, fundamentalmente.

La inversión sigue siendo el principal motor del crecimiento (especialmente en agricultura, energía renovable e infraestructura pública, ventas de cemento), lo que hace esperar un crecimiento del 2,1% durante el 2017, tras la recesión registrada el año pasado.

Si bien este dato representa una revisión a la baja frente a lo publicado el trimestre pasado, es una noticia positiva puesto que aunque la aportación de la inversión y del sector exterior se prevé menor, parece que el consumo va a aportar crecientemente a la recuperación, lo que la hará más sostenida y generalizada. Anticipamos una mayor aportación del consumo por el previsible incremento de la renta real, con ganancias en el empleo formal y expectativas de moderación de la inflación que se reduce a menos de la mitad de la registrada a finales de 2016.

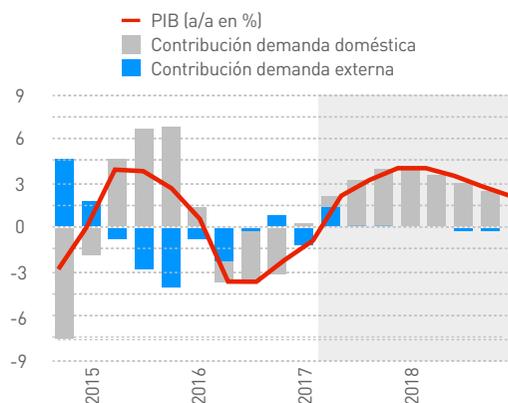
No obstante, los riesgos políticos siguen siendo significativos. El descontento popular en contra del presidente Macri afecta a las

expectativas, especialmente en un entorno de crecimiento de sectores de mano de obra no intensiva (energía y finanzas), una inflación resistente que erosione más la renta disponible a consecuencia de la depreciación de la moneda, y la falta de ingresos fiscales; factores todos ellos que pueden poner en jaque las elecciones de cuarto trimestre de 2017 y devolver el sistema de economía política anterior a Macri.

Por otra parte, una consolidación fiscal difícil, el descontento popular y tensiones en el mercado de bonos, pueden volver a tener implicaciones para los mercados de capitales, apuntando posibles nuevas depreciaciones de la moneda contra el dólar.

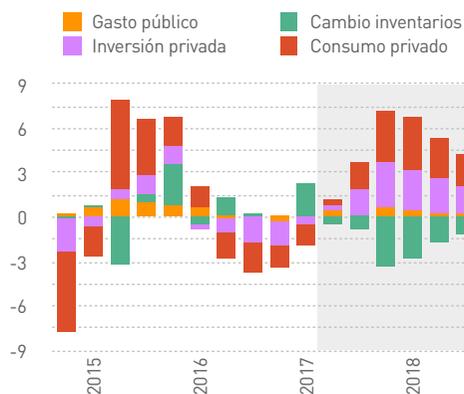
- *Un crecimiento moderadamente revisado a la baja, pero con mejores fundamentos para ser sostenible.*
- *La inversión y el sector exterior crecientemente han sido sustituidos por el consumo privado gracias a ganancias de la renta real.*
- *Los riesgos son a la baja y derivados de factores domésticos. Las elecciones de finales de 2017 son un elemento a seguir puesto que pueden hacer regresar al país al anterior esquema de economía política.*

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



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

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



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

**Tabla 1.2.11**  
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	-0,9	2,4	-2,5	2,6	-2,2	2,1	3,1
Contribución de la demanda doméstica	-1,3	4,1	-4,2	4,1	-1,7	2,0	3,3
Contribución de la demanda externa	0,3	-1,8	1,7	-1,5	-0,6	0,1	-0,3
Contribución del consumo privado	0,8	2,6	-3,1	2,4	-0,9	1,0	2,5
Contribución de la inversión	-1,5	0,5	-1,2	0,7	-1,1	1,2	2,0
Contribución del consumo público	0,4	0,7	0,4	0,9	0,1	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	-1,2	4,0	-3,8	4,0	-1,6	1,9	3,1
Consumo total (% a/a, media)	1,4	3,9	-3,2	4,0	-1,1	1,6	3,2
Inversión (% a/a, media)	-7,0	2,5	-6,6	3,8	-5,4	6,2	10,3
Exportaciones (a/a en %)	-0,8	-0,7	-0,5	-0,8	0,9	1,0	0,8
Importaciones (a/a en %)	1,1	-1,0	2,3	-1,2	-1,5	-0,8	-1,0
Tasa de paro (final período)	6,9	6,4	6,9	7,0	7,6	7,3	6,9
Inflación (a/a, final período)	13,4	26,2	39,0	24,9	48,3	20,8	14,7
Balance fiscal (% PIB)	-1,0	-2,2	-3,2	-4,0	-4,3	-4,2	-3,5
Balance comercial (% PIB)	2,6	0,8	1,1	-0,1	0,8	-0,1	-0,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,2	-2,0	-1,4	-2,7	-2,8	-2,6	-2,2
Tipo de interés oficial (final período)	12,81	16,37	25,98	35,60	27,42	23,25	15,75
Tipo corto plazo	12,81	16,37	19,85	23,80	20,11	15,94	8,44
Tipo largo plazo	12,02	11,29	9,58	7,26	6,87	6,39	6,69
Tipo de cambio vs USD (fin período)	4,80	6,05	8,51	10,04	15,44	15,99	16,51
Tipo de cambio vs euro (fin período)	6,22	8,24	10,64	10,99	16,65	17,91	18,63

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

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

## 1.2.12 China

### Se mantiene la desaceleración controlada

El crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2017 (6,9%) superó por segunda vez consecutiva el objetivo del gobierno (6,5%), a la par que el último dato de PMIs ha resultado positivo. Ello da cuenta de que la mezcla de laxitud fiscal en forma de inversión en infraestructuras financiadas con creciente recurso al déficit público (que pasa de 0% en 2008 a -4% en 2017) y la implementación gradual de medidas macroprudenciales para atemperar el crédito, parece estar funcionando por el momento.

Parece evidente que la administración está intentando equilibrar el objetivo de crecimiento y la estabilidad financiera por la vía de la intervención en los mercados monetarios (a través de la *standard lending facility*), lo que ha reducido a la mitad el crédito, a la par que se imponían límites macroprudenciales en el sector residencial. Todo ello con el objetivo de atemperar los miedos a una crisis soberano-financiera con origen en el

- *Crecimiento resistente y por encima del objetivo del gobierno apoyado en la inversión gracias al esfuerzo inducido desde la administración.*
- *El crecimiento convergerá, pese al repunte inicial, lentamente hacia tasas algo más moderadas (6,7% en 2017) que sin embargo incorporan una revisión al alza visible con respecto a lo previsto el trimestre pasado.*
- *Se mantienen los riesgos derivados de la relación entre los desajustes del sector residencial y el exceso de crédito (riesgo de crédito y la estabilidad financiera).*
- *El PCRPC combina la estabilidad financiera y la fortaleza del renminbi con el objetivo de crecimiento.*

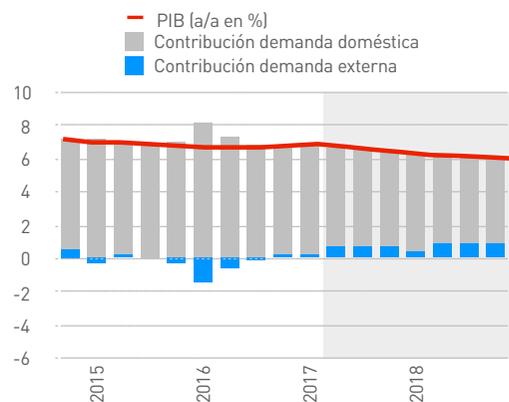
sector inmobiliario (los precios de las ciudades Tier1 y Tier2 se han estancado) y frenar la salida de flujos de cartera del país a fin de defender el renminbi, actualmente en 6,8 RMB/USD.

Así, esperamos un crecimiento del PIB cercano al 6,7% en 2017, fundamentalmente apoyado en la demanda doméstica tanto por la vía del consumo como por la vía de la inversión, con énfasis en la inversión pública en infraestructuras. La inflación permanecerá en el entorno del 2,2%, a la par que la inflación de precios industriales se mantendrá en terreno positivo con lo que se diluye el riesgo de que China continúe exportando deflación.

El Banco Central (PBoRC) mantendrá condiciones financieras lejanas a la laxitud sin tocar demasiado los tipos oficiales e interviniendo más a través de los mercados monetarios. El coste de financiación crecerá como consecuencia de esto. Pese a esto, el tipo de cambio está previsto que cierre el 2017 en el entorno de 6,9, en la senda de una depreciación controlada y gradual como corresponde a la política monetaria actual.

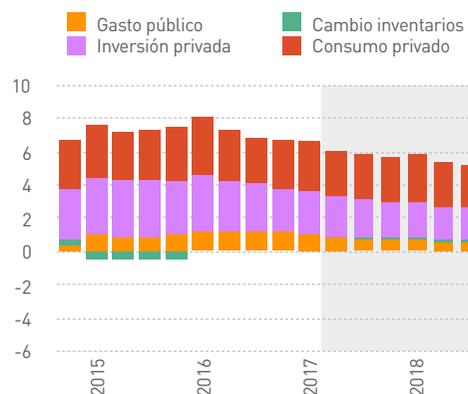
Los riesgos para China siguen siendo a la baja, tanto en crecimiento como en inflación. China afronta un elevado apalancamiento corporativo que le hace vulnerable al riesgo de tipos de interés y de cambio. Por otro lado, las tensiones políticas con los Estados Unidos, aunque atemperadas, podrían resurgir, en cuyo caso el comercio internacional global así como el ciclo de materias primas se verían afectados, especialmente para el caso de los exportadores latinoamericanos.

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



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

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



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

**Tabla 1.2.12**  
China: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	7,8	7,8	7,3	6,9	6,7	6,7	6,1
Contribución de la demanda doméstica	7,7	7,9	5,7	6,9	7,2	6,0	5,4
Contribución de la demanda externa	0,1	-0,1	1,6	0,0	-0,5	0,6	0,9
Contribución del consumo privado	3,6	3,0	3,1	3,1	3,1	2,8	2,7
Contribución de la inversión	3,9	4,2	2,2	3,4	2,9	2,3	2,0
Contribución del consumo público	0,8	0,6	0,4	0,9	1,2	0,8	0,6
Demanda doméstica (% a/a, media)	8,0	8,1	7,2	7,1	7,4	6,1	5,5
Consumo total (% a/a, media)	8,7	7,2	7,1	8,0	8,5	7,0	6,4
Inversión (% a/a, media)	8,7	9,3	6,9	7,4	6,4	5,1	4,5
Exportaciones (a/a en %)	1,5	2,3	1,4	0,2	0,4	2,2	1,0
Importaciones (a/a en %)	-1,6	-2,6	-1,3	-0,7	-0,8	-2,3	-1,1
Tasa de paro (final período)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0
Inflación (a/a, final período)	2,1	2,9	1,5	1,5	2,2	2,2	2,9
Balance fiscal (% PIB)	-1,6	-1,8	-1,8	-3,4	-3,8	-4,9	-4,8
Balance comercial (% PIB)	3,6	3,7	4,2	5,3	4,4	4,1	4,0
Balance cuenta corriente (USD mM)	13,4	14,5	15,5	16,7	17,8	18,9	19,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,5	1,5	2,3	2,8	1,8	1,6	1,5
Tipo de interés oficial (final período)	3,22	4,71	3,53	2,33	2,48	3,23	3,52
Tipo largo plazo	3,57	5,40	4,10	2,68	2,90	3,63	3,71
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,24	6,09	6,15	6,39	6,83	6,95	6,97
Tipo de cambio vs euro (fin período)	8,10	8,29	7,68	7,00	7,37	7,78	7,86
Crédito privado (% a/a, media)	16,1	15,4	13,4	14,8	13,3	11,0	10,7
Tasa de ahorro (%)	37,8	39,8	39,7	39,7	38,8	38,4	37,8

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

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

## 1.2.13 Indonesia

### Se mantiene el crecimiento apoyado en factores domésticos

La economía de Indonesia confirma su dinámica de crecimiento reciente. Por ello, nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2017 se sitúa por encima de 5% (su potencial).

La dinámica de la actividad económica se ha visto favorecida por la demanda doméstica y externa, por reformas estructurales y fiscales que le han garantizado el grado de inversión por parte de S&P, un ciclo de la materias primas más favorable, y un crecimiento del empleo y salarios fuerte (cerca del pleno empleo).

Por su parte, se prevé que la inflación en 2017 se acelerará por encima del 4,5% debido a los efectos retrasados de la depreciación de la moneda y de la pasada laxitud de la política monetaria. A pesar de ello, esperamos que la inflación se mantenga muy cerca de las bandas objetivo del Banco Central.

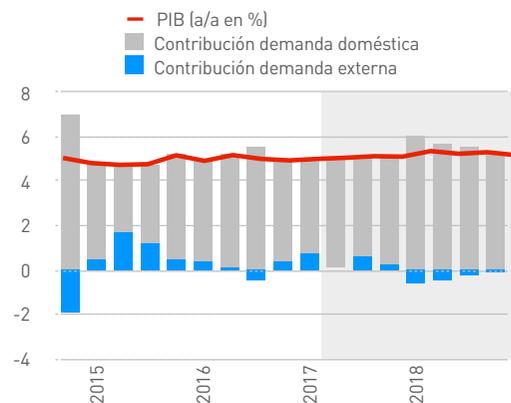
La balanza financiera de la cuenta corriente de Indonesia está altamente financiada con flujos externos y a plazos relativamente cortos, lo que imprime cierta volatilidad a la moneda, especialmente ante cambios de

- *Indonesia confirma su dinámica de crecimiento económico reciente. Nuestra previsión para 2017 se ubica por encima del 5%.*
- *Por primera vez desde la crisis financiera asiática, los bonos soberanos de Indonesia fueron clasificados con grado de inversión.*
- *La inflación se acelerará en lo que resta de 2017, y es previsible una mayor depreciación de la moneda como resultado tardío de los efectos de la política monetaria.*

tónica en la política monetaria de la Reserva Federal en los Estados Unidos (como se vivió en 2013). Indonesia además tiene una moderada financiación corporativa en dólares estadounidenses, lo que plantea cierta vulnerabilidad y una potencial volatilidad de la moneda.

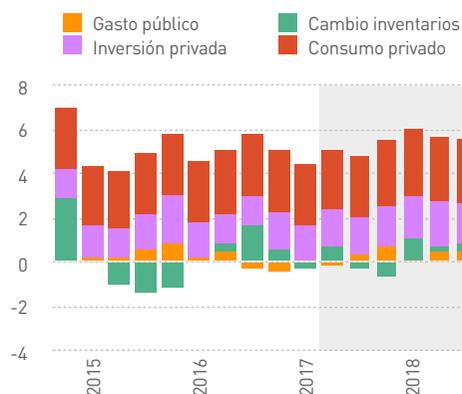
El momento económico actual, la rentabilidad de sus bonos soberanos y la consecución del *grado de inversión* no son, sin embargo, soporte suficiente para contener la esperada depreciación que acaecerá en 2017 como resultado tardío del efecto de la política monetaria.

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



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

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



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

**Tabla 1.2.13**  
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	6,0	5,6	5,0	4,9	5,0	5,1	5,3
Contribución de la demanda doméstica	7,6	5,0	4,6	3,9	4,9	4,7	5,6
Contribución de la demanda externa	-1,5	0,6	0,4	1,0	0,1	0,4	-0,1
Contribución del consumo privado	3,1	3,0	2,9	2,7	2,8	2,8	3,0
Contribución de la inversión	2,9	1,7	1,0	1,6	1,5	1,7	1,9
Contribución del consumo público	0,5	0,6	0,1	0,5	0,0	0,3	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	7,7	5,0	5,3	3,9	5,0	4,7	5,8
Consumo total (% a/a, media)	5,4	5,6	4,7	4,9	4,4	4,8	5,3
Inversión (% a/a, media)	9,1	5,1	4,5	5,0	4,5	5,2	5,8
Exportaciones (a/a en %)	0,5	1,1	0,5	-0,7	-0,3	1,6	1,5
Importaciones (a/a en %)	-2,1	-0,5	-0,2	1,1	0,4	-1,2	-1,9
Tasa de paro (final período)	5,8	5,7	5,9	5,8	5,5	5,4	5,3
Inflación (a/a, final período)	3,9	8,0	6,5	4,8	3,3	4,6	4,3
Balance fiscal (% PIB)	-1,7	-2,2	-2,2	-2,6	-2,5	-2,4	-2,3
Balance comercial (% PIB)	0,9	0,6	0,8	1,6	1,7	2,0	2,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,7	-3,2	-3,1	-2,0	-1,8	-1,5	-1,7
Tipo de interés oficial (final período)	4,50	6,14	6,37	6,25	4,81	5,00	5,50
Tipo largo plazo	5,50	8,12	7,98	8,71	7,53	7,65	8,29
Tipo de cambio vs USD (fin período)	9.616	11.552	12.252	13.769	13.259	13.575	13.960
Tipo de cambio vs euro (fin período)	12.469	15.721	15.312	15.081	14.296	15.204	15.753
Tasa de ahorro (%)	17,1	17,2	17,0	17,0	17,0	17,2	17,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	19,0	16,9	4,5	32,0	10,1	3,8	9,4

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

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

## 1.2.14 Filipinas

### Se mantiene el crecimiento a partir de la demanda doméstica

El producto interior bruto de Filipinas se mantiene creciendo a tasas elevadas en línea con su potencial.

La mayor parte de este dinamismo proviene de la demanda doméstica (consumo y residencial), así como de la exportación de servicios y la entrada de remesas del exterior. El crecimiento proyectado para 2017 será menor que el registrado el año anterior debido a una moderación (conveniente) de la demanda doméstica, tanto por el lado del consumo como de la inversión. De esta forma, esperamos en 2017 un crecimiento más cercano a su potencial, en el entorno de 6,5%.

Aún con esta corrección, el consumo y la inversión residencial e infraestructuras se mantendrán como soportes del dinamismo, especialmente en un contexto proyectado de crecimiento del crédito de casi de dos dígitos, pese a los esfuerzos del Banco Central por enfriar la economía.

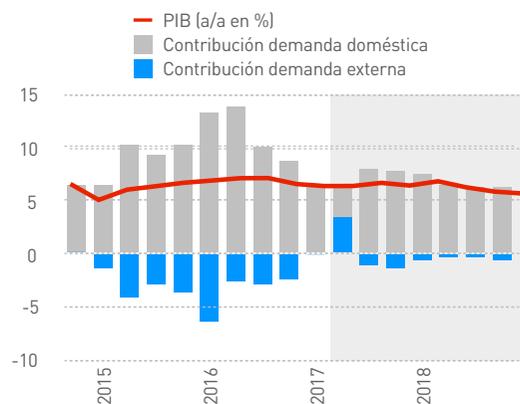
Crecientes déficits fiscales (superiores al 2%) y agotamiento del superávit por cuenta corriente, conllevarán una moderada depreciación de la moneda para contrarrestar el efecto de la inflación.

- *Alto (pero ligeramente más moderado) crecimiento sustentado en la fortaleza de la demanda doméstica.*
- *La depreciación de la moneda será consistente con el agotamiento del superávit por cuenta corriente.*
- *La inflación se acelerará aunque aún permanecerá dentro de las bandas objetivo del Banco Central.*

La senda del déficit fiscal parece muy probable a la vista de los planes de la actual administración de elevar el gasto en infraestructura desde el 2% al 7,4% del PIB, a la vez que una reducción del impuesto de sociedades hasta el 25% (desde el 30% actual).

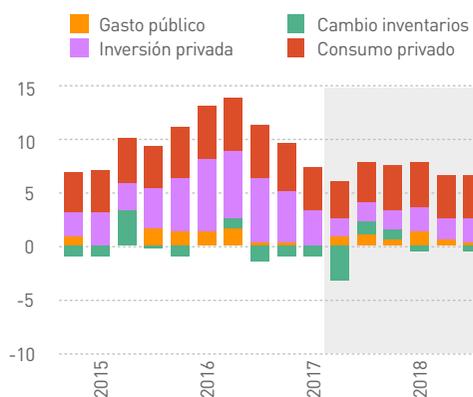
Filipinas no solo es importadora neta de bienes manufacturados, sino también de alimentos y de energía. Así, la esperable depreciación de la moneda conllevará una importación de la inflación. Esperamos una mayor inflación en 2017, pero la cifra seguiría dentro del rango objetivo del 2-4% del Banco Central.

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



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

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



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

**Tabla 1.2.14**  
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a, media)	6,7	7,1	6,1	6,0	8,0	6,5	6,2
Contribución de la demanda doméstica	5,3	9,8	4,8	9,1	11,5	6,3	6,6
Contribución de la demanda externa	1,4	-2,7	1,3	-3,0	-3,5	0,2	-0,6
Contribución del consumo privado	4,7	4,0	3,9	4,4	4,8	3,9	4,0
Contribución de la inversión	2,1	2,5	1,1	3,6	6,0	2,2	2,2
Contribución del consumo público	1,7	0,6	0,3	0,8	0,9	0,7	0,7
Demanda doméstica (% a/a, media)	5,2	9,9	5,0	9,0	11,2	5,8	6,2
Consumo total (% a/a, media)	7,8	5,6	5,2	6,5	7,2	5,7	6,0
Inversión (% a/a, media)	10,8	12,0	7,2	16,6	25,7	7,9	7,8
Exportaciones (a/a en %)	4,2	-0,2	5,5	4,8	5,4	9,8	3,4
Importaciones (a/a en %)	-2,7	-2,4	-4,0	-9,0	-10,9	-9,4	-3,8
Tasa de paro (final período)	6,8	6,4	6,0	5,6	4,7	5,7	5,1
Inflación (a/a, final período)	3,0	3,5	3,6	1,0	2,5	3,7	3,8
Balance fiscal (% PIB)	-2,3	-1,4	-0,6	-0,9	-2,4	-2,5	-2,7
Balance comercial (% PIB)	-7,6	-6,5	-6,1	-8,0	-11,2	-11,6	-10,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,8	4,2	3,8	2,5	0,2	0,1	0,7
Tipo de interés oficial (final período)	3,57	3,50	4,00	4,00	3,00	3,13	3,88
Tipo de largo plazo	4,87	3,72	4,24	3,91	4,43	5,20	5,83
Tipo de cambio vs USD (fin período)	41,19	43,62	44,81	46,87	49,11	49,99	49,75
Tipo de cambio vs euro (fin período)	53,42	59,36	56,01	51,33	52,95	55,99	56,14
Tasa de ahorro (%)	7,2	8,3	9,3	7,7	8,0	8,6	8,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,8	6,0	8,8	2,6	8,7	9,4	9,6

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

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



## 2. Panorama sectorial

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

#### 2.1.1 Mercados globales

Las estimaciones del crecimiento de las primas del mercado asegurador a nivel mundial en 2016 lo sitúan en el 3,1% en términos reales, frente a un crecimiento del 4,3% en 2015. Esta desaceleración en el crecimiento se debió básicamente al comportamiento del sector asegurador en los mercados desarrollados, con un incremento real del 0,7%, a nivel agregado, frente al 14% de los mercados emergentes. La causa principal de la desaceleración fue debida al retroceso que sufrieron los seguros de Vida en las economías desarrolladas de -0,5%, que supusieron el 81% del total de las primas de seguros de Vida a nivel mundial. El crecimiento de las primas de los países emergentes, por su parte, proviene del robusto crecimiento de las primas de seguros en China, sin el cual habrían sufrido una desaceleración a nivel agregado<sup>1</sup>.

Sin embargo, la aceleración en el crecimiento económico de los países desarrollados observada en el primer trimestre de 2017 situaría la previsión del crecimiento del PIB mundial en el entorno del 3,1% para el conjunto del año (2,5% en 2016), con una aportación de los países desarrollados del 2% y de los emergentes del 4,5%, acompañado de mejoras sustanciales en el comercio mundial, en la inversión en infraestructuras y bienes de equipo, y

en el sector residencial en algunos países asiáticos (particularmente en China).

Estas perspectivas económicas deberían tener un impacto positivo en el desarrollo del mercado asegurador a nivel global. Se prevé que las primas de los seguros de Vida en los mercados desarrollados vuelvan a una senda de crecimiento positiva, aunque siempre lejos del crecimiento de los países emergentes.

#### 2.1.2 Eurozona

La relajación de la incertidumbre política tras las elecciones francesas y la revisión al alza de las previsiones del PIB de la Eurozona, con valores previstos cercanos al 2%, son buenas noticias para el sector asegurador de la UEM, especialmente por lo que se refiere a las líneas de negocio de No Vida y de Vida riesgo. Sin embargo, subsisten aún incertidumbres derivadas de las elecciones italianas, de una deficiente negociación del Brexit, y del desenlace sobre las negociaciones de la deuda griega.

Por otro lado, en las curvas euro libres de riesgo calculadas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.2) se observa que continúa la subida de tipos frente a los niveles mínimos del mes de julio de 2016. Esta subida es mayor en los tramos largos de la curva, por encima de los 60 puntos básicos en el tipo a diez años, respecto al mínimo del mes de julio. Para tramos más largos, el

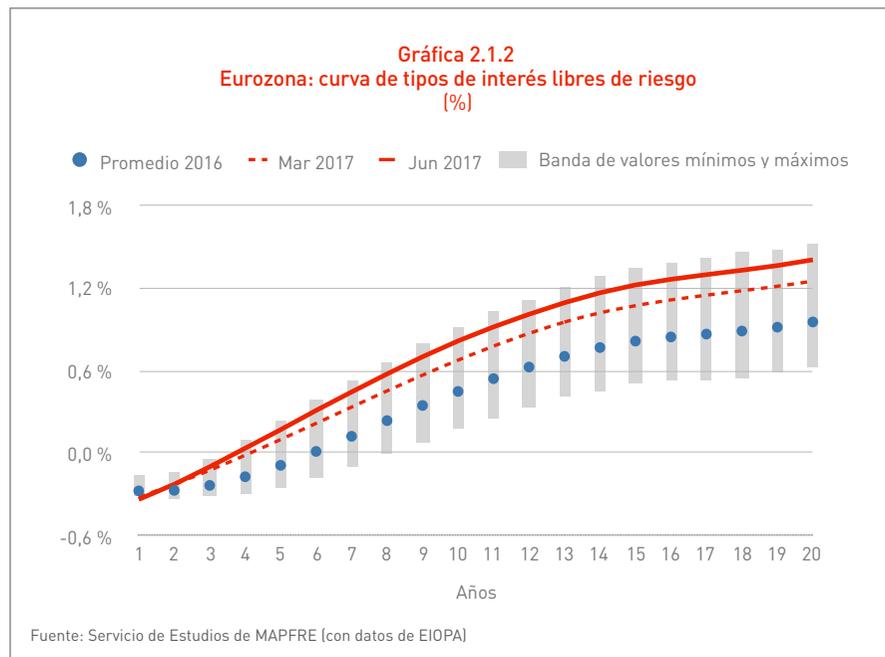
crecimiento es aún mayor, por encima de 75 puntos básicos a partir de vencimientos superiores a diecisiete años. A pesar de encontrarnos todavía en un entorno de bajos tipos de interés, si continúa el aumento del rendimiento de los bonos e inclinación de la pendiente de la curva, podría estimularse el desarrollo de productos de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales, como de hecho está sucediendo en algún país de la Eurozona.

No obstante, los tipos continúan bajos y los puntos de la curva con vencimientos inferiores a cuatro años presentan todavía valores negativos, lejos aún de una verdadera normalización de la política monetaria. Subsisten, por tanto, los problemas para el nuevo negocio y para aquellas entidades aseguradoras con carteras de seguros de Vida en sus balances con tipos garantizados altos y descasamiento de flujos respecto de los activos que respaldan las obligaciones derivadas de sus contratos de seguros, cuya posición de solvencia se va erosionando gradualmente a medida que realizan la reinversión de los flujos de las inversiones de sus carteras.

### 2.1.3 España

En España, la desaceleración de la actividad económica inicialmente prevista no se ha materializado, lo que ha llevado a una revisión al alza de las previsiones para el conjunto del año en un rango entre el 2,7% y el 3%, el más alto de la Unión Europea.

Sin embargo, aunque aún robusto, indicios de fatiga en el consumo anticipan que la desaceleración inicialmente prevista puede materializarse en el futuro. Las exportaciones y la inversión podrían compensar en parte esta dinámica. Es también destacable que la inversión residencial está repuntando, gracias a la reactivación del crédito hipotecario y a una demanda embalsada por la crisis que todavía tiene su recorrido y que se están reanimando los flujos de inversión institucional hacia el mercado inmobiliario. Entorno favorable para los productos de Vida riesgo, por la reactivación del crédito hipotecario, y para los productos de No Vida del tipo



multirriesgos, vinculados a la inversión residencial e inmobiliaria. No obstante, si se materializa la desaceleración en el consumo, el desarrollo los productos de seguros de No Vida puede sufrir una pérdida de dinamismo, dada su fuerte vinculación al crecimiento económico y, en particular, al comportamiento del consumo de hogares y empresas.

Por otro lado, a pesar de la mejoría experimentada en 2016, la persistencia del entorno de bajos tipos de interés continúa pesando en los negocios de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, aunque el repunte de los tipos libres de riesgo en los plazos largos de la curva favorece su comercialización, ayudado por la escasa o nula rentabilidad ofrecida por los depósitos de las instituciones de crédito, que siguen enfrentándose a una facilidad marginal de los depósitos negativa. La innovación del sector

asegurador hacia productos en los que el tomador asume el riesgo de la inversión está asimismo introduciendo dinamismo en el mercado de productos de Vida ahorro.

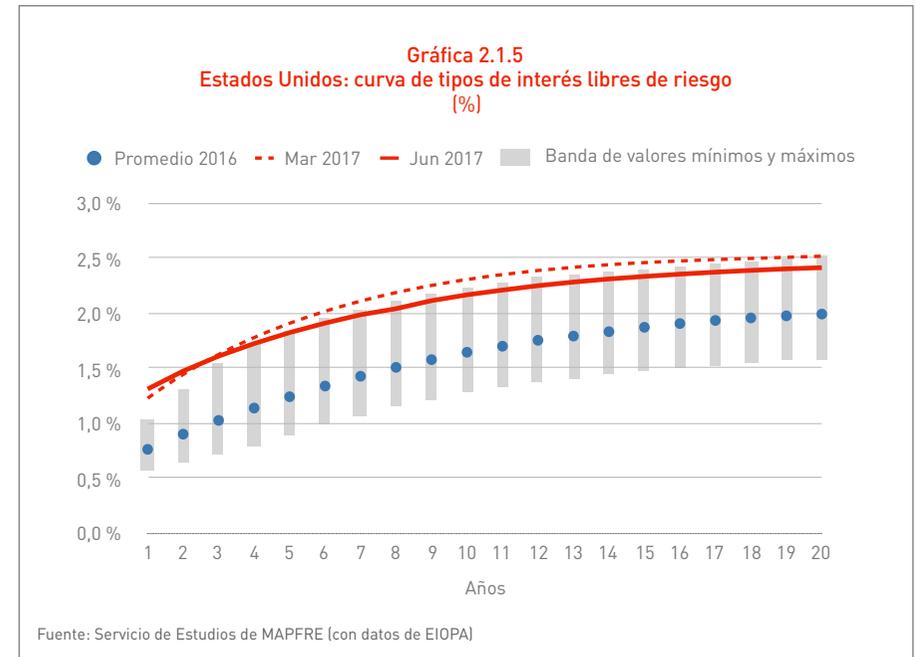
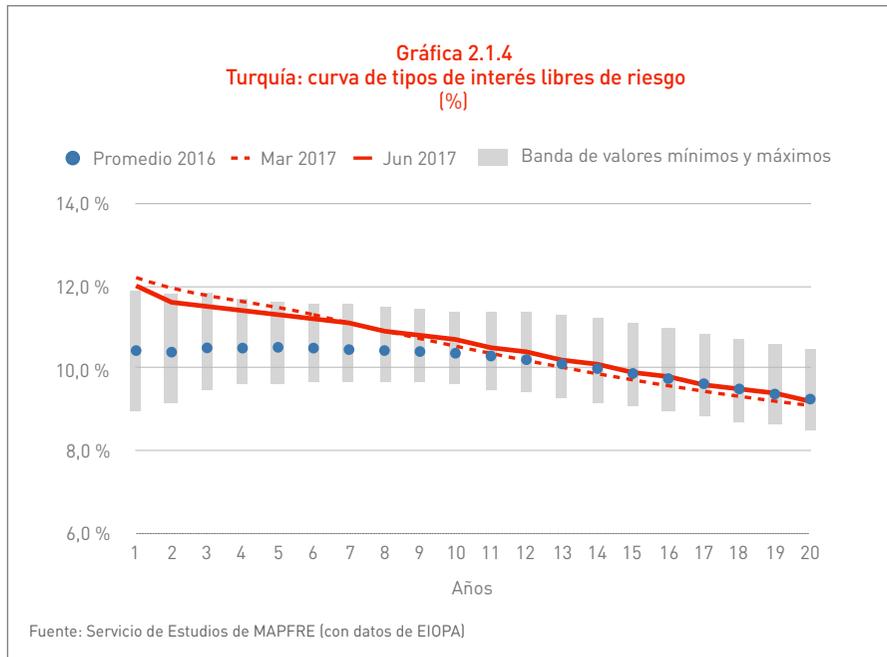
### 2.1.4 Turquía

A pesar del entorno de incertidumbre económica y política existente en Turquía, el incremento del 5% de su actividad económica en el primer trimestre de 2017 (en tasa interanual ajustada) y la revisión de las expectativas al alza para el conjunto del año hasta el 4%, constituyen una noticia positiva para el desarrollo del mercado asegurador, al menos por lo que a las líneas de negocio de No Vida se refiere. Sin embargo la previsión de subida de la inflación junto con la depreciación prevista de la lira turca

resultará desfavorable para el desempeño del negocio de No Vida, por el encarecimiento del coste de los siniestros que conllevan. La rigidez en la adaptación de las primas que supone el establecimiento de un sistema de control de precios en el seguro obligatorio del automóvil es un problema añadido que puede repercutir en el desempeño técnico de esta línea de negocio. Por su parte, la volatilidad en el comportamiento de los tipos de interés y la curva invertida son perjudiciales para el desarrollo del negocio de Vida.

### 2.1.5 Estados Unidos

El hecho de que las políticas fiscales expansivas previstas por la nueva administración en los Estados Unidos no terminen de materializarse,



conlleva cierta cautela. Aun así, se mantiene la previsión de crecimiento para 2017 en torno al 2,2%. Subsiste una visión positiva sobre la actividad y el empleo, lo cual constituye un entorno favorable para el desarrollo del sector asegurador en los negocios de No Vida y Vida riesgo.

Por otro lado, las subidas graduales de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal no terminan de trasladarse a los tipos a largo plazo de la curva, los cuales serían favorables para el desarrollo del negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias, al permitir ofrecer tipos garantizados en productos de ahorro a largo plazo mayores y mejorar la situación de las entidades en términos del apropiado casamiento de las duraciones en sus carteras. En las curvas libres de riesgo para el USD calculadas por EIOPA puede apreciarse que la subida de los tipos a largo no termina de producirse, con un ligero aplanamiento a la baja de los vencimientos largos. Los tipos a corto siguen con una ligera tendencia al alza (véase la Gráfica 2.1.5).

### 2.1.6 Brasil

Los datos del primer trimestre parecen confirmar la salida de la recesión sufrida en Brasil, con una estimación de crecimiento cercano a cero para 2017. El entorno, por tanto, parece mejorar pero es todavía complicado teniendo en cuenta la debilidad del desempeño económico. El control de la inflación es favorable para el desempeño del mercado asegurador, por la contención de los gastos derivados de los siniestros, aunque las políticas monetaria y fiscal expansivas podrían conllevar un deterioro de su moneda, compensando en parte ese efecto positivo.

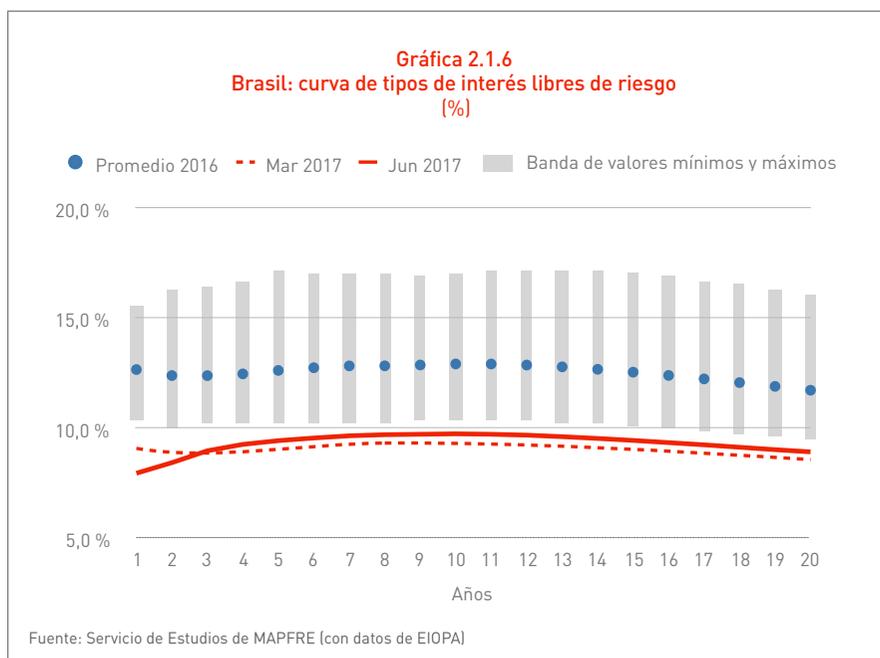
Los tipos de interés continúan a la baja en los primeros tramos de la curva, con un aplanamiento en su tramo largo que incluso presenta una ligera pendiente negativa, lo cual podría generar un ambiente desfavorable para mantener la dinámica en el desarrollo de los productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias (véase la Gráfica 2.1.6).

No obstante, la situación podría mejorar a medio plazo, si finalmente se consolidan las previsiones y la posterior vuelta al crecimiento en 2018.

### 2.1.7 México

El repunte del crecimiento económico del primer trimestre de 2017, la revisión al alza de la previsión de crecimiento en torno al 2,4% para el conjunto del año, y la moderación en el clima de conflicto comercial por el momento con los Estados Unidos, constituyen noticias positivas que pueden incidir en un mejor comportamiento del sector asegurador mexicano, especialmente por las mejores perspectivas para el consumo.

Gráfica 2.1.6  
Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



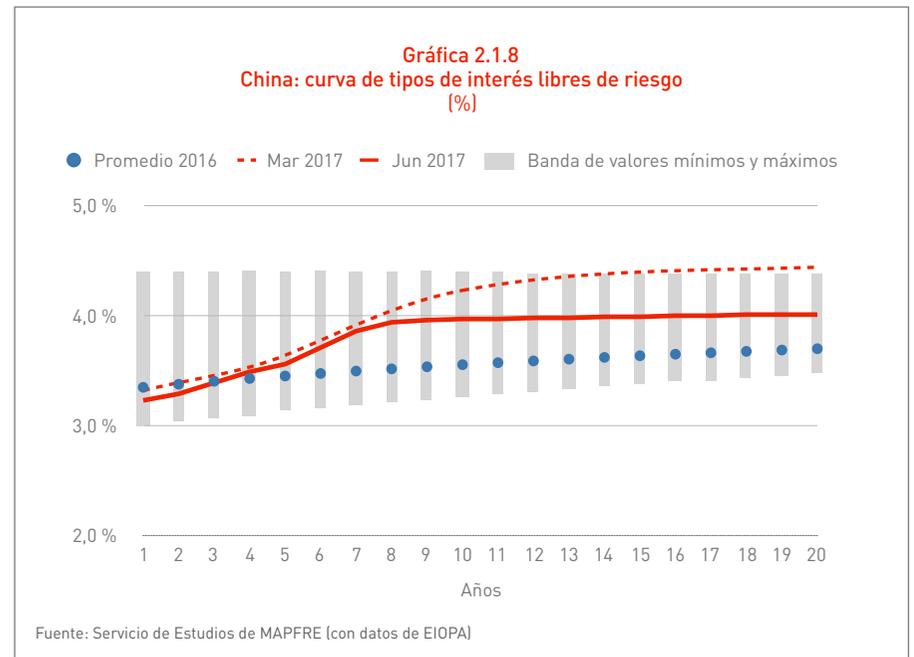
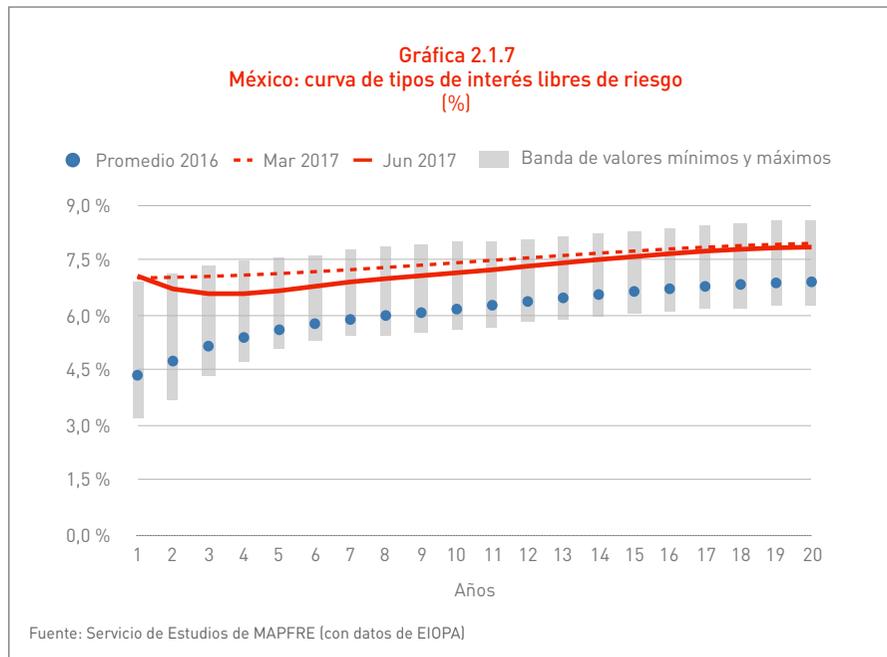
El aún bajo nivel de penetración de los seguros en México hace que la elasticidad del crecimiento sea mayor que en otras economías más desarrolladas, por lo que crecimientos moderados del PIB suelen traducirse en crecimientos mayores de las primas de seguros. Las altas tasas de inflación y la depreciación de su moneda inciden de forma negativa en el desempeño del sector asegurador, por el encarecimiento en el coste de los siniestros, y puede compensar en parte esta mejoría. No obstante, las previsiones de control de los precios a partir de 2017 y el sostenimiento del tipo de cambio podrían revertir ese riesgo potencial.

El panorama para el ramo de Vida ahorro y de rentas vitalicias podría ser favorable dadas las subidas previstas en los tipos de interés por parte del Banco Central y las perspectivas de sostenimiento de una política monetaria

restrictiva. No obstante, la volatilidad observada continúa alta, y las subidas de tipos de momento no parece que se estén trasladando a los tramos largos de la curva (véase la Gráfica 2.1.7), lo cual tiene también un efecto nocivo en los referidos negocios ya que dificulta la comercialización de estos productos y conllevan riesgos potenciales de rescates de las carteras en vigor de las compañías aseguradoras.

### 2.1.8. China

La previsión al alza del crecimiento del PIB chino hasta el entorno del 6,7% en 2017, apoyado en la demanda doméstica por la vía de consumo e inversión, sigue anticipando un entorno económico favorable para las perspectivas de su sector asegurador y, en especial, para los negocios de



No Vida y Vida riesgo, muy sensibles a la dinámica del crecimiento económico, en general, y al consumo de hogares y empresas en particular. Este comportamiento se ve impulsado además por la aún reducida tasa de penetración del seguro en China, propio de las economías emergentes, que conlleva una mayor elasticidad en el crecimiento de las primas ante crecimientos del PIB.

Es de destacar que el gobierno chino tiene entre sus objetivos explícitos para la actividad aseguradora el incrementar la tasa de penetración. Las perspectivas de una inflación moderada (en el entorno del 2,2%), son también buenas noticias para la evolución futura de los costes siniestros a los que tengan que hacer frente las aseguradoras en los próximos meses. No obstante, la previsión del endurecimiento de las condiciones para el acceso a la compra de viviendas podría compensar en parte las buenas previsiones de desarrollo del mercado asegurador.

Por otro lado, la previsión de políticas más alejadas de la laxitud monetaria mejora también el panorama para los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias. En las curvas de EIOPA se aprecia una subida de los tipos en los tramos medios de la curva, donde gana pendiente, lo cual es positivo para la comercialización de este tipo de productos (véase la Gráfica 2.1.8). Asimismo, la volatilidad de los tipos se mantiene en un rango moderado, lo cual favorece el desarrollo del negocio de Vida.

### 2.1.9 Reaseguro

Según el último informe elaborado por la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) sobre la situación del mercado de seguros global<sup>2</sup>, las reaseguradoras siguen sometidas a presiones derivadas de la competencia y cambios en la demanda por parte de las entidades cedentes, al tiempo que los rendimientos de las inversiones financieras permanecen bajos y que las posibilidades de liberación de excesos de reservas han disminuido.

En este competitivo y volátil contexto, es previsible que algunos operadores opten por llevar a cabo adquisiciones o fusiones con otros operadores de reaseguro o de seguros con objeto de diversificar la cartera, tanto por ramos como geográficamente, así como a ajustar los fondos propios a un entorno de baja rentabilidad, vía reducciones de capital o pago de dividendos extraordinarios. No obstante, de momento, la ausencia de catástrofes significativas ha permitido a las reaseguradoras seguir generando resultados positivos, aunque decrecientes, aliviando en parte esa presión.

## 2.2 Tendencias regulatorias: novedades en el trimestre

### Tendencias globales

El 1 de junio de 2017 finalizó el plazo para enviar comentarios sobre la consulta realizada por la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) para la revisión de parte de los Principios Básicos de Supervisión de Seguros (ICPs), integrantes del denominado "ComFrame", que es el marco común para la supervisión de grupos aseguradores internacionalmente activos (*Internationally Active Insurance Groups*, IAIGs). El análisis para la revisión se refiere a algunos aspectos relativos a la introducción a los principios, metodología de valoración, sistema de gobierno corporativo, supervisión, cooperación, medidas a adoptar por los supervisores y resolución de estos grupos. La IAIS se encuentra actualmente en el proceso de análisis de las respuestas recibidas.

En cuanto a las Aseguradoras Globalmente Sistémicas (*Global Systemically Important Insurers*, GSIs), la IAIS está trabajando en los criterios para la elaboración de la lista de entidades que se consideran sistémicas. Se está revisando el planteamiento utilizado en las anteriores designaciones con el fin de desarrollar unos criterios no basados exclusivamente en las entidades sino también en el tipo de actividades que realizan las entidades

potencialmente sistémicas. En el mes de junio de 2017, la IAIS tuvo una primera sesión con las distintas partes interesadas y anunció sus planes de realizar una consulta más adelante este año sobre unas primeras conclusiones preliminares, para realizar a finales de 2018 una consulta pública completa sobre la designación de riesgo sistémico.

Esto viene a suponer un retraso en los planes iniciales de publicación de la lista de entidades sistémicas por parte del Comité de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*, FSB), con el fin de aplicar para el cálculo de los requisitos adicionales de capital a partir de enero de 2019. Según el nuevo calendario esto podría trasladarse de manera que la finalización del marco revisado con la metodología para el tratamiento del riesgo sistémico de los IAIGs se finalizaría a finales de 2019, y la lista relevante de GSIs en base a los nuevos criterios sería la elaborada a finales de 2020 para ser aplicada en 2022.

## Estados Unidos

El 29 de mayo de 2017, el Consejo de la Unión Europea adoptó una decisión<sup>3</sup> autorizando la firma del Acuerdo bilateral alcanzado el 13 de enero en materia de seguros y reaseguros con la Unión Europea. Sin embargo, el Acuerdo sigue pendiente de su ratificación por parte del Congreso de los Estados Unidos<sup>4</sup>. No obstante, el Departamento del Tesoro y la Oficina del Representante de Comercio de los Estados Unidos han emitido una nota de prensa en el mes de julio con su intención de firmar el Acuerdo en las próximas semanas<sup>5</sup>.

Por otro lado, continúa en proceso el proyecto de reforma de las regulaciones que afectan al sector financiero y en particular al Dodd-Frank Act, conocida como Financial CHOICE Act<sup>6</sup>. En este sentido la Casa de Representantes del Congreso aprobó el proyecto el día 6 de junio de 2017 y actualmente se encuentra en discusión en el Senado. Por otro lado, el 12 de junio se publicó el resultado del Informe del Tesoro acerca de la Reforma Financiera con el fin identificar las trabas regulatorias para el correcto

funcionamiento de los mercados financieros en Estados Unidos. El contenido de este informe, aconseja suavizar y en algunos casos eliminar parte de la reforma adoptada como consecuencia de la crisis financiera introducida mediante la Dodd-Frank Act. Este informe es relevante como base para las negociaciones para llegar a un acuerdo en el Senado.

## Unión Europea

### Autoridades Europeas de Supervisión

El plazo para enviar comentarios en la consulta pública de la Comisión Europea sobre el funcionamiento de las Autoridades Europeas de Supervisión<sup>7</sup> (EBA, ESMA e EIOPA) finalizó el 16 de mayo de 2017. El objetivo es identificar áreas en las que puedan ser mejoradas y reforzadas, al tratarse de un elemento importante en el desarrollo e integración de los mercados financieros de la Unión Europea. Esta consulta se produce dentro del contexto de la revisión general prevista de las Autoridades de Supervisión para este año, establecida en sus normas fundacionales. La Comisión se encuentra actualmente en el proceso de análisis de las respuestas recibidas.

### Solvencia II

Por otra parte, el 1 de julio de 2017 finalizó el plazo para la publicación del primer Informe sobre la Situación Financiera y Solvencia (SFCR) para los grupos de la Unión Europea. Se trata del primer informe referido a un año completo de implementación de Solvencia II, conforme a la nueva regulación prudencial basada en riesgos, aplicable en la Unión Europea desde el 1 de enero de 2016. Es de destacar que los veinte mayores grupos europeos por volumen de primas muestran una situación saneada, presentando siete de ellos fondos propios admisibles que superan en más de dos veces el capital de solvencia obligatorio exigible al grupo<sup>8</sup>. El uso de las medidas transitorias ha venido a suavizar el impacto de la entrada en vigor de la nueva normativa de solvencia, el cual deberá ser absorbido de forma

nueva normativa de solvencia, el cual deberá ser absorbido de forma progresiva en un período de dieciséis años.

Por otro lado, el 4 de julio de 2017 EIOPA emitió el documento de consulta pública sobre su consejo técnico para la revisión en curso de los parámetros y factores aplicables en el cálculo del capital regulatorio bajo la fórmula estándar prevista para 2018<sup>9</sup>, junto con posibles propuestas para introducir simplificaciones en la fórmula estándar. Esta reforma afectaría al Reglamento Delegado (UE) 2015/35 que completa la Directiva 2009/138/CE de Solvencia II. Los aspectos a cubrir por la consulta son amplios, incluyendo aspectos generales de la fórmula estándar, los módulos del riesgo de suscripción de No Vida, Vida y Salud, riesgos catastróficos, parámetros específicos, módulo del riesgo de contraparte, algunos aspectos del módulo del riesgo de mercado, la capacidad de absorción de pérdidas de los impuestos diferidos, el margen de riesgo y los fondos propios. El plazo para enviar los comentarios finaliza el 31 de agosto de 2017.

Por último, es también de destacar que el 17 de mayo de 2017 EIOPA publicó su informe final que contiene la metodología que resultará aplicable a partir del 1 de enero de 2018 del denominado tipo de interés a futuro de equilibrio a muy largo plazo o último tipo a futuro (*Ultimate Forward Rate*, UFR). Como resultado de su implementación, el UFR para la curva euro se reduciría del 4,2% al 4,05% en 2018, con reducciones adicionales en años posteriores hasta alcanzar el 3,65%, según el valor estimado por EIOPA. Estas reducciones no pueden superar 15 puntos básicos anuales, por lo que el período para la plena aplicación del nuevo UFR será de cuatro años.

### Fondos privados de pensiones

El 29 de junio, la Comisión Europea adoptó una propuesta legislativa sobre un producto de pensiones individuales paneuropeo, en base al consejo técnico dado por EIOPA en julio de 2016 y a la consulta pública llevada a cabo por la propia Comisión a finales de 2016 sobre posibles medidas

relacionadas con este tipo de instrumento para hacer frente a los retos demográficos, la innovación y desarrollo de los mercados, así como la movilidad a nivel de la Unión Europea de los fondos, entre otros aspectos.

Esta propuesta debe ahora ser debatida en el Consejo y el Parlamento de la Unión Europea. La idea es desarrollar un producto sencillo, voluntario, que pueda ser utilizado por personas que a lo largo de su carrera laboral trabajen en diversos países de la Unión Europea, y en el que los riesgos y costes sean transparentes y controlados. Los productos que cumplan con los requisitos previstos para ellos recibirían una etiqueta (“label”) para poder ser identificados como tales por los consumidores-ahorradores. La propuesta de Reglamento va acompañada de una recomendación a los Estados Miembros sobre el tratamiento fiscal que debería darse a este tipo de productos para que reciban el mismo trato que el resto de productos de pensiones que tienen asociadas desgravaciones fiscales, aunque el nuevo producto paneuropeo no cumpla con los requisitos previstos en la actualidad en los distintos países para recibir ese trato fiscal favorable.

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

Por último, es de destacar que el 16 de julio de 2017 finalizó el plazo para enviar la información relativa al Stress Test de Pensiones de 2017 lanzado por EIOPA el 18 de mayo de 2017<sup>10</sup>. EIOPA se encuentra ahora en el proceso de análisis y depuración de la información recibida.

### **Distribución de seguros y protección al consumidor**

Finalmente, como novedades del segundo trimestre, cabe citar que el 26 de abril de 2017 EIOPA publicó el informe sobre la revisión temática relativa a la revisión de los incentivos monetarios y remuneraciones entre las entidades gestoras de activos y las compañías aseguradoras, con el fin de tener una mejor comprensión de las interrelaciones entre ambas e identificar la manera en la que se establecen medidas para evitar perjuicios a los tomadores, por la existencia de posibles conflictos de intereses. El informe identifica una serie de elementos que son susceptibles de mejora y de actuación supervisora.



## Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

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

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

<sup>1</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.  
Fecha de cierre de previsiones: 31 marzo 2017.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Estados Unidos</b>	1,2	1,2	0,4	1,8	1,8	2,1	1,2	1,2	0,4	1,8	2,2	2,4
<b>Eurozona</b>	0,8	0,2	0,2	0,7	1,5	1,7	0,8	0,2	0,2	0,7	0,8	1,0
Alemania	1,3	0,5	0,3	1,1	1,9	2,2	1,3	0,5	0,3	1,1	1,2	1,4
Francia	1,0	0,6	0,1	0,3	1,0	1,1	1,0	0,6	0,1	0,3	0,9	0,9
Italia	0,6	0,1	0,2	0,1	1,6	1,5	0,6	0,1	0,2	0,1	0,7	0,6
España	0,1	-0,5	-0,3	1,0	1,3	1,8	0,1	-0,5	-0,3	1,0	0,4	1,2
<b>Reino Unido</b>	2,1	0,9	0,1	1,2	3,2	1,4	2,1	0,9	0,1	1,2	2,5	1,3
<b>Japón</b>	1,5	2,5	0,2	0,3	0,7	0,9	1,5	2,5	0,2	0,3	0,1	0,4
<b>Mercados emergentes</b>	5,5	4,7	4,7	4,5	4,4	4,2	5,5	4,7	4,7	4,5	4,4	4,2
<b>América Latina<sup>1</sup></b>	4,6	4,9	5,5	5,8	4,2	3,8	4,6	4,9	5,5	5,8	4,2	3,8
México	3,7	4,2	2,3	3,2	6,3	3,5	3,7	4,2	2,3	3,2	5,1	4,5
Brasil	5,8	6,5	10,4	7,0	3,7	4,1	5,8	6,5	10,4	7,0	4,9	4,1
Argentina	26,2	39,0	24,9	48,3	20,8	14,7	26,2	39,0	24,9	48,3	19,5	15,2
<b>Emergentes europeos</b>	4,3	3,8	2,9	3,1	4,2	4,2	4,3	3,8	2,9	3,1	2,8	2,5
Turquía	7,5	8,8	8,2	7,6	9,1	7,5	7,5	8,8	8,2	7,6	7,2	5,7
<b>Asia Pacífico</b>	5,8	5,6	2,2	2,9	4,1	4,0	5,8	5,6	2,2	2,9	4,7	4,3
China	2,9	1,5	1,5	2,2	2,2	2,9	2,9	1,5	1,5	2,2	3,3	3,3
Indonesia	8,0	6,5	4,8	3,3	4,6	4,3	8,0	6,5	4,8	3,3	5,5	5,1
Filipinas	3,5	3,6	1,0	2,5	3,7	3,8	3,5	3,6	1,0	2,5	4,0	3,5
<b>Mundo</b>	3,7	3,2	2,8	2,5	3,0	3,1	3,7	3,2	2,8	2,5	2,9	3,0

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 31 marzo 2017.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Estados Unidos	2,75	2,28	2,19	2,13	2,46	2,87	2,75	2,28	2,19	2,13	2,21	1,51
Eurozona	2,96	1,50	1,19	0,93	1,49	1,87	2,96	1,50	1,19	0,93	1,27	1,45

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

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
USD-EUR	0,73	0,80	0,91	0,90	0,89	0,89	0,73	0,80	0,91	0,90	0,90	0,92
EUR-USD	1,36	1,25	1,10	1,08	1,12	1,13	1,36	1,25	1,10	1,08	1,11	1,09
GBP-USD	1,62	1,58	1,52	1,24	1,33	1,37	1,62	1,58	1,52	1,24	1,31	1,27
USD-JPY	100,43	114,55	121,44	109,45	113,20	117,93	100,43	114,55	121,44	109,45	106,96	106,46
USD-CNY	6,09	6,15	6,39	6,83	6,95	6,97	6,09	6,15	6,39	6,83	6,91	6,76

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

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Estados Unidos	0,13	0,13	0,17	0,42	1,50	2,00	0,13	0,13	0,17	0,42	0,63	0,13
Eurozona	0,37	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,37	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00

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



# Índice de gráficas y tablas

## Gráficas

Gráfica 1.1-a	Global: crecimiento e inflación, 2010-2017 . . . . .	12
Gráfica 1.1-b	Global: tipos de interés de corto y largo plazos, 1998-2017 . . . . .	12
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	15
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	15
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	17
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	17
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	19
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	19
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	21
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	21
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	23
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	23
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	25
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	25
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	27
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	27
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	29
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	29
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	31
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	31
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	33
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	33
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	35
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	35

Gráfica 1.2.12-a	China: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	37
Gráfica 1.2.12-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	37
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	39
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	39
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 . . . . .	41
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 . . . . .	41
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	44
Gráfica 2.1.4	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	45
Gráfica 2.1.5	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	45
Gráfica 2.1.6	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	46
Gráfica 2.1.7	México: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	47
Gráfica 2.1.8	China: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	47

## Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos . . . . .	15
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos . . . . .	17
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos . . . . .	19
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos . . . . .	21
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	23
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos . . . . .	25
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos . . . . .	27
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos . . . . .	29
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos . . . . .	31
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos . . . . .	33
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos . . . . .	35
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos . . . . .	37
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	39
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos . . . . .	41
Tabla A-1	Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto . . . . .	53
Tabla A-2	Escenarios Base y de Riesgo: inflación . . . . .	54
Tabla A-3	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años . . . . .	55
Tabla A-4	Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio . . . . .	55
Tabla A-5	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia . . . . .	55

## Referencias

- 1/ [http://www.swissre.com/library/editors-pick/sigma\\_3\\_2017\\_en.html](http://www.swissre.com/library/editors-pick/sigma_3_2017_en.html)
- 2/ <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/financial-stability-and-macroprudential-policy-and-surveillance/global-insurance-market-report-gimar>
- 3/ <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-8054-2017-INIT/en/pdf>
- 4/ Enlace a: EU-US Joint Statement
- 5/ <https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2017/july/treasury-ustr-notice-intent-sign>
- 6/ CHOICE: Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs
- 7/ [https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-esas-operations\\_en](https://ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017-esas-operations_en)
- 8/ [https://www.fundacionmapfre.org/documentacion/publico/i18n/catalogo\\_imagenes/grupo.cmd?path=1093269](https://www.fundacionmapfre.org/documentacion/publico/i18n/catalogo_imagenes/grupo.cmd?path=1093269)
- 9/ [https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/EIOPA-CP-17-004\\_Consultation\\_Paper\\_on\\_First\\_set\\_of\\_Advice\\_on\\_SII\\_DR\\_Review.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/EIOPA-CP-17-004_Consultation_Paper_on_First_set_of_Advice_on_SII_DR_Review.pdf)
- 10/ <https://eiopa.europa.eu/Publications/Press%20Releases/EIOPA%20launches%20its%20second%20EU-wide%20occupational%20pensions%20stress%20test.pdf>
- 11/ [https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/16.%20EIOPA-BoS-17-064-Report\\_Thematic%20review%20on%20monetary%20incentives%20and%20remuneration.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/16.%20EIOPA-BoS-17-064-Report_Thematic%20review%20on%20monetary%20incentives%20and%20remuneration.pdf)

# CENTRO DE DOCUMENTACIÓN

Todas nuestras publicaciones a tu alcance

Acceso gratuito a nuestro fondo documental especializado en:

- Seguros
- Gerencia de riesgos
- Prevención



**FM** Fundación **MAPFRE**

Centro de Documentación

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



## AVISO

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

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

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

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



Fundación  
**MAPFRE**

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

---

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid