

The background of the entire page is a close-up, low-angle shot of a large, ornate clock face. The clock face is dark blue with gold-colored Roman numerals and hands. The hands are dark blue with gold-colored tips. The clock face is set against a blue sky with a globe visible in the background. The globe shows the Americas and is partially obscured by the clock's hands and numerals. The overall composition is dynamic and suggests a focus on time and global economics.

Fundación **MAPFRE**

**PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2019**

Servicio de Estudios de MAPFRE

Panorama económico y sectorial 2019

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

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

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

Servicio de Estudios de MAPFRE - servicio.estudios@mapfre.com

España: Carretera de Pozuelo, 52 - Edificio 1
28222 Majadahonda, Madrid

México: Avenida Revolución, 507
Col. San Pedro de los Pinos
03800 Benito Juárez, Ciudad de México

© De esta edición:

2019, Fundación MAPFRE

Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid

www.fundacionmapfre.org

Tel.: +34 91 602 5221

Enero, 2019.

ISBN:

Depósito Legal:

Servicio de Estudios de MAPFRE

Manuel Aguilera Verduzco

Director General del Servicio de Estudios

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

José María Lanzuela

Carlos Sebastián Macías Rojas

Paula Baliña Vieites

Markel Zubizarreta

Contenido

Presentación	9
Introducción	11
Resumen ejecutivo	13
1. Panorama económico	15
1.1. El panorama económico global	15
1.2. Perspectiva general y balance de riesgos en economías seleccionadas	29
1.2.1 Estados Unidos	29
1.2.2 Eurozona	32
1.2.3 España	34
1.2.4 Alemania	36
1.2.5 Italia	39
1.2.6 Reino Unido	41
1.2.7 Japón	43
1.2.8 Turquía	45
1.2.9 México	48
1.2.10 Brasil	50
1.2.11 Argentina	52
1.2.12 China	54
1.2.13 Indonesia	57
1.2.14 Filipinas	59
2. Panorama sectorial	63
2.1. El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora	63
2.1.1 Mercados globales	63
2.1.2 Eurozona	66
2.1.3 Alemania	68
2.1.4 Italia	68
2.1.5 España	69
2.1.6 Reino Unido	70

2.1.7	Estados Unidos	71
2.1.8	Brasil	72
2.1.9	México	73
2.1.10	Argentina	74
2.1.11	Turquía	75
2.1.12	China	76
2.1.13	Japón	77
2.1.14	Filipinas	78
2.1.15	Reaseguro	79
2.2.	Tendencias regulatorias	80
2.2.1.	Tendencias globales	80
2.2.2.	Unión Europea	80

Tablas:		
escenarios de previsiones macroeconómicas		89
Índice de tablas, gráficas y recuadros		93
Referencias		97

Presentación

La economía global parece estar agotando su ciclo, desacelerándose hasta alcanzar una tasa de crecimiento cercana al 3,6% en 2018. Para 2019, se prevé una desaceleración económica global, con un crecimiento cercano al 3,3%. Estas son algunas de las conclusiones de la nueva edición del informe *Panorama económico y sectorial*, elaborado por el Servicio de Estudios de MAPFRE y que publica Fundación MAPFRE.

El estudio se divide en dos apartados principales. El primero de ellos muestra el panorama económico global y de un grupo de economías seleccionadas, y el segundo hace un análisis de cómo el entorno económico podrá impactar en la demanda aseguradora, incluyendo también una descripción de las principales tendencias regulatorias. Ambos apartados contienen previsiones para 2019 y 2020, añadiendo información de los escenarios base y de riesgo en las previsiones macroeconómicas. Como novedad, los lectores que siguen habitualmente esta publicación verán que se ha ampliado el número de mercados sobre los que se ofrecen previsiones de crecimiento del seguro de No Vida, alcanzando actualmente 12 países sobre los que se brinda dicha información, además de la Eurozona.

Panorama económico y sectorial se publica anualmente en español e inglés y se actualiza de manera trimestral, incorporando los cambios que se vayan presentando en el entorno de la economía global y la forma en que estos impactan a la industria del seguro. Con la publicación de este informe, Fundación MAPFRE mantiene su compromiso con la difusión del conocimiento económico y asegurador, con objeto de contribuir a mejorar la cultura de los ciudadanos en estas materias y para ofrecer una herramienta complementaria de trabajo para aquellos que precisen de este tipo de información en la toma de decisiones.

Fundación MAPFRE

Introducción

El Servicio de Estudios de MAPFRE presenta su informe *Panorama económico y sectorial* correspondiente a 2019. Como cada año, este informe tiene como propósito ofrecer una visión global de las perspectivas y previsiones respecto del comportamiento económico tanto a nivel global como de las principales economías y, a partir de ese marco, analizar el entorno que podría enfrentar la industria aseguradora.

Este año, el informe enfatiza en el hecho de que la economía global parece estar agotando su ciclo y comienza a mostrar una clara senda de desaceleración. En este proceso es destacable el papel protagonista de la economía de los Estados Unidos a través de su papel en la tensión arancelaria con China, el inminente cese de los efectos de las ventajas fiscales activadas por la administración Trump y el efecto de la normalización monetaria por parte de la Reserva Federal. Así, la desaceleración económica global mostraría tres características: será crecientemente asincrónica y frágil; será menos intensa en actividad e inflación, y se desarrollará en condiciones financieras menos favorables y divergentes. No obstante, dada la ausencia de indicios de desajustes graves en los balances de los agentes, el cambio de ciclo anticipa ser esencialmente ordenado, y no una crisis recesiva global por el momento.

El actual contexto económico seguirá favoreciendo al mercado asegurador, pero la ralentización de las principales economías y el agotamiento del ciclo podrían comenzar a impactar en el crecimiento de las primas del mercado de seguros, especialmente al segmento de No Vida y Vida riesgo, dada su alta vinculación con el comportamiento del ciclo económico. Al margen de casos puntuales, el dinamismo que mantendrá la actividad económica en los mercados emergentes conllevará mayores crecimientos de sus sectores aseguradores, apoyados en la aún reducida tasa de penetración del seguro en esos mercados que implica una mayor elasticidad en el aumento de las primas ante el crecimiento de sus economías.

Confiamos en que este reporte siga contribuyendo a la comprensión del desempeño económico general y, en esa medida, del entorno que enfrentará la industria de seguros en este año.

Servicio de Estudios de MAPFRE

Resumen ejecutivo

Panorama económico

La economía global parece estar agotando su ciclo desacelerándose hasta alcanzar una tasa de crecimiento cercana al 3,6% en 2018. En este proceso, es destacable el papel protagonista de la economía de Estados Unidos a través de su papel en la tensión arancelaria con China, el inminente cese de los efectos de las ventajas fiscales activadas por la administración Trump y el efecto de la normalización monetaria por parte de la Reserva Federal.

Para 2019, se prevé una desaceleración económica global con tres características: (i) crecientemente asincrónica y frágil; (ii) menos intensa en actividad e inflación, y (iii) con condiciones financieras menos favorables y divergentes. Dada la ausencia de indicios de desajustes graves en los balances de los agentes, el cambio de ciclo sería esencialmente ordenado, y no una crisis recesiva global por el momento.

En lo relativo a los niveles de actividad económica, se espera un crecimiento global en 2019 cercano al 3,3%, situándose la brecha de producto en torno al 0,3%. Los mercados desarrollados crecerán levemente por debajo del 2%, apoyados en la demanda doméstica que en parte sustituirá al sector exterior gracias al desarrollo de la renta real, al estrecho mercado laboral, las aún laxas condiciones financieras, y un amplio efecto riqueza real y financiera que apoye el consumo. Todo ello en un contexto de poco apalancamiento privado, en general, en los países desarrollados.

Los mercados emergentes analizados en este informe, por su parte, crecerán en el entorno del 5%, apoyados en condiciones financieras globales que podrían ser menos desfavorables cuando se relaje el efecto de la depreciación de sus monedas y terminen el acompañamiento alcista de tipos de interés en respuesta a la normalización monetaria de la Reserva Federal.

Especial mención merece el carácter heterogéneo del momento cíclico global presente tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes, con la particularidad de que ambas zonas han llegado hasta la situación actual de la mano de políticas pro-cíclicas que, de no ser administradas correctamente, pueden llegar a originar un evento recesivo global, aunque este no es el escenario base de este informe.

La inflación global también presenta un fuerte carácter heterogéneo. Mientras que Estados Unidos ha alcanzado virtualmente su objetivo implícito de inflación, la inflación subyacente de la Eurozona y Japón permanece muy débil, alertando posibles indicios de una nueva fase de atonía en la actividad económica. La inflación general, además, viene determinada en gran parte por la corrección de los precios del crudo, que lejos de ser una buena noticia es el reflejo en parte de la desaceleración global.

Por otra parte, la política monetaria global viene delineada por la neutralidad de la Reserva Federal, la laxitud del Banco Central Europeo (BCE) y del Banco de Japón, y por el reciente endurecimiento de la postura monetaria de los países emergentes, alineados de facto con el sistema financiero de los Estados Unidos. De cara a 2019, dado el momento cíclico y el anclaje de las expectativas de inflación, se espera que en Estados Unidos los tipos de interés no superen la tasa natural/neutral, que estimamos en el 3%. El BCE, por su parte, mantendrá un sesgo todavía laxo debido al deterioro de la actividad y la inflación subyacente. En diciembre pasado, el BCE anunció el fin de la compra de activos manteniendo por el momento la reinversión del principal, pero mantuvo el tipo de referencia al 0%, a la par que intentó anticipar la percepción que podría tener el retrasar la subida del tipo de interés referencia. Las divergencias en la política monetaria de los Estados Unidos y el resto de mercados desarrollados, se traducirán en el mantenimiento de un dólar relativamente apreciado, especial-

mente frente al Euro y al Yen. Por su parte, el banco central de China ha relajado momentáneamente su política monetaria en 2018, pero es previsible que restaure la normalidad a lo largo de 2019.

La situación económica actual puede suponer una oportunidad para revertir la pro-ciclicidad que se ha venido dando en los últimos años. La economía estadounidense ha crecido impulsada por una reducción de su balance estructural en un contexto de laxitud monetaria, lo que ha desembocado en una serie de desequilibrios domésticos que han permeado tanto en Estados Unidos como en terceros países, especialmente en los mercados emergentes a través del canal de flujos de cartera. La reversión abrupta de esta pro-ciclicidad de la política económica podría traducir nuestro escenario central en uno de riesgo, pero debe considerarse una situación de baja probabilidad puesto que los indicadores que anuncian el cambio de ciclo no apuntan a una recesión global.

Mercados aseguradores

El actual contexto económico se caracteriza por una pérdida de sincronía tanto en los crecimientos económicos como en las políticas monetarias y fiscales de las distintas regiones a nivel global. De momento, el crecimiento favorece al mercado asegurador, pero la ralentización de las principales economías y el agotamiento del ciclo previsto podrán comenzar a impactar el crecimiento de las primas del mercado de seguros, especialmente al negocio de No Vida y Vida riesgo, dada su alta vinculación con el comportamiento del ciclo económico. Algunos mercados emergentes han sufrido tensiones financieras por las pasadas subidas más agresivas de lo previsto en los tipos de interés de referencia en Estados Unidos y por sus propios desequilibrios, si bien parece que están consiguiendo estabilizar sus economías. Al margen de casos puntuales, el dinamismo que mantendrá la actividad económica en los mercados emergentes conllevará mayores crecimientos de sus mercados aseguradores, con la ayuda de la aún reducida tasa de penetración del seguro en esos mercados que implica una mayor elasticidad en el crecimiento de las primas ante crecimientos de su producto interior bruto. Por otro lado, las subidas de tipos de interés que están experimentando algunas economías supondrán un impulso adicional para las líneas

de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias de estos países.

En la Eurozona, el contexto económico sigue siendo favorable para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del sector asegurador, aunque la ralentización económica prevista terminará trasladándose al crecimiento de estas líneas de negocio. España, por su parte, seguirá liderando el crecimiento entre las mayores economías de la Zona Euro, aunque su ritmo de actividad también se está desacelerando. El BCE sigue el camino de política monetaria previsto y no se espera una subida de los tipos de interés antes del tercer trimestre de 2019. Este entorno sostenido de bajos tipos de interés continúa siendo perjudicial para el desarrollo de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales.

Respecto de las grandes tendencias regulatorias, tras considerar la petición de demora en el plazo para la entrada en vigor de la Norma Internacional de Información Financiera 17 sobre Contratos de Seguros (IFRS 17), el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) decidió acceder al retraso en la aplicación de este estándar contable en un año, por lo que resultaría aplicable para la elaboración de las cuentas consolidadas de 2022 de los grupos aseguradores cotizados.

En cuanto a las medidas de supervisión, es de destacar que en diciembre de 2018 la Autoridad Europea de Supervisión de Seguros y Pensiones (EIOPA) publicó el resultado del ejercicio de pruebas de tensión o "stress test" de los grandes grupos aseguradores europeos que lleva a cabo de forma bienal. El impacto en dos de los escenarios adversos simulados es significativo, pero a nivel agregado la industria aseguradora europea dispone de fondos propios suficientes para absorberlos. EIOPA ha manifestado que tratará las vulnerabilidades que se han puesto de manifiesto en determinados grupos aseguradores a través del proceso de supervisión, en los colegios de supervisores de sus respectivos grupos.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global

Se agota el ciclo económico

Tras alcanzar su máximo cíclico en el segundo trimestre de 2018, la economía global se ha ido desacelerando gradualmente hasta alcanzar una tasa de crecimiento del producto interior bruto (PIB) cercana al 3,6% en la totalidad del año 2018, en línea con el tendencial global de la actividad económica. En este contexto, las economías emergentes crecieron en este año cerca del 4,7%, mientras que los mercados desarrollados lo hicieron en el entorno al 2,2%.

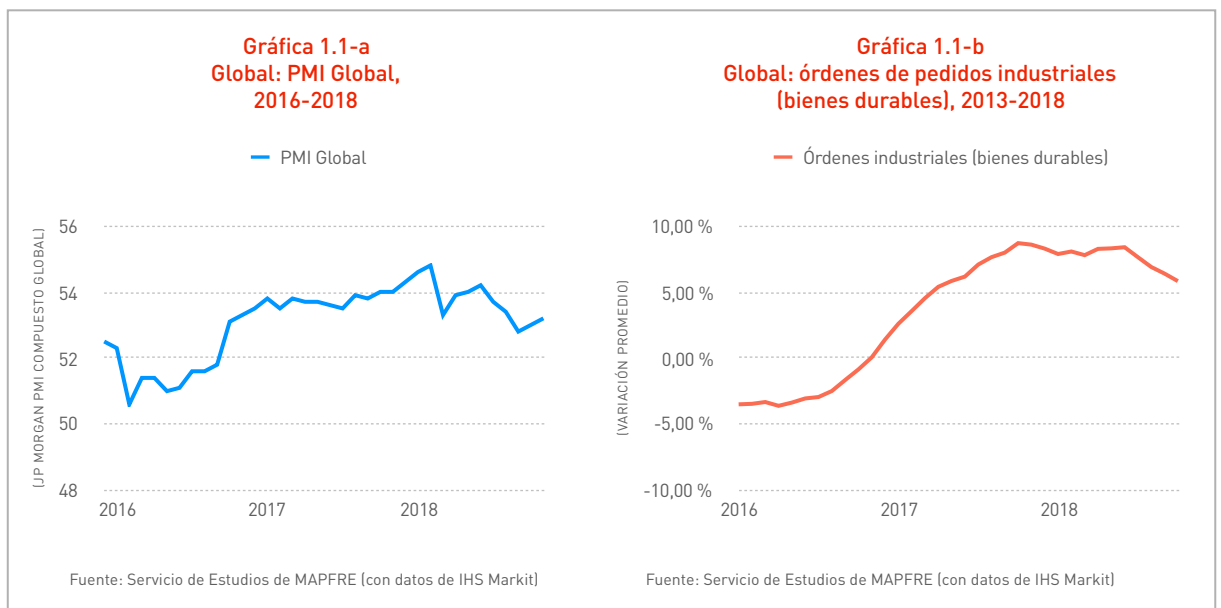
El dato de crecimiento económico del 2018 marca claramente el inicio de la senda de desaceleración gradual y ordenada que se venía anticipando desde finales del año 2017. De hecho, el crecimiento global actual se ubica 0,2% puntos por debajo del máximo alcanzado durante el último quinquenio, por lo que puede decirse que la economía global se adentra en un nuevo ciclo.

De esta forma, la desaceleración cíclica parece ser un hecho. La evolución de los índices de

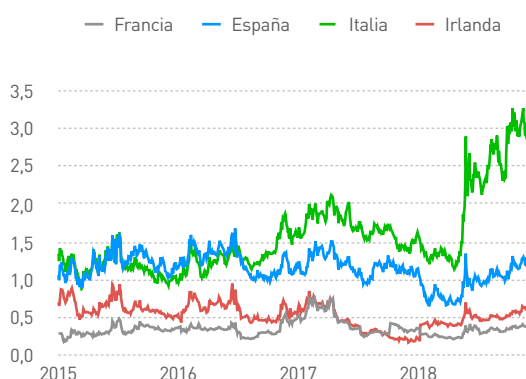
gerentes de compras (*Purchasing Managers' Index*, PMIs) a nivel global, la pérdida de dinamismo en la tasa de crecimiento de pedidos industriales, la paulatina corrección bursátil vivida desde mediados de año, la reducción de los beneficios corporativos y, muy especialmente, la corrección global de los flujos comerciales y de la inversión extranjera directa (IED), dan cuenta de ello. Todos estos son síntomas del cambio, palpable ya, en el comercio, la inversión y en las expectativas globales (véanse las Gráficas 1.1-a, 1.1-b, 1.1-c, 1.1-d y 1.1-e).

Estados Unidos: el protagonista

A nivel global, mientras que en el caso de la actividad comercial la corrección se debe, en parte, a la retórica comercial imperante entre Estados Unidos y China, en el caso de la corrección de la IED (-41% en 2018) esta refleja sobre todo el repliegue de la actividad protagonizada por Estados Unidos, que repatría beneficios de sus filiales en anticipación al cese de las ventajas fiscales activadas por la administración Trump¹. Estas ventajas y sus efectos se agotan paulatinamente, sin además ofrecer visos de poder ser renovadas dadas las restricciones derivadas de su deuda pública²,

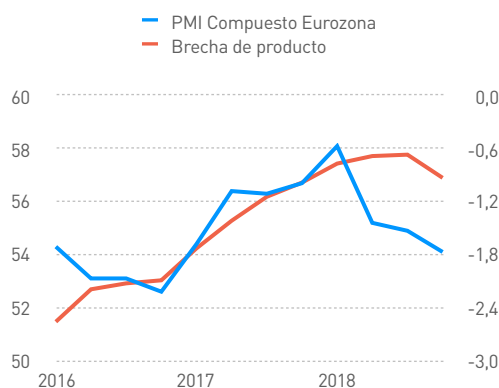


Gráfica 1.1-c
Economías seleccionadas: prima de riesgo, 2015-2018



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

Gráfica 1.1-d
Eurozona: PMI europeo vs ciclo económico, 2016-2018



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

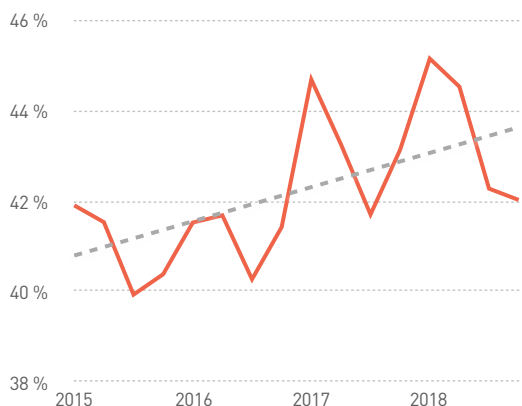
con el consiguiente efecto en la actividad doméstica.

Al mismo tiempo, Estados Unidos alienta aún más la repatriación de flujos de inversión de cartera desde países emergentes ante la normalización del balance de la Reserva Federal y el incremento de tipos de interés de largo plazo (el de 10 años está en su máximo desde 2008), lo que tiene efectos en las condiciones financieras, el tipo de cambio y la actividad de los países emergentes altamente integrados con el sistema financiero estadounidense sea por tipos de interés y/o por

tipos de cambio, con efectos sobre su nivel de endeudamiento en dólares y en su cuenta corriente (más aun en un contexto de menores ingresos por materias primas).

De manera simultánea, la dialéctica comercial entre Estados Unidos y el resto del mundo manifiesta ya sus primeros efectos sobre el comercio global, especialmente a través del canal de expectativas que afecta a la inversión y al tipo de cambio. La tregua temporal³ acordada entre Estados Unidos y China durante la cumbre del G20 en Argentina, ha suavizado levemente la situación pero no ha eliminado el problema.

Gráfica 1.1-e
Europa: comercio intraeuropeo (suma de las exportaciones y las importaciones de EU28 sobre el PIB de EU28) como % del PIB, 2015-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de EuroStat y Comisión Europea)

En esta desaceleración, la atención se centra en el avanzado momento cíclico de la economía de los Estados Unidos la cual, además, se adentra ya en la expansión más larga (pero menos intensa) de su historia. De esta forma, como se adelantaba en nuestro reporte del año pasado, en estos momentos Estados Unidos ya protagoniza el cambio de ciclo tanto en nuestro escenario base como en nuestro escenario de riesgo.

Hacia adelante

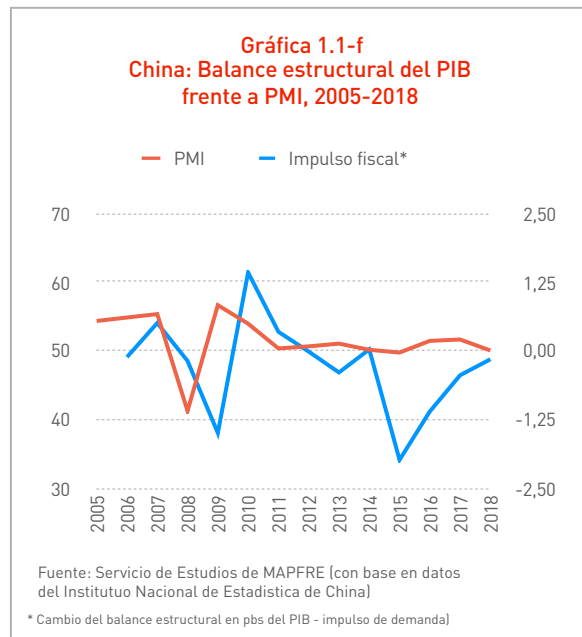
Hacia adelante, es posible prever que 2019 se caracterice por una desaceleración económica global con tres características: (i) crecientemente asincrónica y frágil; (ii) menos intensa en actividad e inflación, y (iii) con condiciones financieras menos favorables y divergentes.

En el escenario base de este informe, se prevé que esta desaceleración sea suave y ordenada puesto que por el momento no hay indicios de desajustes sustanciales en los balances de los agentes⁴ que puedan provocar un ajuste de dimensiones sistémicas para la actividad y variables nominales globales. Dicho sea esto, los riesgos latentes avisados hace un año no sólo se mantienen, sino que en algunos casos han cobrado mayor probabilidad (véase la Gráfica 1.1-g). En este sentido, destacan los derivados de la gobernanza económica y política exterior global, con especial protagonismo, pero no exclusivamente, de Estados Unidos. Estos riesgos cobran mayor relevancia dada la naturaleza y localización de algunos desequilibrios regionales⁵, todos ellos producto directo o indirecto de una política económica global claramente procíclica (véase el Recuadro 1.1-a).

Actividad económica

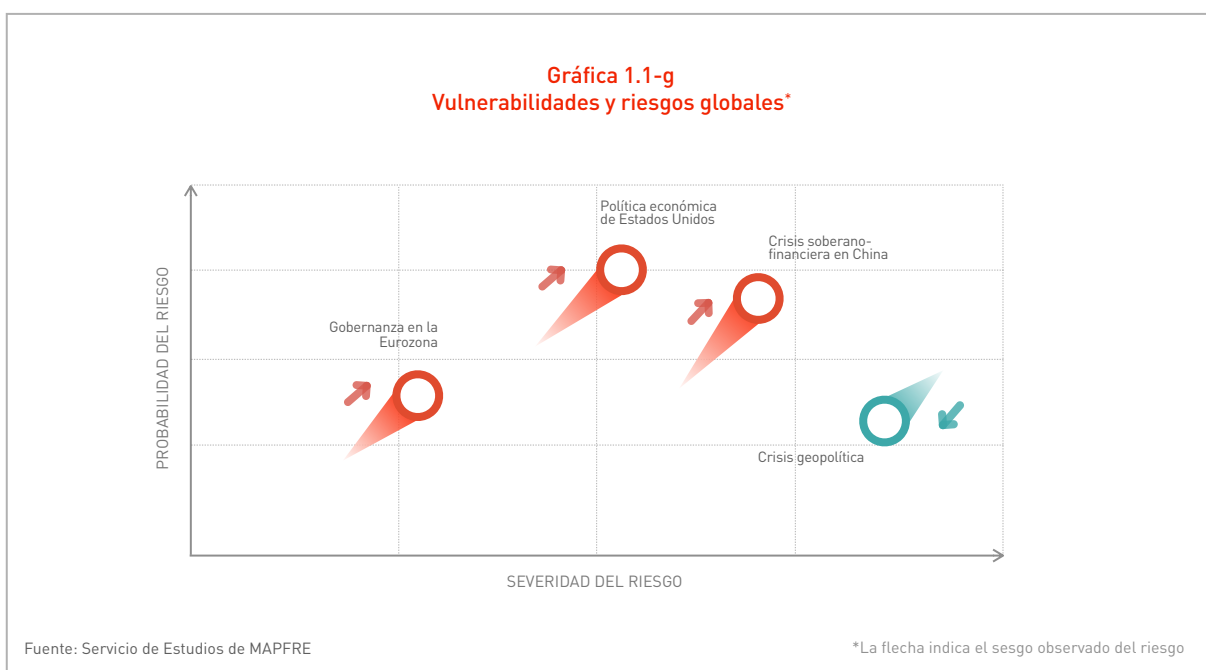
La previsión de crecimiento global en 2019 se ubica aproximadamente en 3,3%, lo que claramente sitúa la brecha de producto global aproximadamente en -0,3%. La aportación al crecimiento de los mercados desarrollados y emergentes será similar, pero con sesgos de mejora para los mercados emergentes con respecto al año anterior y peor para los mercados desarrollados.

Así, los mercados desarrollados crecerán por debajo de 2%, apoyados en la demanda domés-



tica que en parte sustituirá al sector exterior gracias al desarrollo de la renta real, al estrecho mercado laboral, las aún laxas condiciones financieras, y un amplio efecto riqueza real y financiera que apoye el consumo. Todo ello en un contexto de poco apalancamiento privado, en general, en los países desarrollados.

Los mercados emergentes⁶, por su parte, crecerán en el entorno inmediatamente inferior al 5%, apoyados en condiciones financieras globales que podrían ser menos desfavorables cuando se relaje el efecto de la depreciación de



Recuadro 1.1-a Coordinación de políticas monetaria y fiscal y su efecto en el ciclo económico

Políticas monetaria y fiscal y ciclo económico

Los datos macroeconómicos más recientes parecen indicar el agotamiento del impulso económico una vez alcanzada su tendencia. Sin embargo, esta desaceleración del ritmo de actividad no implica su agotamiento en términos de contracción, sino una suavización en las tasas de crecimiento. A este escenario, se unen fuentes de riesgo como fricciones comerciales, ajustes en mercados emergentes, elevados ratios de deuda y tensiones geopolíticas que se han trasladado a los mercados financieros en forma de correcciones y volatilidad. De esta forma, el punto de inflexión en el crecimiento global que venía observándose de manera generalizada (diferido en el caso de la economía estadounidense a través de la reforma fiscal) podría darse como “descontado” al cierre de 2018.

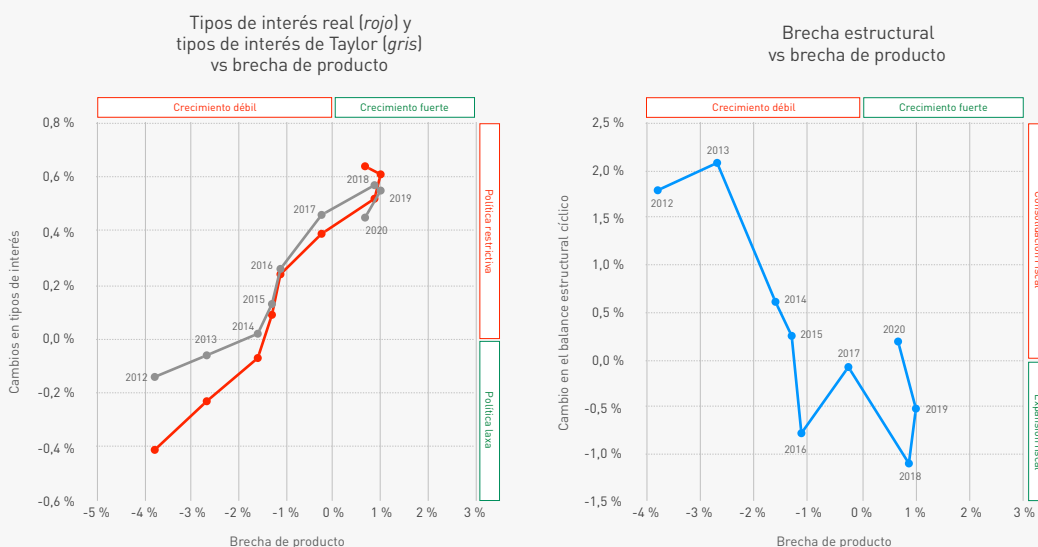
En este sentido, y de cara a 2019, para entender divergencia actual conviene observar la evolución de las diferentes economías, así como las discrepancias en términos de coordinación entre las políticas monetaria y fiscal.

Estados Unidos

En 2012 la economía estadounidense parte de una brecha del producto negativa contrarrestada a través de políticas monetarias ultra-laxas (vía reducciones de tipos de interés y ampliaciones de balance) como dicta la teoría sobre políticas contra-cíclicas.

En el plano fiscal, las políticas fueron de corte levemente restrictivo, con un balance estructural más ajustado que el tendencial, lo cual resulta inconsistente con la teoría económica. A medida que la brecha de producto ha ido cerrándose, la política monetaria ha acompasado su tono de laxitud inicial hacia una dimensión neutra. Sin embargo, la reforma fiscal de la administración Trump, y un cierto retardo en la senda de normalización de la política monetaria marcada por la regla de Taylor, ha hecho que el que en un principio se vislumbraba como un tono estabilizador de las políticas económicas, adopte un cierto carácter pro-cíclico, actuando como un amplificador del momento del ciclo económico (véase la Gráfica A).

Gráfica A.
Estados Unidos: tipo de interés real, tipo de interés de Taylor y balance estructural vs brecha de producto*



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

* Variables expresadas en diferencias

Recuadro 1.1-a (continuación)
Coordinación de políticas monetaria y fiscal
y su efecto en el ciclo económico

Eurozona

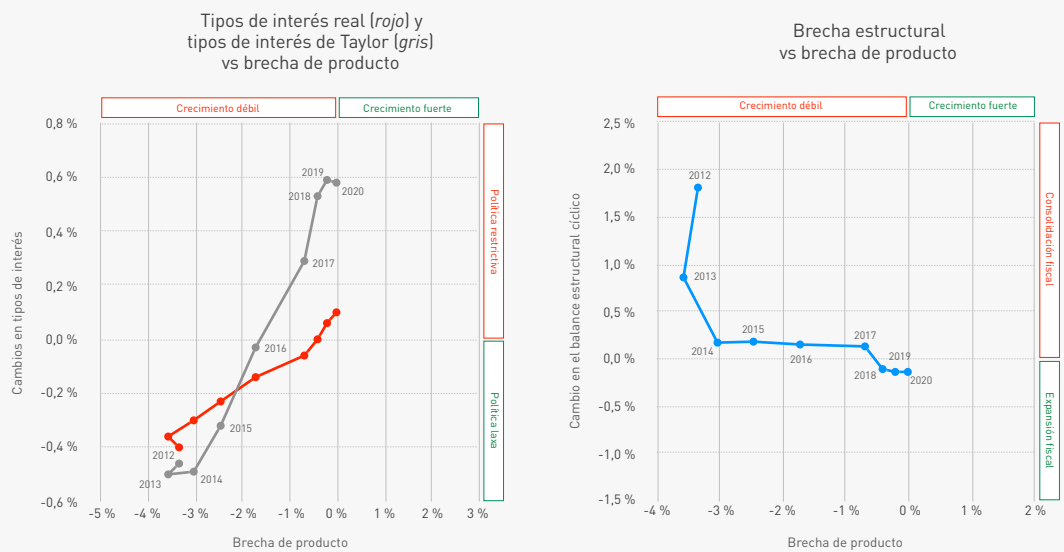
La idiosincrasia de la Eurozona hace especialmente complejo el estudio de la política fiscal en el bloque. La unión económica está lejos de considerarse una entidad supranacional con poder político, de modo que los países miembros conservan su soberanía en materia fiscal y de gasto público. Pese a que el estudio conjunto de los datos oculta divergencias en cuanto a la política fiscal ejecutada por cada país miembro, pueden concluirse una serie de pautas comunes. En 2012, la Eurozona parte de un balance estructural fuertemente negativo y por debajo de su tendencia (políticas fiscales expansionistas contra-cíclicas), el cual era coincidente con una brecha de producto cercana al -3,5%, y que en los años posteriores se revierte a través de la implementación de “medidas de austeridad” con contención del gasto y aumento de la capacidad recaudatoria. Sin embargo, a pesar del paulatino acercamiento al crecimiento tendencial, las políticas fiscales se estancan tomando un tono anti-cíclico. En lo relativo a la política monetaria, La Gráfica

B muestra claramente cómo las decisiones monetarias del Banco Central Europeo parecen pecar de conservadoras. El tipo de interés nominal ideal, marcado por la regla de Taylor, indica que el tipo de interés debió haber bajado de forma más aguzada en períodos de estancamiento económico. En contrapartida, en un momento en el que la tendencia del producto interior bruto se dirige claramente hacia su tendencia, parece necesario un mayor dinamismo en la normalización de la política monetaria.

Mercados emergentes (ex-China)

Las políticas fiscal y monetaria de los mercados emergentes han sido históricamente pro-cíclicas. Esto ha contribuido a exacerbar los efectos del ciclo económico (*when-it-rains-it-pours*) y ha inducido una fuente adicional de volatilidad (Carneiro & Garrido, 2015). En materia fiscal, las finanzas públicas de los mercados emergentes suelen estar estrechamente ligadas a la disponibilidad de financiación. Así, el acceso a los mercados de capitales es una condición necesaria para la implementación de impulsos fiscales.

Gráfica B.
Eurozona: tipo de interés real, tipo de interés de Taylor y balance estructural vs brecha de producto*

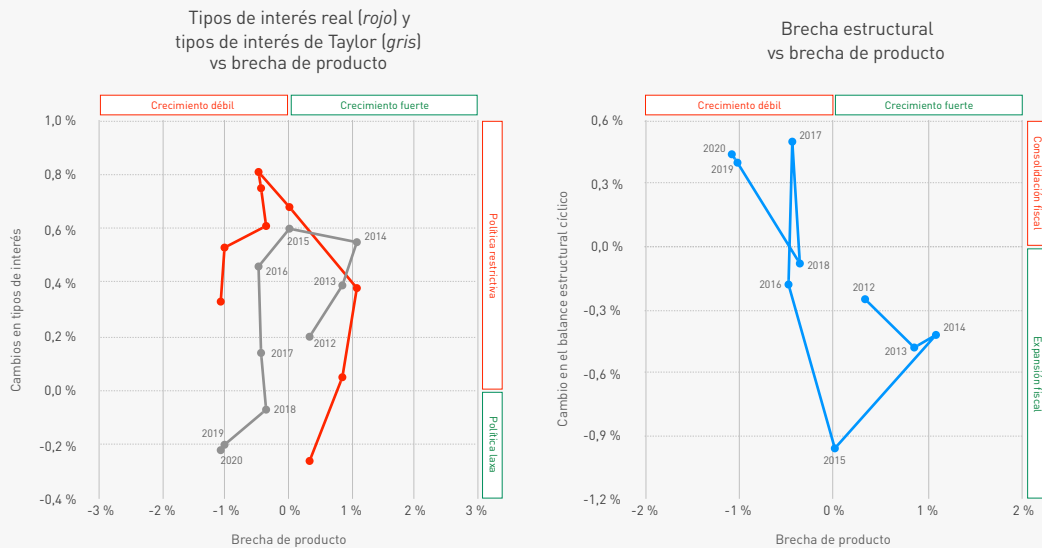


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

* Variables expresadas en diferencias

Recuadro 1.1-a (continuación)
Coordinación de políticas monetaria y fiscal
y su efecto en el ciclo económico

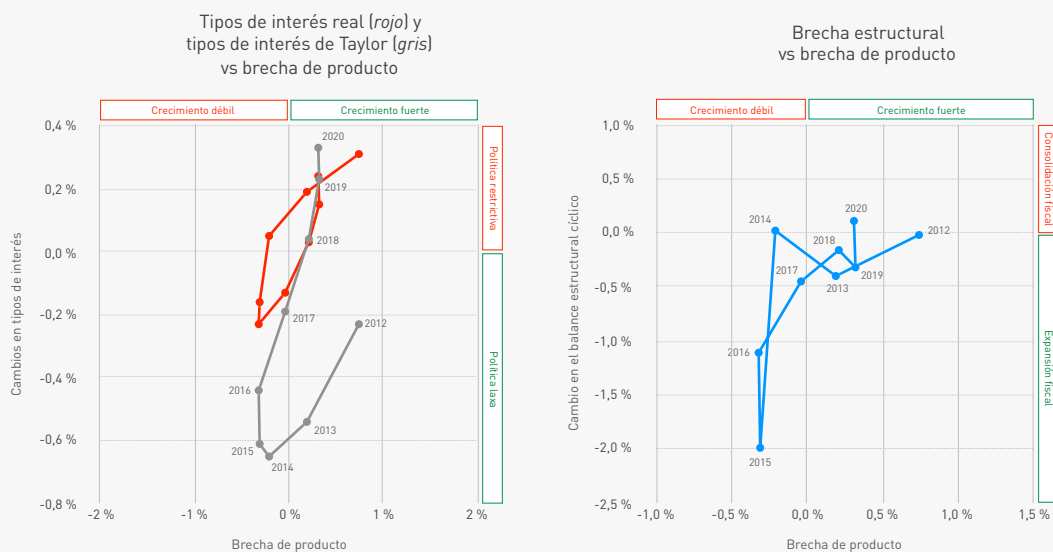
Gráfica C.
 Mercados emergentes (ex-China): tipo de interés real, tipo de interés de Taylor y balance estructural vs brecha de producto*



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

* Variables expresadas en diferencias

Gráfica D.
 China: tipo de interés real, tipo de interés de Taylor y balance estructural vs brecha de producto*



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

* Variables expresadas en diferencias

Recuadro 1.1-a (continuación)
Coordinación de políticas monetaria y fiscal
y su efecto en el ciclo económico

A su vez, la capacidad de acceso a los mercados financieros viene altamente determinada por la percepción de solvencia fiscal del país, la cual es más endeble en momentos de recesión. Por otro lado, el perfil exportador de materias primas aumenta el carácter pro-cíclico, debido a la merma de los ingresos fiscales derivados de las fluctuaciones en sus precios. En este sentido, y a pesar de los esfuerzos acometidos desde la crisis de 2008 por revertir este sesgo, el descenso del precio de las materias primas en un contexto de desaceleración global, sumado al resurgimiento de políticas proteccionistas y a las dificultades para acceder a los mercados de capitales, indican que los mercados emergentes podrían estarse sumiendo en una espiral de pro-ciclicidad difícil de revertir (véase la Gráfica C).

Por el lado de la política monetaria, desequilibrios como el nivel de endeudamiento en moneda extranjera (principalmente en dólares), las posiciones de la cuenta corriente o el nivel de reservas internacionales, provocan una cierta dependencia a las condiciones monetarias adoptadas por sus acreedores, principalmente por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos. De esta forma, la acumulación de vulnerabilidades en un entorno de diacronía del ciclo económico explicaría ajustes bruscos como los vividos en Argentina y Turquía.

China

A lo largo de esta década, la política monetaria de China se ha caracterizado por presentar tipos de interés relativamente estables, oscilando entre el 2% y el 4%. Sin embargo, los cambios en los tipos de interés han sido más tenues que los recomendados por la regla de Taylor y, durante el período 2012-2015, han presentado un signo contrario al recomendado (pro-ciclicidad). A partir de 2015, coincidiendo con la corrección de la Bolsa de Shanghai, el movimiento de los tipos de interés comienza a ser consistente con la teoría económica. Esta convergencia hacia la contra-ciclicidad, se observa en la actualidad con la reducción de los tipos de interés, la relajación en los coeficientes de reservas y en los criterios de elegibilidad de los colaterales que tratan de amortiguar o moderar la caída (véase la Gráfica D).

En materia fiscal, coincide el tono mayoritariamente neutral hasta la gran expansión que tuvo lugar en 2015. En los años posteriores, la economía china realizó esfuerzos por corregir desequilibrios y por lograr una reacumulación de espacio fiscal. Sin embargo, las últimas medidas anunciadas en materia de expansión de gasto y reducción de la carga impositiva empresarial muestran el carácter contra-cíclico de la economía China.

sus monedas sufrida en 2018 y termine el acompañamiento alcista de tipos de interés en respuesta a la normalización monetaria de la Reserva Federal que ha producido la pro-ciclicidad (negativa) percibida durante el 2018 (véase el Recuadro 1.1-a). Cabe recordar que actualmente al menos 11 de los principales mercados emergentes mantienen su política monetaria en terreno restrictivo neutral/restrictivo.

Es importante destacar que el bloque de mercados desarrollados no es homogéneo. El momento cíclico de Estados Unidos, Alemania y España (entre otros), se encuentra mucho más avanzado que en Italia o Francia, por ejemplo. Y

en conjunto, la Eurozona junto a Japón, a diferencia de Estados Unidos, mantienen aún una no despreciable brecha de producto negativa, lo que en el caso de la Eurozona podría llegar a dar lugar a un renovado impulso fiscal regional⁷.

Entre los mercados emergentes, por su parte, el momento cíclico también es heterogéneo, pero hacia adelante hay tres factores que condicionarán de manera general al bloque: (i) el menor margen para el endurecimiento de las condiciones financieras derivadas de la normalización monetaria de Estados Unidos, (ii) una senda del precio del petróleo que parte de niveles más bajos de lo que se preveía hace un

año⁸, y (iii) un desempeño de China que cada vez es más moderado y que está obligando a activar nuevas políticas fiscales de corte expansivo.

Precios

De la misma manera que el momento cíclico es heterogéneo, la inflación global también lo es. Estados Unidos prácticamente ha alcanzado su (doble) objetivo implícito de actividad e inflación. Su mercado laboral, virtualmente en pleno empleo, debería garantizar mayor aceleración de la inflación subyacente, especialmente en el contexto de guerra comercial y encarecimiento de importaciones. En la Eurozona y en Japón, por el contrario, pese al repunte inicial, la inflación subyacente se mantiene anclada en el entorno de 1%, o inferior (cuando el objetivo de la Eurozona es del 2%).

Más allá de la dinámica subyacente de precios, en 2019 la inflación en general estará fuertemente influida por la reciente corrección en los precios del crudo. El Brent ha registrado una caída aproximada de 30 USD/b en el tránsito del tercer al cuarto trimestres de 2018; comportamiento atribuible a la incapacidad de los productores globales de ajustarse a un menor nivel de demanda global en el momento indicado (aunque finalmente la OPEP ha decidido reducir la producción en 1,2 millones de barriles diarios)⁹. Así, la moderación del precio del petróleo no es una buena noticia, en la medida en que 54 USD/b es reflejo en parte de la brecha de producto global. Con independencia de ello, estos efectos se trasladarán a los índices generales de precios a lo largo de la primera mitad de año.

En síntesis, actividad económica y precios dispares darán lugar a crecimientos nominales del producto dispares también, y con ello a visibles diferencias en la política monetaria global y divergencias en las condiciones financieras globales.

Política monetaria y condiciones financieras globales

El momento de política monetaria en los mercados desarrollados continúa liderado por los Estados Unidos. No obstante, en general, se enmarca entre la neutralidad de la Reserva

Federal y la laxitud del Banco Central Europeo (BCE) y del Banco de Japón (véase el Recuadro 1.1-b). Entre los mercados emergentes se distingue el tono neutral del banco central chino (PBOC) y, en términos generales, la política monetaria restrictiva del resto de los grandes países emergentes (al menos 11 de ellos) que endurecieron su postura monetaria siguiendo a la Reserva Federal, pero que ahora muestran hacia adelante un sesgo menos restrictivo.

La Reserva Federal elevó los tipos de interés nuevamente en diciembre hasta ubicarlos en 2,5%. Lo hizo pese a presiones externas, confirmando así su independencia y el hecho de que la consistencia del *forward guidance* es el objetivo principal de su Presidente, Jerome Powell. De la misma manera, sin embargo, se ha hecho explícita la necesidad de mantener la cautela con las subidas de tipos, especialmente en un contexto de fuerte sensibilidad del apalancamiento corporativo y de previsible menores ingresos dada la actual fase de final de ciclo económico en ese país. Esto ocurre, además, en el seno de un debate acerca del tipo de interés neutral/natural de la economía¹⁰, en el que se discute si este se encuentra más cerca del 3% o del 3,5%. La primera opción (que constituye el escenario base de este informe y del mercado) permite menor recorrido a los tipos de interés dentro del terreno neutral de la política monetaria en 2019, en tanto que la segunda requiere suponer que la brecha de producto de la economía es mayor de lo que se creía¹¹. Nuestra opinión es que dado el momento cíclico y las expectativas de inflación ancladas, los tipos de interés en 2019 no superarán la tasa neutral (que situamos en el 3%¹²), por lo que prevemos no más de dos subidas en el año (en total 50 puntos básicos).

El BCE, por su parte, en su reunión de diciembre dio por terminada la compra de activos manteniendo, por el momento, solamente la reinversión del principal. Además, dio señales de estar dispuesto a dejar el tipo de referencia sin tocar más allá del verano, abriendo la posibilidad de que se normalicen balances y se suba el tipo de depósito antes de que lo haga el tipo de política monetaria. De esta forma, el sesgo del BCE es aún laxo en su política monetaria, en especial dado el rápido deterioro de la actividad y la inflación subyacente en casi toda la región.

Recuadro 1.1-b
Tipo de cambio, política monetaria y ciclo económico

Banco Central Europeo

El Banco Central Europeo (BCE) anunció el 13 de diciembre que los tipos de interés se mantendrán constantes (0% y -0,4%, respectivamente) cuando menos hasta el segundo semestre de 2019. En lo relativo al programa de compra de activos, el BCE pone fin a la etapa de adquisición neta e inicia la reinversión de los principales para asegurar la liquidez sin descartar la posible convivencia de este mecanismo con el de variaciones en los tipos de interés.

En términos macroeconómicos, el BCE confirma las previsiones a la baja por el aumento de los riesgos tanto globales y como internos en la Eurozona, deteriorándose una vez más las perspectivas relativas a normalización de tipos de interés. Muestra de ello es la pendiente de la curva de tipos de interés observable a través de los diferenciales entre los 2-5 y los 2-10 años. El hecho de que los tipos de interés se descompongan en una cotización a largo de prima por plazo (inflación) y otra a corto de expectativas (tipos de política monetaria), permite interpretar una cierta fatiga en el sentimiento percibido (véase la Gráfica A).

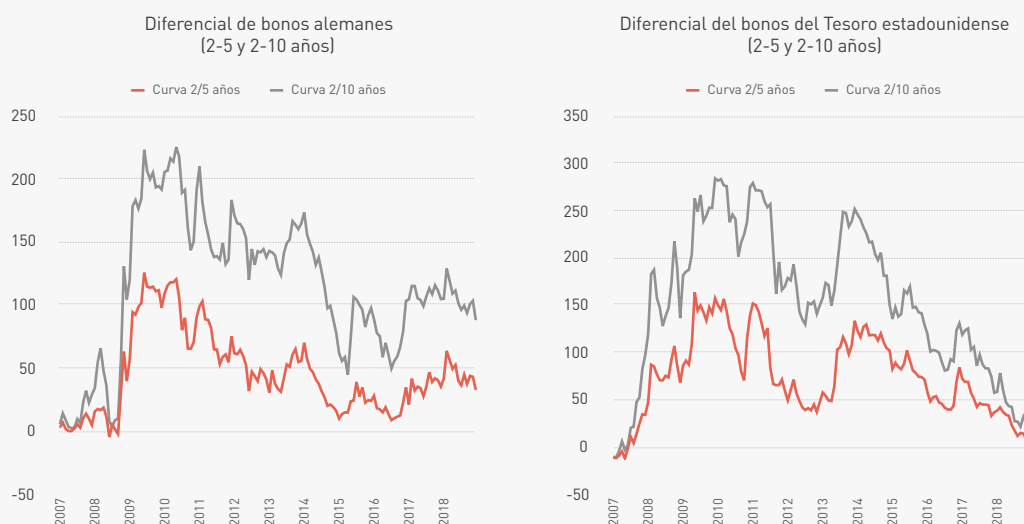
El deterioro de la posición cíclica de la Eurozona y el escaso “umbral de dolor” de las economías con reducido margen fiscal ante la normalización monetaria, podría alejar más allá del verano de 2019 las perspectivas de aumento del precio del dinero.

Reserva Federal

En el caso del banco central estadounidense, el 19 de diciembre volvió a la elevar los tipos de interés hasta el rango del 2,25-2,50%, manteniendo el ritmo de reducción de balance en los 50 millardos de dólares mensuales.

Las proyecciones macroeconómicas señalizan la desaceleración del crecimiento de la economía de los Estados Unidos, rebajando 2 décimas las proyecciones de 2019 hasta el 2,3%, y un descenso en las expectativas de inflación como venían indicando el *break even* de los bonos estadounidenses en los últimos meses. La suavización del tono en las últimas intervenciones del presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, comienza a reflejarse tanto en la pendiente de la curva de tipos estadounidense (negativa en el tramo de 2-5 años y

Gráfica A.
Alemania y Estados Unidos: curvas de tipos de interés de bonos de 2-5 y 2-10 años, 2007-2018



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

Recuadro 1.1-b
Tipo de cambio, política monetaria y ciclo económico (continuación)

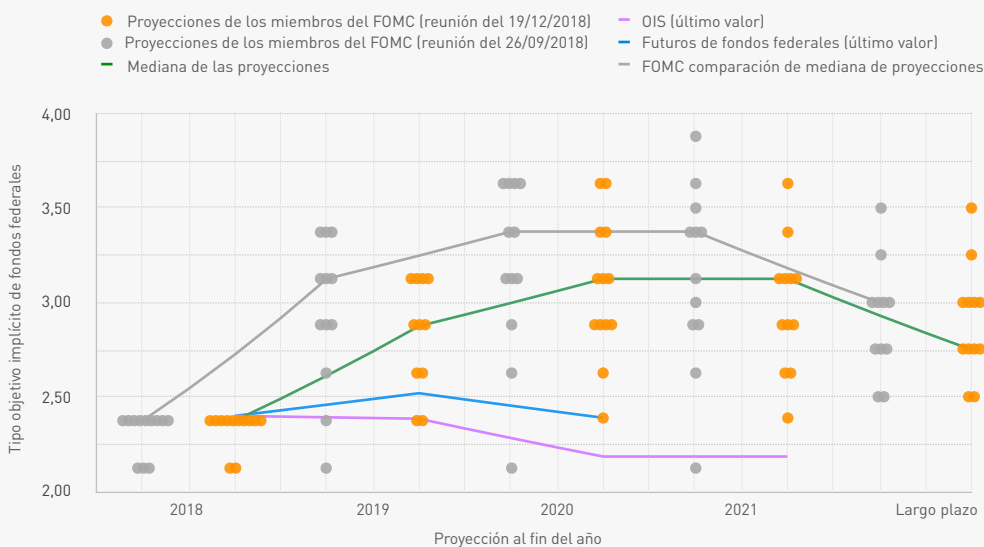
con escasos puntos en el tramo de 2 a 10 años), como en las *dot plot* publicadas (véanse las Gráficas A y B), ganando enteros las probabilidades de pausar la normalización en 2019 y a la espera de una mejor medición del momento cíclico real de la economía de Estados Unidos una vez diluidos los efectos de la reforma fiscal, al alcanzar el rango del 3% previsto.

Perspectivas para 2019

Los bancos centrales afrontan un año crítico en 2019, en términos de la pérdida de dinamismo económico e inmersos en un proceso de normalización monetaria donde cualquier paso en falso podría trasladarse a los mercados en forma de mayor volatilidad.

En este sentido, la Reserva Federal de los Estados Unidos marcará las pautas de una política monetaria menos restrictiva, en línea con la desaceleración económica. Por su parte, su homólogo europeo, el BCE, tendrá que decidir si aprovecha la ventana de oportunidad que quedaría abierta para normalizar los tipos de interés y reaccumular espacio de política monetaria ante la previsible pausa de la Reserva Federal, o si, por el contrario, posterga la normalización acercando su política monetaria hacia el “*new normal*” de tipos de interés bajos que caracteriza al Banco Central de Japón.

Gráfica B.
Dot Plot de la Reserva Federal de los Estados Unidos (19/12/2018)



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

Por otro lado, dado que la Reserva Federal mantiene su programa de venta de activos en 50 millardos de dólares mensuales y el BCE solamente reinvierte el principal, cabría esperar en el entorno de la normalización de balances global actual que el saldo neto del flujo activos/liquidez global sea negativo en la

segunda mitad de 2019, con dos consecuencias. Primero, presiones adicionales al alza en los tramos largos de la curva de tipos de interés, por lo que en términos agregados la pendiente de la curva global de tipos (y no solamente la estadounidense) debería perder el aplanamiento actual. Y segundo, un margen de maniobra

adicional en la política monetaria global, por ejemplo si Estados Unidos decidiera suavizar su programa de venta de activos para animar la inversión sin tocar el tipo de interés de referencia. Así, el tono neutral de la Reserva Federal y laxo del BCE, será un factor que contribuirá a mantener el USD relativamente apreciado frente al Euro (esperamos un tipo de cambio a finales de 2019 cerca del 1,18, mientras que el tipo de cambio de equilibrio lo estimamos en el rango de 1,20–1,25).

En los mercados emergentes, por su parte, el espectro de la política monetaria es inverso. Va desde la neutralidad/laxitud actual del banco central chino, hasta la restricción monetaria de los bancos centrales de Argentina, Turquía, México e Indonesia, entre otros. China redujo el ratio de reservas requeridas a su sistema financiero en diciembre, impactando a su tipo de interés, el cual se aproximó al 2%, por debajo de su tipo neutral, aunque esto ya ha corregido volviendo al 3%. Los bancos centrales del resto de los mercados emergentes, en general, endurecieron su política monetaria en respuesta a *shocks* internos (Turquía, Argentina, Sudáfrica) o en respuesta a la política monetaria de la Reserva Federal durante el 2018. El sesgo para 2019 en ambos casos, sin embargo, parece ser en sentido contrario. Por una parte, de China es esperable que retome niveles de tipos de interés similares a los que había a inicios de 2018, en especial para acomodar el renovado impulso fiscal, mantener la estabilidad financiera y el necesario desapalancamiento. Y, por otra parte, en el resto de los principales mercados emergentes (que terminan sus ciclos políticos y podrían enfrentar menores presiones alcistas de la Reserva Federal) no se esperan aumentos relevantes de tipos de interés, aunque sus condiciones de fondeo permanecerán relativamente restrictivas por efecto del tipo de cambio, el nivel de riesgo país y los aún elevados tipos de interés domésticos y en dólares.

Una oportunidad para revertir la pro-ciclicidad

Del Recuadro 1.1-a relativo a políticas macroeconómicas y su efecto en el ciclo, puede extraerse la conclusión de que el camino hasta el momento se ha recorrido en gran medida en un contexto de políticas fuertemente pro-cíclicas y que estas han tenido una fuerte

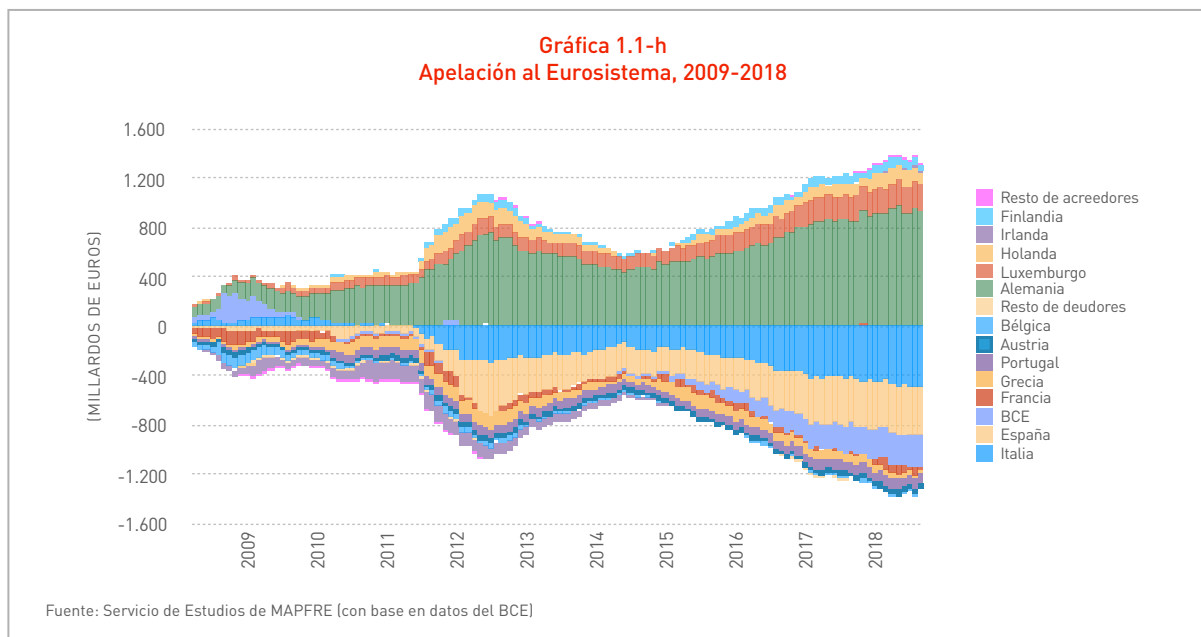
vinculación con el papel que ha desempeñado la política económica de los Estados Unidos.

El crecimiento de la economía estadounidense en los últimos años se ha sustentado en fuertes impulsos fiscales promovidos por la administración Trump en un contexto de laxitud monetaria (aunque se transite todavía hacia la normalización) y de brecha de producto positiva, lo que ha generado algunos desequilibrios domésticos, en especial en el sector público y corporativo (deuda). Además, esta política económica ha impactado también a los mercados emergentes de menor tamaño, por cuanto que la subida de tipos de interés tuvo un efecto vía flujos de capital y precios, así como sobre las condiciones financieras de estos cuando más requerían de ese apoyo.

La política económica de los Estados Unidos ha sido pro-cíclica en el momento álgido de su crecimiento, en tanto que los mercados emergentes lo han sido en su etapa recesiva (tras haberlo sido por los mismos mecanismos en su etapa expansiva, cuando el QE de Estados Unidos estaba activo). De manera similar, China ha mantenido una excesiva laxitud fiscal y cuasi fiscal a lo largo de los últimos años (a través de la financiación a sus empresas participadas y del gasto en infraestructura), a la par que sostuvo una postura monetaria relativamente suave para mantener depreciada su moneda (en especial en el contexto de la guerra comercial y para absorber el potencial incremento de aranceles), dando lugar a una similar generación de desequilibrios, en especial en el sector residencial y en el apalancamiento corporativo¹³. Así, el resultado ha sido una acumulación de desequilibrios corrientes¹⁴ y el tensionamiento reciente de algunos de estos que podría llegar a desencadenar un ajuste nominal brusco.

De cara a 2019, la ralentización del crecimiento económico global podría revertir este patrón al suponer un escollo para el endurecimiento de la política monetaria en la Eurozona, cuyo perfil continuaría siendo acomodaticio, tomando mayor peso el uso de políticas fiscales contracíclicas que amortigüen la desaceleración, por lo que su sesgo seguiría siendo contra-cíclico por el momento. Esto cobra especial importancia al comprobar la enorme dependencia que existe vía financiación cruzada de unos países a otros dentro de la Eurozona, a modo de mu-

Gráfica 1.1-h
Apelación al Eurosistema, 2009-2018



tualización del apoyo al crecimiento (véase la Gráfica 1.1-h).

En el caso de Estados Unidos, el impulso fiscal no contaría con una ampliación del programa frenando así su carácter pro-cíclico, mientras que en lo que a política monetaria se refiere se observaría una progresiva suavización del tono a la espera de ver el desempeño de la economía y el efecto retardado que tienen las subidas de tipos de interés en la misma. En este sentido, los mercados emergentes con alta dependencia del comportamiento de la Reserva Federal se verían en cierta medida aliviados, debiendo hacer nuevos esfuerzos en materia fiscal por estabilizar el ciclo. Por último, China reactivaría la contra-ciclicidad observada por vía de la expansión fiscal iniciada en 2018, salvaguardando el todavía existente margen monetario.

Desaceleración o recesión

En el actual panorama económico global, la incógnita central pareciera ser la de discernir si se está ante un cambio de ciclo económico suave y virtuoso, capaz de ser manejado con la política económica actual y que, en última instancia, permita corregir los desequilibrios generados por la política económica global (pro-cíclica) de los últimos 5 años sin generar una nueva crisis, o si por el contrario se está ante el proceso de gestación de una nueva crisis global derivada de dichos desequilibrios y

que podría ser detonada por algunos de los elementos del balance de riesgos que se recogen en la Gráfica 1.1-g.

En nuestra opinión, la economía global se adentra en un escenario de ajuste ordenado que servirá para corregir los desequilibrios del pasado y, por el momento, no parece haber elementos que permitan anticipar una recesión global. Esta conclusión se desprende de valorar los síntomas y riesgos, y ponerlos en perspectiva, así como de aceptar que en caso de que se desatase una crisis recesiva global, esta solo podría ser creada en Estados Unidos, aunque podría verse ampliada y transmitida por las vulnerabilidades emergentes¹⁵ y las debilidades de otras regiones desarrolladas como la Eurozona. Algunos elementos permiten ahondar en esta interpretación.

Abundan las señales cíclicas que anticipan el cambio pero no son de crisis

- Reducción de la prima temporal en las curvas de tipos de interés de mercados desarrollados, en especial en Estados Unidos (natural como indicador de desaceleración, pero no siempre de inminencia de crisis, para lo que tendría que invertirse). Pesan, además, factores estructurales de largo plazo como la demografía y la desaceleración secular del crecimiento. Prueba de ello es que la

pendiente a mayor plazo (30 años) sí está repuntando.

- Crecimiento con pleno empleo que, en parte, recupera población que había dejado de ser activa, además de alentar la migración y la participación femenina.
- Elevada valoración bursátil del sector corporativo medida por precio sobre valor en libros, en este momento 50% superior a la media histórica (aunque también 15% por debajo del máximo alcanzado a mediados de año). La corrección en valor de la renta variable está siendo ordenada y en línea con un ajuste de expectativas regulado. Además, estas valoraciones excesivas acontecen en un escenario de drenaje de liquidez, por lo que no puede suponerse que sean burbujas.

Las cuentas financieras y balances de los agentes enfrentan retos

- En especial en el sector corporativo emergente apalancado en monedas fuertes, el cual puede ser sensible a un mayor endurecimiento de las condiciones financieras globales (con baja probabilidad en el momento cíclico actual, según se explicó arriba) y, en cualquier caso, incapaz de ser generador de una crisis global sino, en todo caso, transmisor del eventual *shock*.
- En parte del sector corporativo de Estados Unidos que, siendo altamente sensible a un incremento de los *spreads* corporativos y al deterioro del precio de activos soberanos (el rendimiento del bono estadounidense a 10 años está en 2,7%, el mayor en una década), podría llegar a tener problemas de solvencia y fondeo en el medio plazo (en nuestra opinión solamente ante un ajuste brusco al alza de los costes financieros y de la aversión global al riesgo, que es esencialmente el escenario de riesgo de este informe).
- El balance de las familias está saneado tras el desapalancamiento que siguió a la crisis y gracias a la revalorización de activos reales y financieros vivida con los bajos tipos de interés y la recuperación de las expectativas, además de gozar de un recurso a la renta muy superior al de hace

una década gracias al crecimiento real de los salarios (caso de los Estados Unidos).

- El endeudamiento del sector público del mundo desarrollado es muy elevado. Esto es solamente un riesgo de recesión cuando existe una retroalimentación entre el riesgo soberano y el bancario fundamentalmente, tal y como se gestó la crisis de la Eurozona en 2011. Hoy día no es así en Estados Unidos, y solamente parece representar un problema en Italia dentro de la Eurozona (véase la Gráfica 1.1-c). El proceso de resolución de bancos en este país está en plena efervescencia y la presión sobre su nivel de riesgo soberano no se ha trasladado a la periferia de la región (véase la Gráfica 1.1-c). En todo caso, el endeudamiento del sector público dificultaría la salida de una posible recesión ante la incapacidad de activar políticas contra-cíclicas, y por efectos *crowding out* y ricardianos sobre la inversión y el consumo.

Exuberancia en el precio de algunos activos

- La exuberancia en el precio de algunos activos reales (inmobiliario) es selectiva en ciudades donde no hubo desapalancamiento ni ajuste inmobiliario. No obstante, no pareciera tratarse de eventos generalizados a nivel nacional y mucho menos del mundo desarrollado. En cualquier caso, el actual entorno de tipos de interés lejanos a cero (en Estados Unidos y otras regiones, a diferencia de etapas anteriores) hace pensar que no se trate en estos momentos de una burbuja en visos de estallar (salvo en China, donde el gobierno previsiblemente implementaría medidas para evitarlo).

La gobernanza económica global enfrenta distorsiones

- Aunque el foco inmediato acerca de los peligros de la gobernanza económica global se centran en la guerra comercial y sus efectos sobre la actividad económica vía comercio e inversión, los efectos a corto plazo son difíciles de cuantificar¹⁶. Entraña mayor riesgo, sin embargo, que las instituciones se dejen presionar por una agenda política o de mercado. El caso más significativo es la presión que desde los mercados y desde la administración actual

de los Estados Unidos se ha intentado ejercer sobre la Reserva Federal (un error de política monetaria en la Reserva Federal sería el detonante de nuestro escenario alternativo de riesgo).

El escenario de riesgo

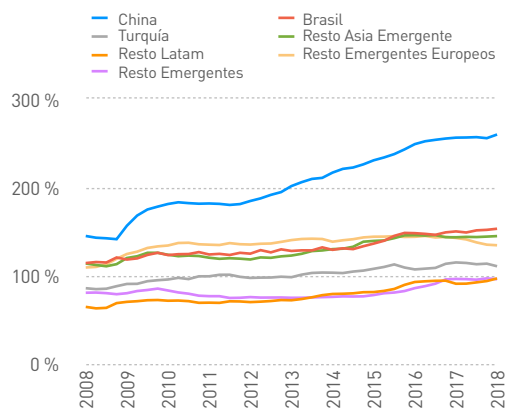
Para efectos de este informe, el escenario de riesgo se deriva precisamente de un contexto de tensión comercial y geopolítica global, incluso con un ajuste de desequilibrios, los cuales amplifican y transmiten el *shock* inicial que tendría su origen en Estados Unidos. En definitiva, se trata de una consolidación de los riesgos mostrados en la Gráfica 1.1-g, catalizados por un error (inducido) de política económica, en este caso de política monetaria.

Como en el pasado, en este informe se identifica como escenario alternativo una situación de riesgo (no "de cola", es decir no improbable) con efecto sobre la actividad económica y los precios, generando un menor crecimiento real y nominal de la demanda doméstica y, por ende, un deterioro en el desempeño del sector asegurador. Además, se trata de un escenario de riesgo porque implicaría la depreciación de todas las monedas frente al Euro, con lo que la consolidación del ejercicio de la actividad aseguradora se vería afectado también. Por último, se trata de un escenario en el que se perdería prima temporal de la curva de tipos de interés globales (al invertirse algunas como la estadounidense, o aplanarse otras como la alemana por el efecto refugio) cuyas consecuencias también se observarían en el negocio asegurador, especialmente en el segmento de Vida.

De esta forma, dicho escenario de riesgo considera los siguientes supuestos:

- Una Reserva Federal que sube los tipos sin pausa hasta alcanzar 3,50-3,75% en el primer trimestre de 2020.
- Un fuerte aumento de la aversión al riesgo global, recogido en el índice de volatilidad VIX que subiría rápidamente desde los 20 puntos actuales a 35 a lo largo del segundo semestre de 2019.
- Una caída de la bolsa del 10%, coincidiendo con el momento de mayor volatilidad.

Gráfica 1.1-i
Mercados emergentes: deuda corporativa como % del PIB, 2008-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Institute of International Finance)

- Una depreciación intencionada del Yuan como respuesta a las tensiones comerciales, que lo haría converger a los 8,0 USD/CNY en el corto plazo.
- Una recuperación de los precios del petróleo más rápida que en el escenario base, alcanzando el Brent los 85 USD/b en el primer trimestre de 2020 como consecuencia de problemas geopolíticos que afecten a la oferta.
- Una reducción de los tipos de interés (de activos refugio en Europa y del bono del Tesoro estadounidense, por motivos diferentes).

El detonante para este escenario sería una mala reacción de política monetaria por parte de la Reserva Federal (y su consiguiente reacción por parte del mercado), amplificada por los desequilibrios adquiridos durante la etapa pro-cíclica de la Reserva Federal (sobrevaloración de bonos corporativos) y ausencia de margen de maniobra en términos de política económica. El *shock* considerado en este escenario podría transmitirse por los canales de confianzas y a través de los flujos internacionales de inversión, pudiendo generar problemas de liquidez en el sector corporativo de Estados Unidos (mayor tensión de los *spreads* corporativos) y problemas de solvencia en el ámbito corporativo de los mercados emergentes (véase la Gráfica 1.1-i).

1.2 Perspectiva general y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

Se mantiene el crecimiento pero se aproxima al cambio de ciclo

La economía estadounidense sigue pujante, con un crecimiento de 3,5% t/t en el tercer trimestre que ubica la tasa interanual en 3% hasta el momento y ratifica nuestra estimación del crecimiento del PIB en el entorno del 2,9% para el 2018, por encima del crecimiento medio de los últimos cinco años y probablemente el máximo cíclico actual.

El crecimiento de la actividad se apoya exclusivamente en el buen desempeño de la demanda doméstica, impulsada por un consumo e inversión muy dinámicos. Este dinamismo encuentra apoyo en diversos factores: (i) el excelente desempeño del mercado de trabajo (prácticamente en pleno empleo) y el crecimiento de los salarios reales; (ii) las todavía favorables condiciones financieras apoyadas en tipos de interés aún bajos y en un dólar fuerte que animan al consumo y a la inversión, además de facilitar el crédito en un entorno de balances saneados de los agentes privados; (iii) un relevante efecto riqueza inducido por la revalorización residencial y financiera del último lustro, y, de manera determinante, (iv) por una política fiscal claramente pro-cíclica que estira la expansión actual hasta acreditarla como la más larga (pero también más tenue) de la historia reciente de los Estados Unidos (véase el Recuadro 1.1-a). Por el contrario, el sector exterior (a consecuencia de la renovada fortaleza del dólar, del menor dinamismo global y de las tensiones derivadas del comercio internacional) vuelve a restar a la actual expansión abundando en el ya dilatado déficit por cuenta corriente de ese país.

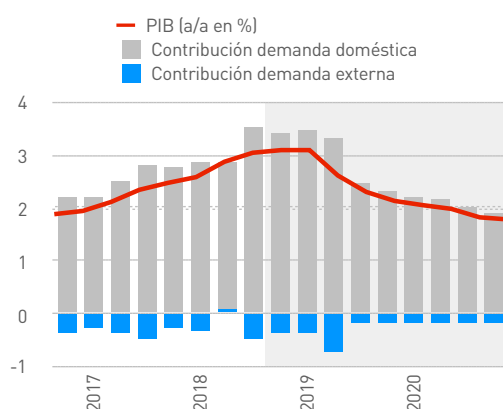
Para el 2019, se prevé la entrada de lleno en la desaceleración cíclica y ordenada de la economía de Estados Unidos. Factores como la brecha de producto (en positivo), el paro friccional, la corrección gradual de la confianza (Gráfica 1.2.1-d) y el continuado aplanamiento

Estados Unidos

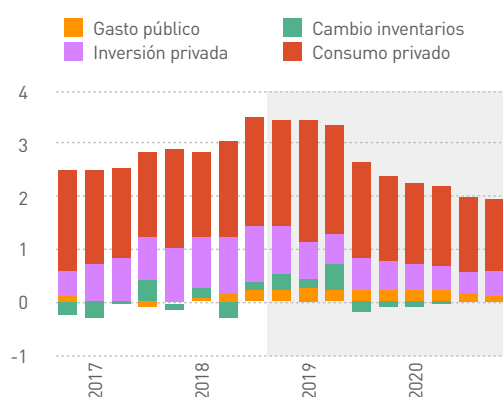
- La economía estadounidense mantiene el crecimiento, pero se aproxima al cambio de ciclo. Se prevé que el crecimiento de la actividad se desacelere hasta 2,5% en 2019.
- La política monetaria transitará de forma gradual hacia la neutralidad, manteniendo el dólar apreciado.
- El cambio de ciclo será ordenado y gradual, pero los riesgos son a la baja. El origen de un eventual ajuste brusco estaría en la gestión económica y su interpretación por parte de los mercados.

de la curva de tipos de interés que se encuentra ya virtualmente invertida, hacen previsible que la economía estadounidense se encuentre en la entrada de un cambio de ciclo. Este cambio, sin embargo, en ausencia de *shocks*, será ordenado. Así, se espera que el crecimiento económico en 2019 siga siendo positivo (2,5%), aunque en este perderán fuerza todos los factores que apoyaban a la demanda doméstica mencionados más antes, incluso el apoyo de la política fiscal. El sector exterior, por otro, lado seguirá restando al crecimiento del PIB con unas exportaciones que crecen mucho menos que las importaciones en un contexto de menor dinamismo global, incertidumbre comercial y dólar apreciado (véanse las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b y la Tabla 1.2.1).

La inflación en el 2018, por su parte, se ubica en el entorno inmediatamente anterior al 2%, con claros indicios de fortaleza de la inflación subyacente, pero con las expectativas ancladas.

Gráfica 1.2.1-a
Estados Unidos: descomposición
y previsiones del PIB


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


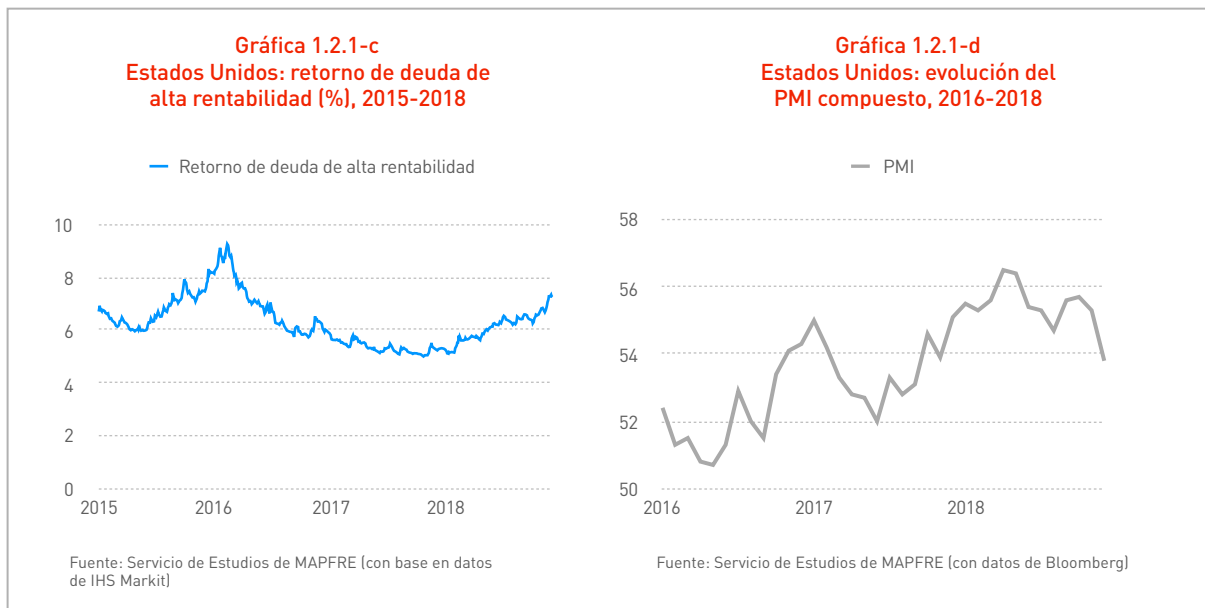
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)

Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,4	2,9	1,6	2,2	2,9	2,5	1,9
Contribución de la demanda doméstica	2,2	3,7	1,8	2,6	3,2	2,9	2,1
Contribución de la demanda externa	0,2	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2
Contribución del consumo privado	2,0	2,5	1,9	1,8	1,9	2,0	1,5
Contribución de la inversión privada	0,6	0,7	0,3	0,8	1,0	0,6	0,5
Contribución del gasto público	-0,1	0,2	0,2	-0,0	0,2	0,2	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,6	3,6	1,7	2,5	3,0	2,8	2,0
Consumo total (% a/a, media)	2,3	3,4	2,5	2,1	2,5	2,7	2,0
Inversión privada (% a/a, media)	4,9	3,3	1,7	4,0	4,9	2,8	2,2
Exportaciones (a/a en %)	4,3	0,6	-0,1	3,0	4,1	1,9	2,7
Importaciones (a/a en %)	5,1	5,5	1,9	4,6	4,7	3,6	3,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,7	5,0	4,7	4,1	3,7	3,5	3,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,2	0,4	1,8	2,1	1,9	2,2	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-5,2	-4,8	-5,3	-4,1	-6,3	-6,4	-6,7
Balance comercial (% PIB)	-4,4	-4,4	-4,2	-4,3	-4,4	-4,4	-4,4
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,7	-2,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,50	0,75	1,50	2,50	3,00	3,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,26	0,61	1,00	1,69	2,69	2,97	3,26
Tipo de largo plazo (final período)	2,17	2,27	2,45	2,40	3,15	3,16	3,49
Tipo de cambio vs USD (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,14	1,18	1,20
Crédito privado (% a/a, media)	7,7	2,3	3,5	5,2	3,9	3,9	3,7
Crédito familias (% a/a, media)	1,8	1,8	2,2	3,5	3,8	4,4	4,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	4,8	5,7	5,5	5,9	7,5	5,6	3,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,8	2,2	4,4	2,9	2,6	2,6	1,7
Tasa de ahorro (% , media)	7,3	7,6	6,7	6,7	6,6	5,7	5,7

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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



Para 2019, se espera una leve aceleración de la inflación general que ubicará el dato de precios cómodamente en el objetivo implícito de la Reserva Federal.

Tras la reunión de política monetaria del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal en diciembre 2018 (véase el Recuadro 1.1-b), la política monetaria de Estados Unidos se ubica en la transición entre la laxitud y la neutralidad. EL FOMC subió los tipos de interés 25 puntos básicos hasta ubicar las tasas en 2,5%, lo que representa desde el punto de vista del precio del dinero una postura laxa dado el ciclo actual. Sin embargo, la normalización del QE sigue su curso, vendiendo activos por valor de 50 millardos de dólares al mes. Ambas cuestiones, en conjunto, ubican el tipo de interés sombra de la economía estadounidense en zona neutral. Dada la tesitura de cambio de ciclo actual, J. Powell ha extremado la cautela y ancla el *forward guidance* en la neutralidad de los tipos de interés, lo que ratifica nuestra visión de que estos alcanzarán como mucho el umbral neutral, que ubicamos en un 3%. Se esperarían, por tanto, dos subidas más en la transición del segundo al tercer trimestre del año, de 25 puntos básicos cada una. A partir de esa fecha, prevemos que se mantendrá el tipo de interés en el 3% hasta más allá de 2019. De esta forma, se conseguiría el triple objetivo de: (i) no provocar una contracción de la actividad económica; (ii) ganar espacio de política monetaria en caso de crisis (teniendo margen para bajar los tipos de interés y ventas de

activos), y (iii) comenzar a revertir la prociclicidad en la que se ha abundado en los últimos años acompañando, además, la suavización del menor impulso fiscal.

La postura monetaria neutra (pero visiblemente más restrictiva que en la Eurozona, Japón y China) mantendrá al dólar apreciado y por encima de su equilibrio durante el 2019. Se espera que el USD/EUR se sitúe en 1,18 a final de 2019 (cuando el tipo de cambio de equilibrio se ubicaría más cerca de 1,25). El dólar, además, se mantendrá apreciado frente al resto de monedas emergentes, en especial de América Latina, pero la presión por una mayor apreciación se diluirá.

Los riesgos para la economía estadounidense se derivan fundamentalmente de la política económica actual y del momento cíclico. Por otro lado, el elevado endeudamiento público, los problemas para gestionar las restricciones del techo de la deuda, los avisos de las instituciones calificadoras como Fitch o Moody's sobre la posibilidad de perder el AAA en la deuda soberana y los efectos (directos e indirectos) de la guerra comercial, son elementos que sesgan el balance de riesgos a la baja y que eventualmente podrían transformar el escenario de ajuste cíclico ordenado descrito, en un ajuste recesivo.

1.2.2 Eurozona

Persiste la atonía cíclica

La Eurozona constata la desaceleración avistada ya desde el segundo trimestre del año 2018, después de haber alcanzado el máximo cíclico en la transición entre 2017 y 2018. Los datos más recientes en el tercer trimestre para Alemania (-0,2% t/t) e Italia (-0,1% t/t), anticipan un crecimiento de la Eurozona en 2018 que no superará el 1,9% (lejos del 2,5% de 2017), y dados los indicadores más adelantados como los PMIs la desaceleración está en visos de continuar durante el 2019. De esta forma, no se prevé un crecimiento superior al 1,7% durante este año, perpetuando una brecha de producto negativa (creciendo por debajo del potencial), la cual, aunque recuperó, no ha llegado a cerrarse (véase las Gráficas 1.2.2-c y 1.2.2-d, y la Tabla 1.2.2).

Lo anterior implica que en Europa no se trata tanto de un cambio de ciclo sino un mantenimiento de la atonía manifestada hasta ahora. Así, el crecimiento esperable del PIB para el 2019 se apoyará en un consumo e inversión algo más lastrados por peores expectativas (incertidumbre), el deterioro de los mercados de exportación (Gráfica 1.1-e) y una desaceleración en la creación de empleo. Por otra parte, el mercado de exportación fuera de la Eurozona se verá resentido por los efectos indirectos de la retórica arancelaria actual, así como por la apreciación del Euro

Eurozona

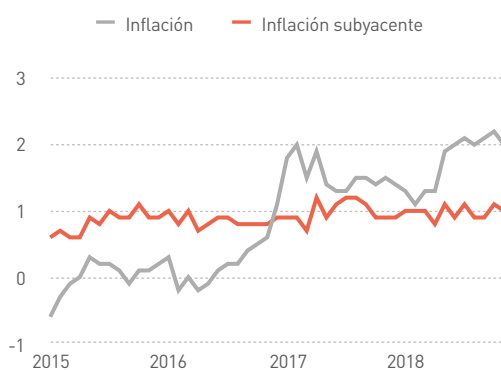
- La Eurozona perpetúa su atonía cíclica, adentrándose aún más en un crecimiento por debajo del potencial.
- La política monetaria permanecerá en terreno laxo pese a la gradual normalización del QE.
- Los riesgos de Europa son a la baja y de naturaleza soberano-financiera, pero no se anticipan signos de contagio.

(que se prevé se apreciará frente a todas las monedas menos el USD).

La mayor atonía de la actividad se traducirá también en el continuismo de una inflación subyacente (Gráfica 1.2.2-a), en torno al 1,4% para 2019 (aún lejos del objetivo del Banco Central Europeo, BCE), y que salvo *shocks* externos no dará para que la inflación general de la Eurozona supere el 1,5% en este año.

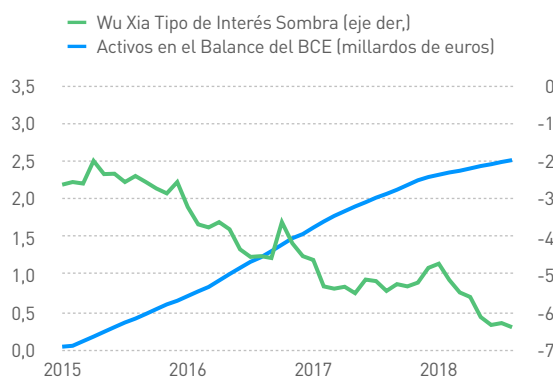
El BCE, en su reunión de diciembre (véase el Recuadro 1.1-b), dio por terminado su programa de compra de activos y se comprometió por el momento a la reinversión del principal, por lo que el tamaño del QE permanecerá estable. En esta misma reunión permeó el mensaje de que el BCE estaba dispuesto a retrasar la subida de tipos de interés incluso después de normalizar

Gráfica 1.2.2-a
Eurozona: inflación base y subyacente (% a/a), 2015-2018



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

Gráfica 1.2.2-b
Eurozona: QE vs tipo de interés sombra, 2015-2018



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

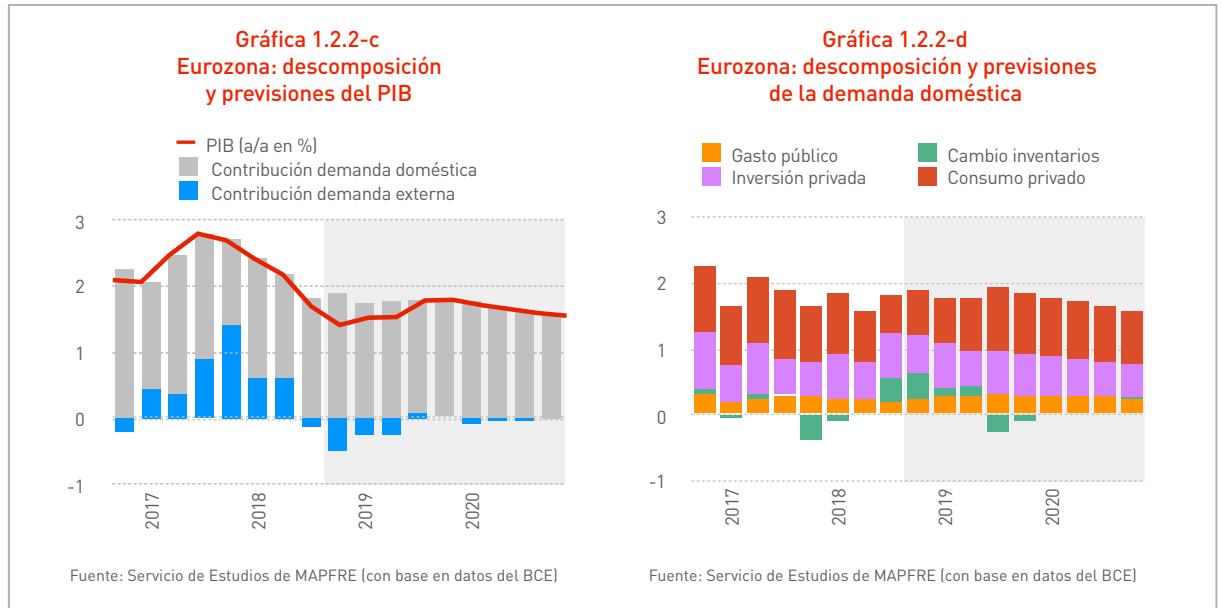


Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	1,4	2,0	1,9	2,5	1,9	1,7	1,6
Contribución de la demanda doméstica	0,8	2,2	2,3	1,7	1,8	1,7	1,7
Contribución de la demanda externa	0,6	-0,2	-0,4	0,8	0,2	-0,1	-0,0
Contribución del consumo privado	0,5	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8
Contribución de la inversión privada	0,1	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5
Contribución del gasto público	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,3	2,3	2,4	1,8	1,8	1,8	1,7
Consumo total (% a/a, media)	0,9	1,6	1,9	1,6	1,3	1,5	1,5
Inversión privada (% a/a, media)	1,7	4,6	4,0	2,9	3,1	3,0	2,6
Exportaciones (a/a en %)	4,7	6,3	3,0	5,4	2,7	3,2	3,2
Importaciones (a/a en %)	4,8	7,4	4,2	4,1	2,6	3,7	3,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,4	10,5	9,7	8,7	8,0	7,6	7,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	0,2	0,7	1,4	1,8	1,4	1,7
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-2,0	-1,6	-1,0	-0,3	-0,8	-0,8
Balance comercial (% PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impulso fiscal (% PIB)	0,1	0,3	0,6	1,0	1,5	1,0	0,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,5	2,9	3,2	3,2	2,9	2,8	2,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,39	-0,15	0,18
Tipo de largo plazo (final período)	1,34	1,20	1,04	0,91	1,19	1,68	2,32
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,14	1,18	1,20
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-0,2	0,9	1,7	2,7	2,7	3,2	3,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,0	8,4	2,3	0,6	1,5	2,1	2,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,3	17,2	3,0	-1,3	1,7	2,7	2,2
Tasa de ahorro (% , media)	12,6	12,5	12,4	11,9	12,1	12,3	12,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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

el tipo de depósito y de comenzar a vender activos de su balance (Gráfica 1.2.2-b). Esto resulta consistente con la atonía de precios y actividad que se espera hacia adelante. Incluso, ante la incertidumbre política que se avecina (Brexit, elecciones al Consejo, Parlamento y Comisión Europeos) y frente a las crecientes tensiones a nivel soberano que comienzan a emerger (Italia y Francia), el BCE podría estar barajando moderar la normalización monetaria, o al menos no subir tipos de interés hasta el año 2020 (escenario central de este informe).

Los riesgos regionales más evidentes provienen de los conflictos soberanos, en especial en Italia, aunque crecientemente también en Francia en donde se cuestiona nuevamente la política vigente. En el marco de la Unión Europea, una posición contestataria de Italia con respecto a su déficit público, unido a los problemas de solvencia de su sistema bancario, están traduciéndose en incrementos de su prima de riesgo pese a que por el momento no ha habido contagio (Gráfica 1.1-c).

1.2.3 España

El crecimiento económico se desacelera

El crecimiento en España en el tercer trimestre de 2018 fue 2,5%, lejos ya del máximo del valor alcanzado en la transición 2017 y 2018. Con este dato, se ratifica la previsión de inicios de año en el sentido de que la economía española crecería en 2018 cerca del 2,6% (véanse las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b, y la Tabla 1.2.3).

Este crecimiento se ha conseguido en su totalidad con un fuerte incremento de la demanda doméstica, la cual creció apoyada en el consumo familiar y la inversión privada tanto en equipo como en construcción. El crecimiento del empleo (+500 mil), en un contexto de: (i) elevado paro estructural pero con los salarios creciendo por encima de la productividad; (ii) el recurso al ahorro; (iii) un creciente efecto riqueza derivado de la recuperación del sector residencial (cuyos precios crecieron en torno al 4.5% en 2018), y (iv) el apoyo fiscal, sustentaron el crecimiento del consumo. Asimismo, las todavía favorables condiciones financieras y la necesidad de renovar planta productiva apoyaron un incremento del gasto en capital, incluso en el

contexto de incertidumbre política actual. En suma, ambos sectores habrán aportado similares proporciones al crecimiento del año. El gasto público, por su parte, contribuyó también positivamente apenas por encima de la media del lustro anterior.

Los indicadores adelantados (PMIs), tanto de servicios como manufactureros, repuntaron durante el último trimestre del año manteniéndose firmes dentro del terreno expansivo (Gráfica 1.2.3-c), por lo que ratificamos que España conserve aún su relativo dinamismo en comparación al resto de la Eurozona, pero este crecimiento será tres décimas por debajo de lo alcanzado en 2018 (que equivale a una creación de empleo aproximadamente 10% inferior al ritmo de crecimiento de empleo registrado los tres últimos años) y supone una revisión a la baja con respecto a lo que se anticipaba en el pasado. Esta situación, sin embargo, está en línea con la desaceleración cíclica vivida en la Eurozona. El menor crecimiento radicará, sobre todo, en la desaceleración del consumo y la inversión. En el caso del consumo, puesto que los *shocks* positivos vividos en 2018 se agotarán, y en el caso de la inversión porque la situación política y presupuestaria actual tarde o temprano podría drenar la confianza de los inversores (Gráfica 1.2.3-d). En este contexto, se prevé que la inflación se mantenga creciendo por debajo del 2% (objetivo deseable) y con una inflación subyacente cercana a la de la Eurozona en el entorno del 1%.

España

- El crecimiento de la economía española se desacelera en línea con el entorno exterior.
- Se prevé que el PIB crezca 2,3% en 2019. La creación de empleo se desacelerará similarmente.
- Las vulnerabilidades estructurales de la economía permanecen y alertan sobre la futura sostenibilidad fiscal.
- El clima político permanece en tensión, pero por ahora se descartan elecciones anticipadas.

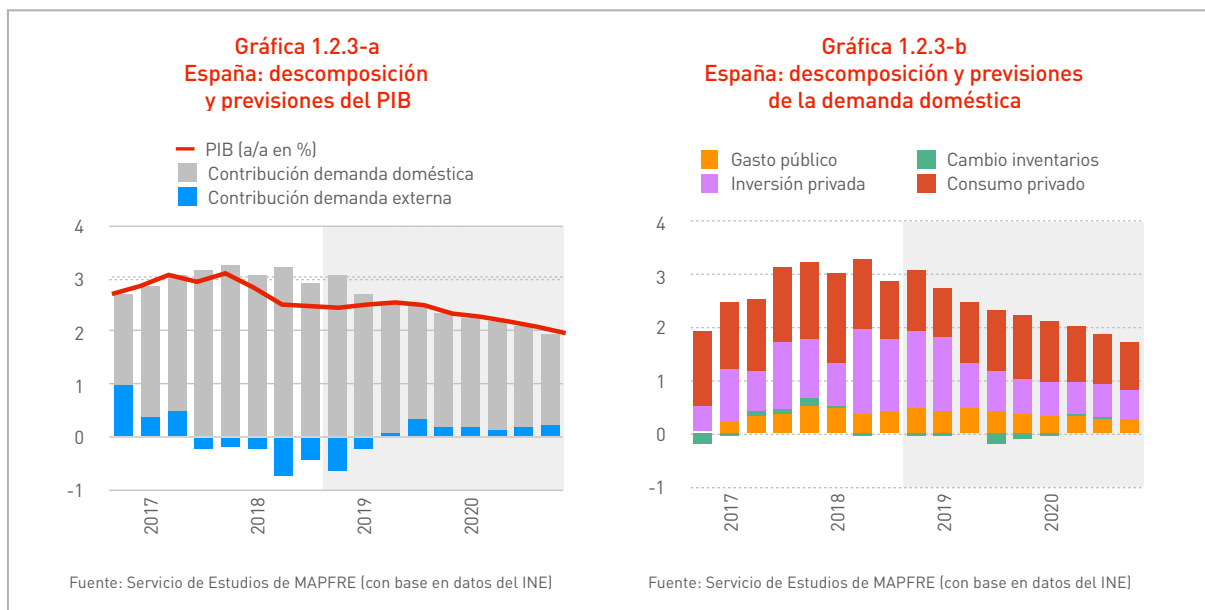


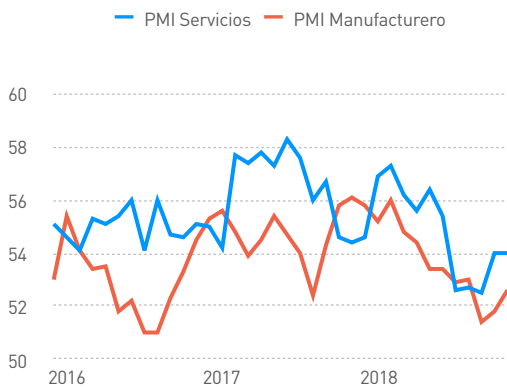
Tabla 1.2.3
España: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	1,4	3,6	3,2	3,0	2,6	2,3	2,1
Contribución de la demanda doméstica	1,3	3,8	2,3	2,8	3,0	2,2	1,9
Contribución de la demanda externa	0,1	-0,2	0,8	0,1	-0,5	0,1	0,2
Contribución del consumo privado	0,8	1,7	1,6	1,4	1,3	1,0	1,0
Contribución de la inversión privada	0,5	1,4	0,6	1,0	1,3	0,9	0,6
Contribución del gasto público	-0,1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,9	4,0	2,4	3,0	3,2	2,5	2,0
Consumo total (% a/a, media)	1,0	2,8	2,4	2,4	2,3	2,1	1,8
Inversión privada (% a/a, media)	4,7	6,7	2,9	4,8	6,2	4,1	2,6
Exportaciones (a/a en %)	4,3	4,2	5,2	5,2	1,7	2,9	3,6
Importaciones (a/a en %)	6,6	5,4	2,9	5,6	3,6	2,9	3,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	23,7	20,9	18,6	16,6	14,7	13,3	12,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,5	-0,3	1,0	1,4	1,6	1,3	1,6
Balance fiscal (% PIB)	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,7	-2,2	-1,6
Balance comercial (% PIB)	-2,2	-2,0	-1,4	-1,9	-2,6	-2,4	-2,2
Impulso fiscal (% PIB)	-2,5	-2,2	-1,7	-0,5	-0,2	0,3	0,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,0	1,1	2,3	1,9	1,0	0,8	0,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,38	-0,15	0,18
Tipo de largo plazo (final período)	1,61	1,77	1,35	1,51	1,54	1,93	2,54
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,14	1,18	1,20
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-4,9	-3,6	-2,2	-1,5	-0,2	1,1	2,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-4,6	-2,8	-2,6	-0,5	-2,2	1,7	2,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-1,4	-6,6	-27,5	-12,2	5,7	6,5	5,8
Tasa de ahorro (% , media)	9,3	8,8	8,0	5,7	4,6	4,7	4,3

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INE)
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

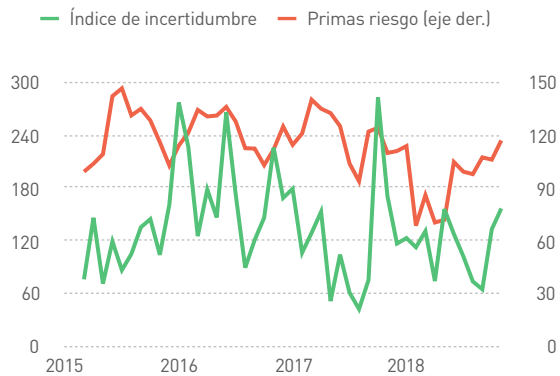
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.3-c
España: PMI servicios y manufactura, 2016-2018



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

Gráfica 1.2.3-d
España: índice (normalizado) de incertidumbre de la política económica y prima de riesgo, 2015-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Bloom, et. al. 2017 y del BCE)

Los riesgos para la economía española son principalmente los derivados del enfriamiento de sus socios comerciales y también de un endurecimiento de las condiciones financieras a raíz del final del programa de estímulos del BCE, aunque atribuimos poco peso a este último factor. Mayor efecto podrá tener un incremento de las primas de riesgo, sea por contagio de otros los países periféricos (en su intento de quebrar la disciplina fiscal comprometida en el pacto de estabilidad de los países del Euro), o bien por un alineamiento de vulnerabilidades contraídas hasta ahora, la más relevante es la sostenibilidad de las cuentas públicas. Pese al incremento de los ingresos planeado para este año, el aumento de los gastos también es elevado. El déficit resultante, aunque contenido, se apoya en previsiones de crecimiento que más allá de 2019 parecieran optimistas, especialmente con el recorrido de las reformas estructurales (fiscal y laboral) a medio camino o en reversión. En este sentido, el incremento de los salarios públicos, la indización de las pensiones, y el resto de las últimas medidas en materia fiscal pueden suponer un reto para la economía española a medio plazo.

En el frente político, el gobierno no ha conseguido hasta ahora obtener apoyo suficiente para aprobar sus presupuestos y lo más probable es que en 2019 tenga que prorrogar los presupuestos anteriores. Por ahora no se vislumbran elecciones anticipadas, pero un creciente descontento de los socios catalanes del gobierno, podrían poner presión

al frágil equilibrio existente. Además, en mayo habrá elecciones europeas y autonómicas, lo que implicará una importante prueba al desempeño del actual gobierno.

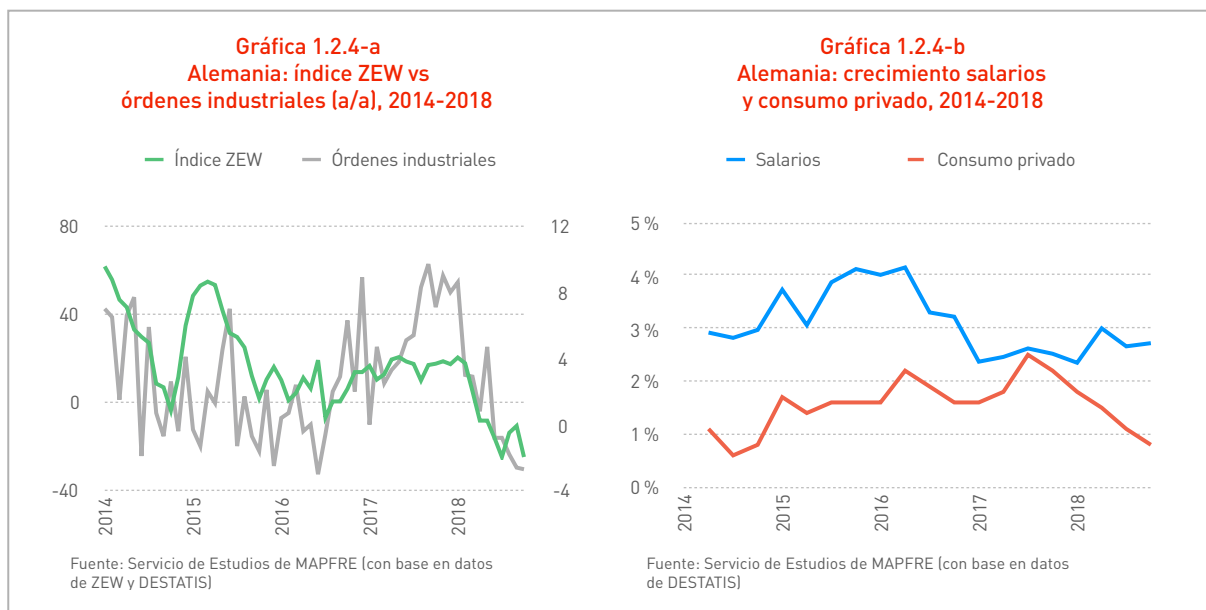
1.2.4 Alemania

Señales de desaceleración

Alemania se alinea al periodo de desaceleración que enfrentarán las economías de la Eurozona. Varios indicadores de seguimiento venían sugiriendo una desaceleración en el aparato productivo. En particular, el PMI manufacturero registró retrocesos en lo que va del año, desde el máximo de 63.3 logrado en diciembre de 2017 hasta llegar al 51,8 en la lectura del pasado mes de noviembre. Por su lado, las ventas minoristas registraron, en general, variaciones interanuales por debajo de las observadas en los años anteriores, mientras

Alemania

- **Alemania muestra señales de desaceleración.**
- **El mercado laboral seguirá su convergencia hacia el pleno empleo, con una previsible subida en los salarios reales.**
- **La nueva normativa compromete a la producción automovilística alemana.**



que el índice de confianza del consumidor retrocedió desde los 11 puntos (febrero de 2018) hasta los 10,6 (noviembre de 2018).

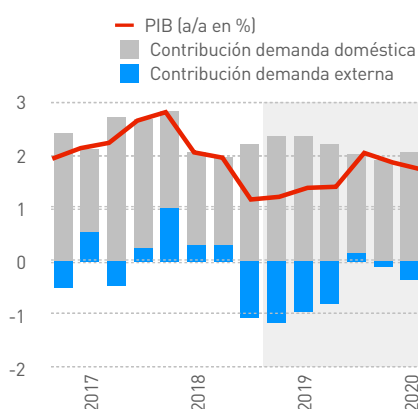
Estas señales de desaceleración se confirmaron en el tercer trimestre de 2018, cuando el crecimiento se ralentizó y se ubicó en un -0.2% t/t y 1.2% a/a, muy por debajo de las previsiones de los analistas. Pese a lo anterior, los datos de la encuesta ZEW a inversores durante la medición de diciembre sorprendió positivamente (-17 observado vs -25 esperado), sugiriendo que la contracción del tercer trimestre quizás fue un hecho puntual (Gráfica 1.2.4-a).

La nueva normativa de emisiones contaminantes (examen de emisiones WLTP) ha afectado negativamente a la certificación de los vehículos de producción alemana, comprometiendo el crecimiento del producto sectorial en la segunda mitad del 2018. De tal suerte, el registro de automóviles nuevos ha presentado una disminución del -9,9% en noviembre pasado. Sumado a lo anterior, los coletazos de una política comercial más proteccionista del otro lado del Atlántico y la pérdida de poder adquisitivo de los mercados de exportación, se constituyen en importantes fuentes de desaceleración de la economía alemana. Todos estos elementos se conjugan en un escenario en el que esperamos que el 2018 cierre con un crecimiento del 1,6% y el 2019 lo haga con un 1,7% (véanse las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b, y la Tabla 1.2.4).

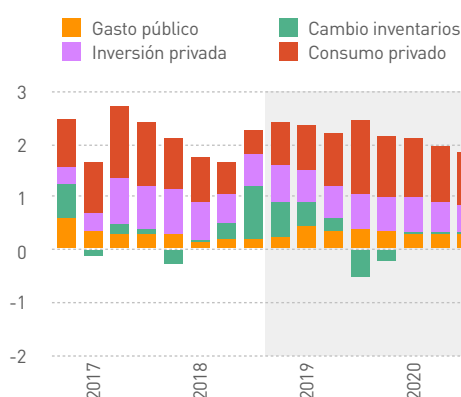
En lo que se refiere a precios, los datos de inflación de noviembre (2,3% a/a) muestran una convergencia hacia el objetivo de política del BCE. Por su lado, la inflación subyacente (que excluye los precios de la energía) se ubicó en un 1.5%, mostrando que la dinámica de consumo está lejos de los niveles ideales planteados por los organismos europeos.

El mercado laboral, por su parte, sigue su convergencia hacia el pleno empleo con una tasa de paro que se ubicó en el 3.3% en el mes de noviembre. Sumado a lo anterior, los datos de crecimiento de los salarios sugieren un cambio de tendencia. De esta manera, en septiembre de 2018 los salarios crecieron en un 1,5% frente al 0,5% del año anterior (Gráfica 1.2.4-b).

A nivel político, Ángela Merkel dio un paso al costado tras una serie de derrotas en elecciones regionales. De esta manera, la anterior secretaria general del CDU, Annegret Kramp-Karrenbauer, ha sido elegida para suceder a Merkel en la presidencia del partido. La victoria de Kramp-Karrenbauer se dio por un estrecho margen sobre su contrincante Friedrich Merz, ex líder del bloque conservador en el parlamento.

Gráfica 1.2.4-c
Alemania: descomposición
y previsiones del PIB


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

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


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

Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,2	1,5	2,2	2,5	1,6	1,7	1,6
Contribución de la demanda doméstica	1,0	1,3	2,8	2,1	2,0	2,1	1,9
Contribución de la demanda externa	1,2	0,2	-0,6	0,3	-0,4	-0,4	-0,3
Contribución del consumo privado	0,6	0,9	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0
Contribución de la inversión privada	0,4	0,2	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
Contribución del gasto público	0,3	0,5	0,8	0,3	0,2	0,4	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,6	1,4	3,0	2,3	2,1	2,2	2,0
Consumo total (% a/a, media)	1,2	1,9	2,4	1,9	1,1	2,0	1,8
Inversión privada (% a/a, media)	3,9	1,0	3,4	3,6	3,2	3,1	2,6
Exportaciones (a/a en %)	4,6	4,8	2,1	5,3	2,3	3,5	3,5
Importaciones (a/a en %)	3,6	5,2	4,0	5,3	3,5	5,0	4,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,6	6,3	6,0	5,5	5,1	4,9	5,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	0,3	1,7	1,7	2,1	1,5	1,8
Balance fiscal (% PIB)	0,6	0,8	0,9	1,0	2,0	1,0	0,6
Balance comercial (% PIB)	7,8	8,5	8,4	8,2	7,3	7,0	6,7
Impulso fiscal (% PIB)	2,2	2,2	2,0	2,0	2,7	2,3	1,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	7,5	9,0	8,5	8,0	7,6	7,2	6,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,39	-0,15	0,18
Tipo de largo plazo (final período)	0,54	0,63	0,11	0,42	0,40	0,83	1,47
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,14	1,18	1,20
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	1,9	2,8	3,2	3,6	5,1	5,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,7	1,8	2,1	4,3	7,7	4,5	3,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-7,6	8,4	1,9	-1,2	1,8	3,2	3,6
Tasa de ahorro (% , media)	9,4	9,7	10,0	9,8	10,2	10,0	9,7

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de DESTATIS)
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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

1.2.5 Italia

Expectativas de crecimiento a la baja

La economía italiana sorprendió con una contracción de la actividad en el tercer trimestre (-0,1% t/t), ubicando la tasa interanual en el 0.7%. La desaceleración en el crecimiento se debe a la contracción del consumo privado (-0,1% t/t) y sobre todo a la caída en la inversión (-1,1% t/t). Estos datos revelan que los costes del aumento del riesgo país y de los problemas de financiación empiezan a cristalizarse (Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b). En un contexto de euroescepticismo creciente desde la entrada de Italia a la Unión Europea (derivado principalmente de un estancamiento del crecimiento del PIB per cápita, cercano al 0%, y los datos de paro juvenil), las críticas del actual gobierno italiano a la austeridad de Europa esgrimidas en las campañas electorales de la "Lega" y "M5E", se han materializado en unos presupuestos que han desafiado a Bruselas por el agudo déficit público. Esto se traduce en un déficit público estimado del 2,04%, después de haberse ajustado desde un 2,4% inicial, con el objetivo de evitar un procedimiento de déficit excesivo. Todo esto en el contexto de la situación política en Francia, donde el presidente Macron ha anunciado un incremento del gasto público para lidiar con las protestas del movimiento de los "chalecos amarillos", lo cual incrementaría considerablemente su déficit.

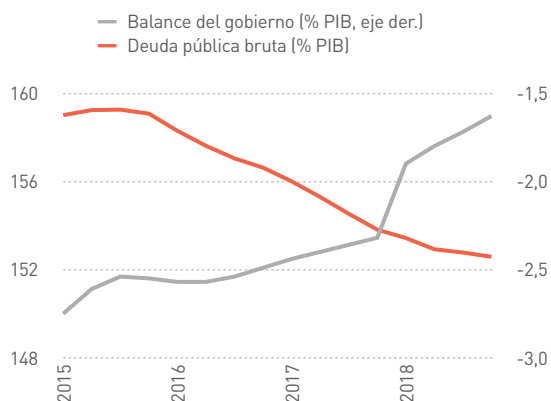
Italia

- En el tercer trimestre de 2018 el crecimiento de la economía italiana se contrajo un -0,1% t/t. Las expectativas de crecimiento a la baja inquietan al mercado por sus implicaciones en las cuentas públicas.
- Parece que el gobierno italiano ha hecho concesiones a las exigencias de Bruselas ante la posible activación del procedimiento de déficit excesivo.

Los mercados de deuda permanecen frágiles por la agitación de los inversores debido a las tensiones entre el gobierno italiano y Bruselas. La inestabilidad política supuso que los bonos italianos alcanzaran su cenit desde la crisis de la deuda europea de hace más de una década, registrando un 3,7% a mediados de octubre. En la actualidad, el rendimiento se sitúa en el 2,76%, después de que Italia haya revisado su presupuesto. A todo esto, se suma un posible éxito de los partidos populistas italianos en las elecciones al Parlamento Europeo el próximo mayo, lo que mantiene recelosos a los inversores (Gráfico 1.2.5-b).

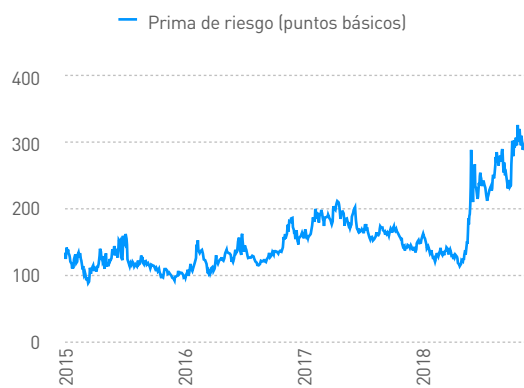
Nuestra previsión para el crecimiento de Italia es de continua atonía y reversión al crecimiento registrado a mediados de esta década. Así, se espera un crecimiento del 0,4% en 2019, desacelerando desde el 0,9% que esperamos

Gráfica 1.2.5-a
Italia: déficit del gobierno y deuda pública, 2015-2018

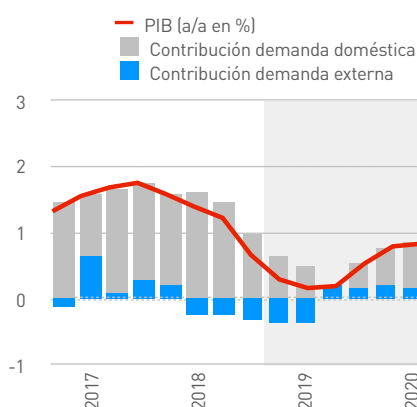


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Oficina Estadística de la Comunidad Europea y la OCDE)

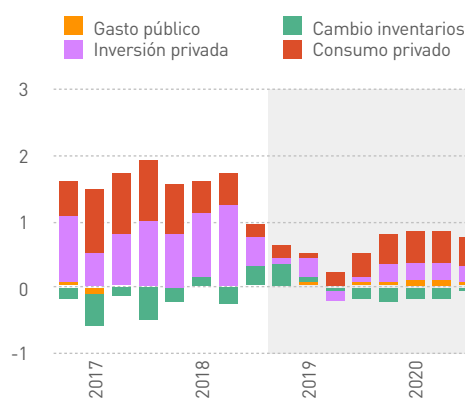
Gráfica 1.2.5-b
Italia: prima de riesgo, 2015-2018



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

Gráfica 1.2.5-c
Italia: descomposición
y previsiones del PIB


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

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


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

Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	0,2	0,8	1,3	1,6	0,9	0,4	0,8
Contribución de la demanda doméstica	-0,1	1,4	1,6	1,3	1,2	0,4	0,7
Contribución de la demanda externa	0,3	-0,6	-0,4	0,3	-0,3	0,1	0,1
Contribución del consumo privado	0,1	1,1	0,8	0,9	0,3	0,3	0,5
Contribución de la inversión privada	-0,4	0,3	0,6	0,8	0,7	0,1	0,2
Contribución del gasto público	-0,1	-0,1	0,1	-0,0	0,0	0,1	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	0,3	1,4	1,7	1,4	1,2	0,4	0,7
Consumo total (% a/a, media)	-0,0	1,3	1,0	1,1	0,5	0,4	0,7
Inversión privada (% a/a, media)	-2,1	1,9	3,6	4,4	3,8	0,7	1,3
Exportaciones (a/a en %)	2,4	4,1	2,3	6,3	0,8	3,2	3,1
Importaciones (a/a en %)	3,0	6,7	3,9	5,6	1,9	3,2	2,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	12,8	11,5	11,8	11,0	10,7	10,8	10,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	0,2	0,1	0,9	1,6	1,2	1,6
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-2,6	-2,5	-2,4	-1,8	-2,6	-2,3
Balance comercial (% PIB)	2,6	2,5	2,9	2,8	2,3	2,5	2,8
Impulso fiscal (% PIB)	1,6	1,5	1,4	1,4	2,0	1,1	1,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,9	1,5	2,5	2,8	2,6	2,9	2,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,39	-0,15	0,18
Tipo de largo plazo (final período)	1,88	1,61	1,82	2,00	3,23	3,81	4,46
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,14	1,18	1,20
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-1,0	-0,3	0,4	1,3	2,1	3,8	4,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-2,5	-1,9	-2,1	-2,6	-1,1	1,4	3,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-30,2	-1,5	-0,9	-8,8	-7,3	2,4	6,3
Tasa de ahorro (% , media)	11,0	10,7	10,3	9,4	9,5	10,2	10,4

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de ISTAT)
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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

para el 2018 (véanse las Gráficas 1.2.5-c y 1.2.5-d, y la Tabla 1.2.5).

En un contexto de tensión por el excesivo déficit público de Italia (Gráfica 1.2.5-a), uno de los factores a vigilar de cara al 2019 es el enfriamiento del crecimiento económico por su efecto en la recaudación fiscal. Se prevé que la rebaja del crecimiento vendrá de la mano principalmente de la reducción de la demanda interna. Sin embargo, esta tendencia será en parte contrarrestada por un mejor desempeño del sector exterior. Además, se prevé una drástica reducción de la aportación de las inversiones al PIB, pasando del 0,7% en 2018 al 0,1% en 2019.

Por otra parte, la inflación en Italia se situó en noviembre en 1,7% y se prevé que para 2019 caiga al 1,2%. En el sector manufacturero, destaca la caída del -6,3% en las matriculaciones de automóviles. Además, el PMI manufacturero se ha situado en 48,6 en noviembre, concatenándose así dos meses consecutivos por debajo de 50, indicador de que la mayoría de los encuestados son pesimistas en lo relativo al desempeño económico. En contraposición, el PMI del sector de la construcción sigue en aumento, alcanzando los 55 puntos, mientras que los precios de la vivienda se mantienen estables y por debajo de los niveles de 2016.

1.2.6 Reino Unido

Incertidumbre en torno al Brexit continúa lastrando el crecimiento

La economía del Reino Unido mostró un crecimiento de 1,5 a/a en el tercer trimestre, superior al registrado en los trimestres posteriores. Sin embargo, los indicadores avanzados muestran una pérdida de dinamismo (Gráfica 1.2.6-c), estimando que el crecimiento en 2018 podría cerrar en torno al 1,2% a/a. La ralentización de la inversión privada y la postergación de las decisiones de consumo por la incertidumbre generada con el Brexit continúan lastrando el crecimiento, el cual podría verse apoyado por una mayor flexibilidad fiscal y contribuciones del gasto público en 2019.

El paro se mantiene en niveles muy bajos (cerca de 4%) provocando que el repunte de

los sueldos (3,3% en octubre) registre la mayor tasa de crecimiento desde 2009. De esta forma, se prevé que el crecimiento del 2019 se ubique en una tasa muy similar a la de 2018, en el entorno del 1,2% interanual (véase las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b, y la Tabla 1.2.6).

Por otra parte, la inflación de noviembre se situó en 2,3%, una décima menor que en octubre. Esta distensión refleja la bajada de los precios de la energía en noviembre, así como la congelación de los precios de alimentos y bebidas alcohólicas. En 2019, se espera una inflación por debajo del objetivo del Banco de Inglaterra, en buena medida por la rebaja en las previsiones del precio del petróleo, la mayor incertidumbre en precio de la vivienda (Gráfica 1.2.6-d) y una libra que podría seguir perdiendo fuerza.

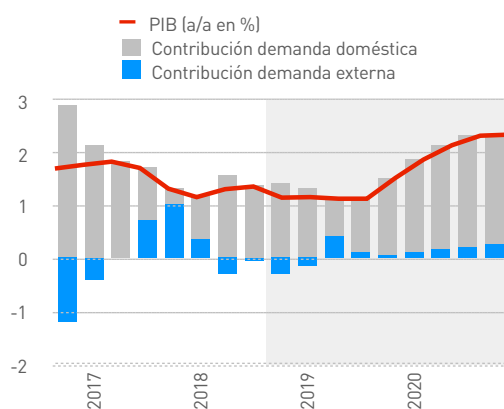
El Banco de Inglaterra votó por unanimidad mantener los tipos de interés en el 0,75% y continuar con el programa de compra de activos privados, así como sostener sin cambios el balance con 435.000 millones de libras de deuda pública. El endurecimiento de las condiciones financieras, la relajación en las perspectivas de inflación y la creciente e intensa incertidumbre generada en torno al Brexit, podrían provocar una actitud más titubeante de cara a las próximas reuniones de política monetaria del organismo británico.

Por último, el acuerdo planteado acerca del Brexit no parece ir al encuentro del espíritu de una salida de la Unión Europea (UE). En este, Reino Unido se compromete a cumplir las normativas y legislación existente en la UE dejando de tener influencia en su elaboración, lo que supone que no es una salida en su esencia, de ahí que el acuerdo llevado a

Reino Unido

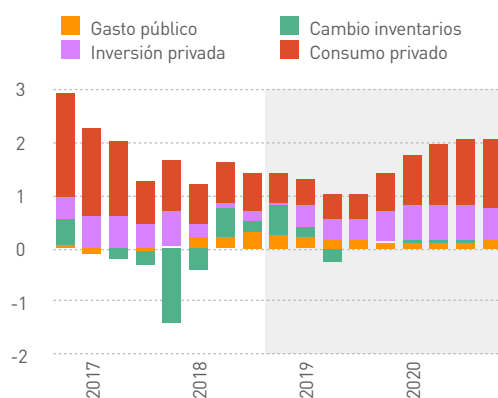
- Una ralentización de la inversión y un aplazamiento en las decisiones de consumo situarían el crecimiento de 2018 en el 1,2%.
- Aumenta la incertidumbre en torno al Brexit.
- El Banco de Inglaterra mantiene sin cambios su política monetaria.

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



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

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



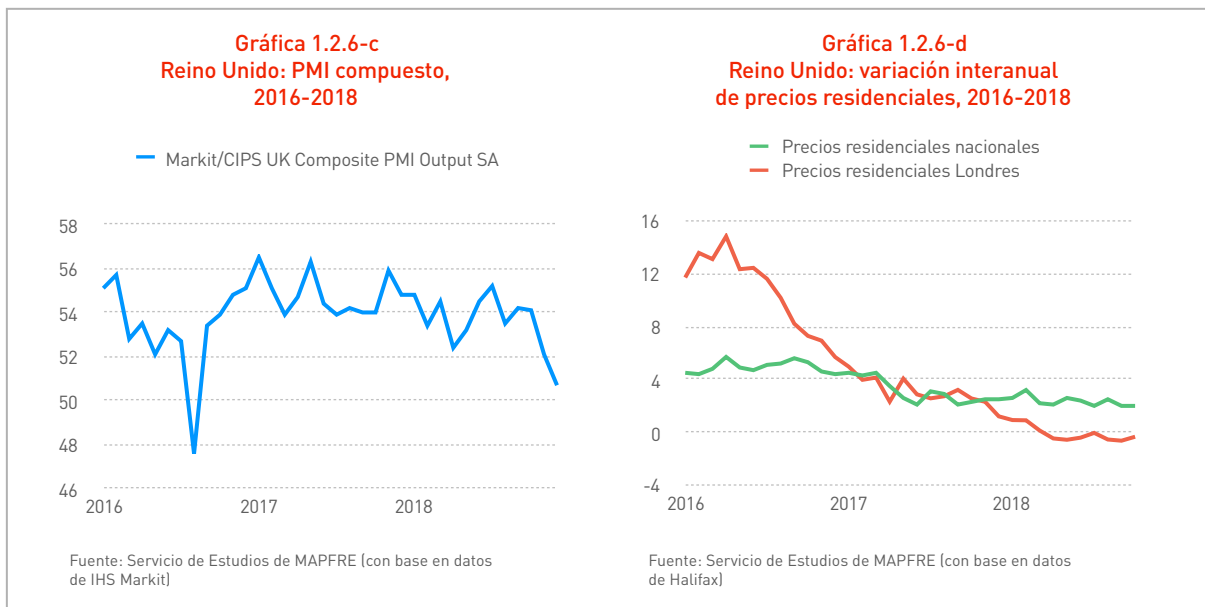
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Office for National Statistics)

Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,9	2,4	1,8	1,7	1,2	1,2	2,2
Contribución de la demanda doméstica	2,6	2,3	2,4	1,3	1,3	1,1	2,0
Contribución de la demanda externa	0,3	0,0	-0,6	0,4	-0,1	0,1	0,2
Contribución del consumo privado	1,3	1,7	2,0	1,2	0,7	0,5	1,2
Contribución de la inversión privada	0,7	0,6	0,4	0,6	0,2	0,5	0,6
Contribución del gasto público	0,4	0,3	0,1	-0,0	0,2	0,2	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,6	2,4	2,4	1,3	1,3	1,1	2,0
Consumo total (% a/a, media)	2,1	2,4	2,7	1,4	1,1	0,8	1,6
Inversión privada (% a/a, media)	7,3	3,4	2,3	3,4	1,0	2,7	3,7
Exportaciones (a/a en %)	2,3	4,5	1,0	5,4	-0,3	2,2	3,4
Importaciones (a/a en %)	3,8	5,5	3,3	3,3	-0,3	1,7	2,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,7	5,1	4,8	4,4	4,0	4,1	4,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,9	0,1	1,2	3,0	2,2	1,2	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-5,4	-4,2	-2,9	-1,9	-1,8	-1,6	-1,1
Balance comercial (% PIB)	-6,6	-6,2	-6,7	-6,7	-6,4	-6,1	-6,1
Impulso fiscal (% PIB)	-2,7	-2,0	-0,5	0,8	0,8	1,0	1,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,9	-4,9	-5,2	-3,9	-3,3	-2,3	-2,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,50	0,25	0,50	0,75	1,00	1,50
Tipo de corto plazo (final período)	0,56	0,59	0,37	0,52	0,66	0,64	1,47
Tipo de largo plazo (final período)	1,82	2,02	1,28	1,25	1,30	1,64	2,32
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,56	1,48	1,23	1,35	1,35	1,41	1,45
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,28	1,36	1,17	1,13	1,14	1,13	1,16
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,1	3,3	4,4	4,5	2,7	3,4	3,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,3	-1,9	6,2	6,1	8,3	2,3	2,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-9,1	-13,6	7,4	11,9	4,4	4,8	5,0
Tasa de ahorro (% , media)	8,6	9,4	6,8	4,4	4,5	4,7	4,4

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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



votación al Parlamento haya sido rechazado de forma contundente. Aparentemente, nos encontramos ante un *impasse* que podría avanzar con distintos escenarios abiertos que van desde la caída de gobierno, un segundo referéndum o una salida sin acuerdo, con el Tribunal de Justicia Europeo recalando que Reino Unido puede unilateralmente decidir permanecer en la UE.

1.2.7 Japón

Desaceleración económica coyuntural

La economía japonesa se frenó fuertemente en el tercer trimestre, desde el 1,4% registrado en el segundo trimestre, hasta el 0% a/a en el subsecuente. A esta contracción en el trimestre del 2,5% contribuyeron el consumo privado (-1,4% t/t), el gasto público (-0,6% t/t), la inversión no residencial (-9,1% t/t), y las exportaciones (-2,8% t/t). Este comportamiento es atribuible en parte a *shocks* de oferta por la disrupción causada por los desastres naturales ocurridos en esa nación, pero también al efecto de un entorno externo en desaceleración. De esa forma, se prevé un crecimiento del 0,8% para el conjunto de 2018, y un ligero repunte al 1% para 2019 (véanse las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b, y la Tabla 1.2.7).

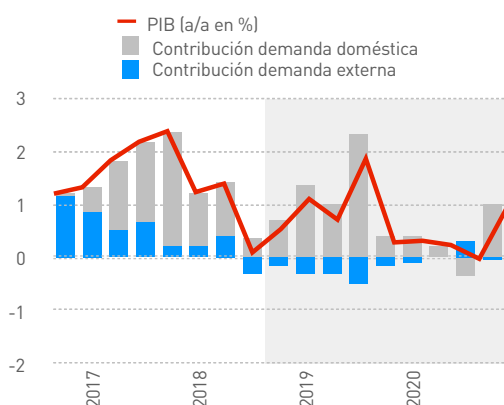
A pesar de los últimos datos conocidos, se espera que la economía mejore levemente su situación a la luz de los buenos fundamentales y a un mercado de trabajo con tasas cercanas al

pleno empleo (cabe destacar la reciente aprobación del gobierno de nuevas visas para extranjeros de baja cualificación, lo que podría impulsar el crecimiento de los salarios). Otro factor que podría contribuir positivamente es la previsible política fiscal expansiva (a pesar de subida de impuestos al consumo), lo que llevará a los consumidores a anticipar algunas compras (notándose la subida en los tres primeros trimestres y la pérdida de impulso en el cuarto). El gobierno, al igual que en anteriores subidas de impuestos, pretende adoptar algunas medidas de estímulo, para contrarrestar la posible caída del consumo privado. Entre estas medidas esta estaría un aumento de inversión en infraestructura (Gráfica 1.2.7-d).

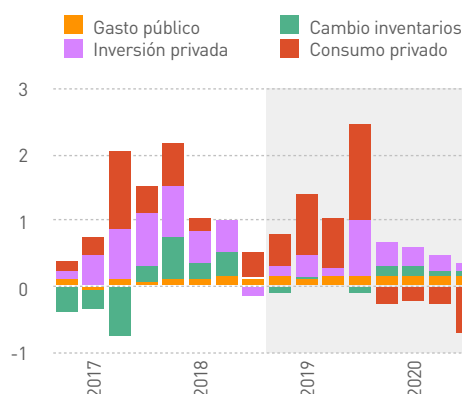
La inflación de noviembre registró un dato débil (en torno al 0,9%), por debajo de las expectativas del 1,0%. Para 2019 esperamos una inflación en el entorno del 2,1%, impulsada por

Japón

- **Desaceleración de la economía japonesa en el tercer trimestre debido a las catástrofes naturales que asolaron el país.**
- **Apertura del mercado laboral y estímulos fiscales para potenciar el consumo.**
- **El Banco de Japón mantiene sin cambios la política monetaria.**

Gráfica 1.2.7-a
Japón: descomposición
y previsiones del PIB


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

Gráfica 1.2.7-b
Japón: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica


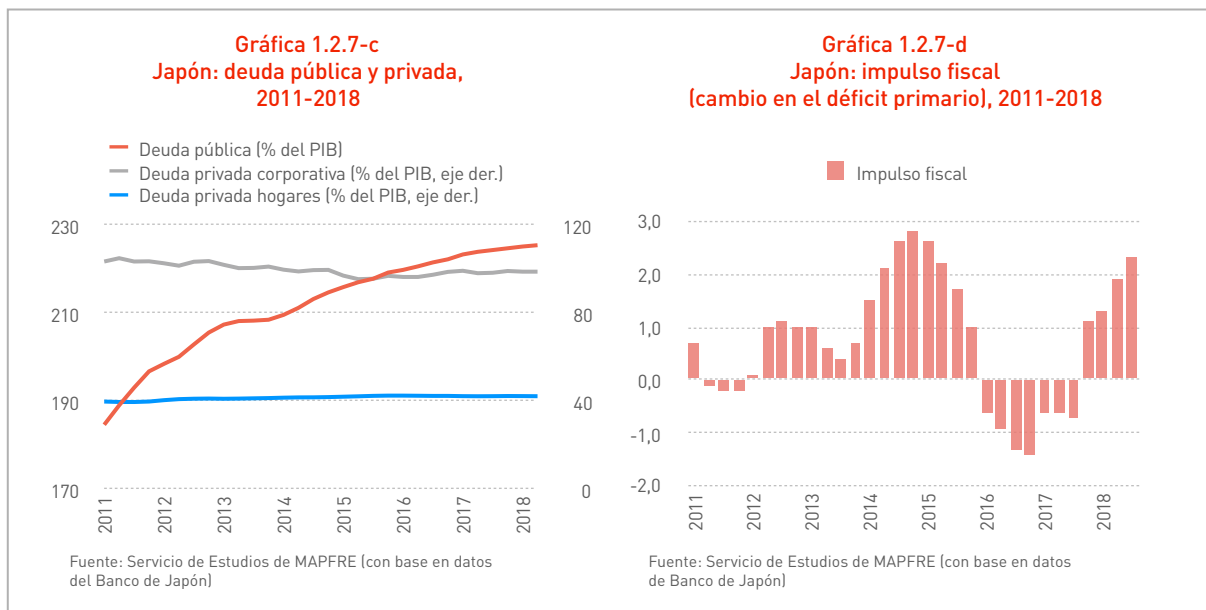
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Statistics Bureau)

Tabla 1.2.7
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	0,3	1,3	0,6	1,9	0,8	1,0	0,4
Contribución de la demanda doméstica	-0,3	0,9	0,0	1,4	0,8	1,3	0,3
Contribución de la demanda externa	0,6	0,4	0,6	0,6	0,0	-0,3	0,0
Contribución del consumo privado	-0,5	-0,1	-0,1	0,6	0,3	0,7	-0,1
Contribución de la inversión privada	0,4	0,4	-0,1	0,7	0,2	0,4	0,2
Contribución del gasto público	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	0,3	0,9	0,0	1,4	0,8	1,3	0,3
Consumo total (% a/a, media)	-0,6	0,3	0,3	0,9	0,5	1,1	0,1
Inversión privada (% a/a, media)	3,0	1,7	-0,3	3,0	1,0	1,8	1,0
Exportaciones (a/a en %)	9,3	3,0	1,7	6,8	3,3	2,5	2,7
Importaciones (a/a en %)	8,4	0,7	-1,6	3,4	3,0	3,9	2,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,5	3,3	3,1	2,7	2,3	2,4	2,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,5	0,2	0,3	0,6	0,9	2,1	1,1
Balance fiscal (% PIB)	-5,4	-3,6	-3,4	-3,7	-3,4	-3,5	-3,1
Balance comercial (% PIB)	-2,0	-0,2	1,0	0,9	0,4	0,1	0,2
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,8	3,1	3,8	4,0	3,5	3,3	3,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,07	0,04	-0,06	-0,06	-0,06	-0,09	-0,07
Tipo de corto plazo (final período)	0,11	0,08	-0,05	-0,02	-0,10	-0,07	-0,05
Tipo de largo plazo (final período)	0,33	0,27	0,04	0,05	0,10	0,06	0,07
Tipo de cambio vs USD (fin período)	119,85	120,27	116,78	112,69	112,51	109,61	109,79
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	145,51	130,94	123,10	135,15	127,70	128,90	131,75
Crédito privado (% a/a, media)	2,2	2,1	2,2	4,5	3,0	3,6	2,5
Crédito familias (% a/a, media)	0,8	1,2	1,3	1,8	2,2	0,5	0,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,4	0,5	2,1	2,6	1,6	1,8	1,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,5	7,7	-0,3	7,9	3,0	1,1	1,8
Tasa de ahorro (% , media)	-0,4	0,8	2,6	3,0	4,1	2,6	2,7

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Statistics Bureau)
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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



los estímulos fiscales y las presiones alcistas sobre los salarios que podría tener la reciente apertura del mercado laboral ante la escasez de trabajadores de baja cualificación en un entorno cercano al pleno empleo.

Por otra parte, como se esperaba, el Banco de Japón ha mantenido sin cambios los tipos de interés oficiales en la última reunión de diciembre, indicado que no espera cambios antes de julio de 2019. Las escasas presiones inflacionarias y el estímulo monetario vía expansión de balance (el acumulado de compras superó en diciembre el PIB del país), podrían dejar la decisión sin cambios en todo 2019.

El Yen ha estado perdiendo terreno contra el dólar desde marzo en una trayectoria gradual. Debido al diferencial de tipos con Estados Unidos, es previsible que el Yen siga depreciándose de forma paulatina en 2019 hasta niveles de 105-110 JPY/USD.

1.2.8 Turquía

Reversión del ciclo y posibilidades de reactivación económica

Durante 2018 la actividad económica en Turquía se ralentizó, al pasar del máximo de 11,6% a/a del tercer trimestre de 2017 a un 1,6% en el tercer trimestre de 2018. En el mismo lapso, la demanda doméstica registró una contracción del 2,2% a/a, mientras que la inversión privada y las

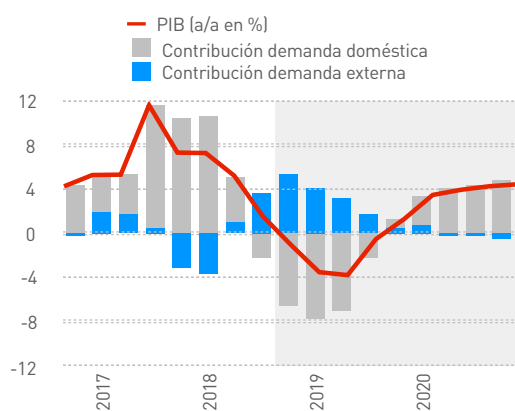
importaciones hicieron lo mismo, pero con niveles del 6,5% a/a y 8,1% a/a, respectivamente.

La primera mitad del año estuvo pasada por una tormenta financiera que afectó el desempeño de la lira turca en los mercados financieros globales. Sin embargo, los cambios de política económica anunciados por el gobierno turco y la reducción en las tensiones globales con los Estados Unidos han permitido que los activos financieros turcos se establezcan en la segunda parte del año. En primer lugar, los supuestos macroeconómicos y las metas que se presentan en el nuevo plan de política económica del gobierno han sido percibidos positivamente por el mercado. En segundo lugar, la tensión con Washington ha mermado tras el buen gesto de la justicia turca de liberar

Turquía

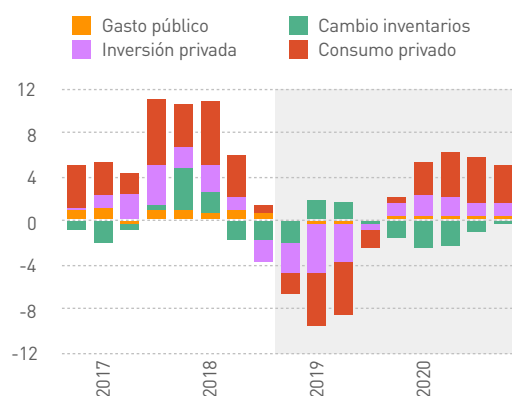
- El débil desempeño de la lira turca en la primera mitad del 2018, ha abonado el terreno para una recesión.
- El programa económico del gobierno y la reducción de las tensiones con Estados Unidos han permitido una estabilización de los activos financieros turcos.
- En algún momento del 2019 se tocará el punto más bajo del ciclo y desde allí la economía turca debería retornar a una senda de crecimiento.

Gráfica 1.2.8-a
Turquía: descomposición
y previsiones del PIB



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

Gráfica 1.2.8-b
Turquía: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica



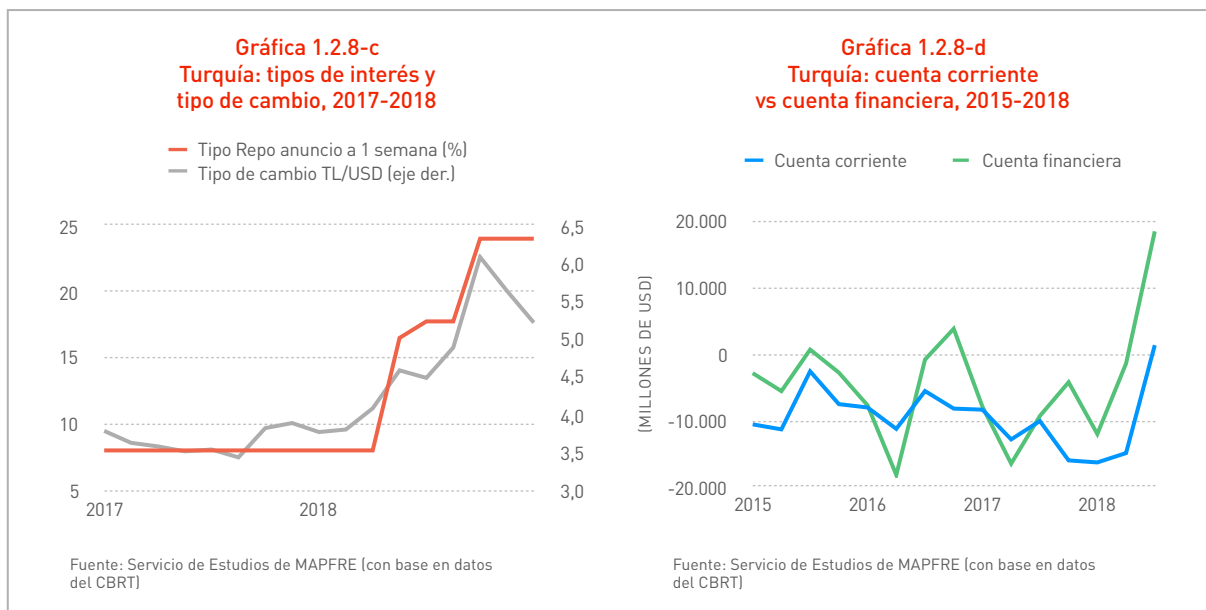
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de TURKSTAT)

Tabla 1.2.8
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	5,3	6,0	3,3	7,4	3,2	-1,7	4,0
Contribución de la demanda doméstica	3,4	5,5	4,6	7,1	1,6	-4,0	4,0
Contribución de la demanda externa	1,9	0,5	-1,3	0,3	1,6	2,3	-0,0
Contribución del consumo privado	1,9	3,4	2,2	3,7	2,1	-2,7	3,7
Contribución de la inversión privada	1,3	2,7	0,7	2,3	-0,3	-1,8	1,5
Contribución del gasto público	0,4	0,5	1,3	0,7	0,6	0,0	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,2	5,4	4,5	7,0	1,6	-3,9	4,1
Consumo total (% a/a, media)	3,0	5,1	4,7	5,9	3,7	-3,5	5,6
Inversión privada (% a/a, media)	5,5	9,1	2,4	7,7	-1,0	-5,9	5,4
Exportaciones (a/a en %)	8,3	4,3	-1,7	12,0	5,3	8,6	4,4
Importaciones (a/a en %)	-0,3	1,8	3,7	10,2	-1,9	-1,4	5,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,7	10,5	12,1	10,3	11,9	13,3	12,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	8,8	8,2	7,6	12,3	22,8	15,3	11,1
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-1,1	-1,3	-1,6	-2,1	-2,0	-1,9
Balance comercial (% PIB)	-6,8	-5,6	-4,7	-6,9	-6,5	-3,7	-2,9
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,7	-3,7	-3,8	-5,6	-4,8	-1,4	-0,5
Tipo de interés oficial (final período)	8,51	8,81	8,31	12,75	24,00	21,00	17,50
Tipo de corto plazo (final período)	9,79	11,47	9,90	14,61	24,60	22,97	18,19
Tipo de largo plazo (final período)	7,96	10,74	11,40	11,72	16,88	16,22	15,35
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,33	2,92	3,52	3,79	5,47	5,52	5,47
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	2,83	3,18	3,71	4,55	6,20	6,49	6,56
Crédito privado (% a/a, media)	23,2	23,0	12,8	20,6	18,4	8,4	9,8
Crédito familias (% a/a, media)	16,3	12,5	7,1	17,5	10,5	8,2	16,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	30,1	29,9	14,7	24,3	21,8	1,6	19,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	22,4	26,4	9,0	27,2	28,0	9,0	17,0
Tasa de ahorro (% , media)	26,2	28,3	32,8	31,0	30,1	29,1	24,9

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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



al pastor estadounidense, Andrew Brunson. Los hechos ya mencionados han resultado en un entorno de mayor confianza y menor incertidumbre que se ha materializado en el buen desempeño de los activos turcos en la última parte del año. Por una parte, el tipo de cambio (USD-TRY) ha retornado desde el 6,9 en agosto a niveles de entre el 5,0 y el 5,5 en la última parte del año. Y por la otra, los rendimientos de los bonos de largo plazo han registrado una compresión de 500 puntos básicos en los últimos dos meses.

No obstante, el sector real sigue exhibiendo señales de desaceleración con los principales indicadores de actividad registrando retrocesos en el mes de noviembre. La producción industrial (-6,5% a/a), la venta de automóviles (-42,7%), el PMI manufacturero (44,7) y los indicadores de confianza (59,6 vs una media de 69 del último lustro) acumulan comportamientos que señalan una clara desaceleración. Del mismo modo, el mercado laboral se ha resentido y la tasa de paro se ubica en 11,6% al corte de octubre de 2018, frente al 9,6% que registró en el mes de abril.

En el campo de los precios, la inflación se ha disparado hasta niveles del 25,4% a/a en el mes de octubre. El aumento de los precios se explica, principalmente, por el *pass-through* del tipo de cambio y la inflación de alimentos. No obstante, la medición de noviembre (21,6% a/a) sugiere que el dato de octubre constituye un máximo y que los precios deberían incorporarse en una senda bajista, a menos que los

precios del petróleo registren aumentos atípicos. Con todo, y por cuenta de los efectos de base, nuestras previsiones muestran que la inflación debería mantenerse en niveles altos hasta la segunda mitad del 2019.

Todos estos elementos constituyen un escenario en el que se prevé que el 2018 registre un crecimiento medio a/a del 3,2%, cerrando el cuarto trimestre con un nivel del -1,1% a/a. Sin embargo, en la primera mitad del 2019, Turquía debería tocar la parte más baja del ciclo para después retornar progresivamente a una senda de crecimiento más consistente con su potencial. Con todo, el 2019 podría registrar un crecimiento medio del -1,7% (véanse las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b, y la Tabla 1.2.8).

Ante la tensión en el frente cambiario y la política monetaria más restrictiva que asumió el banco central, reducen los márgenes de maniobra de manera ostensible, por lo que el espacio de bajada de tipos de interés no es muy amplio (Gráfica 1.2.8-c). De esta manera, si nuevos riesgos se cerniesen sobre la lira turca, es altamente probable que el banco central se vea en la obligación de implementar nuevas subidas de tipos. No obstante, nuestro escenario base asume que este no sería el caso y que el tipo de interés oficial debería ir convergiendo paulatinamente hacia niveles por debajo del 20%.

1.2.9 México

Prevalcen las expectativas de crecimiento por debajo del potencial

Para 2018, se prevé que la economía mexicana seguirá creciendo a una tasa del 2% y que esta tendencia se mantendrá en 2019. Este resultado se debe principalmente a una mejora del desempeño del sector externo (en particular, como resultado de un incremento del comercio con los Estados Unidos derivado de la reciente aprobación del USMCA). Además, se estima que la tasa de desempleo se mantendrá en niveles muy bajos (3,2%) y se espera que en 2019 la inflación se sitúe en un 4%, descendiendo con respecto al ejercicio anterior (4,6%) y que la inflación subyacente se sitúe en el 3,6%. De este modo, la inflación real se estaría acercando al objetivo del 3% del banco central (véanse las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b, y la Tabla 1.2.9).

Sin embargo, y pese a que los indicadores macroeconómicos parecen augurar un mejoramiento de la dinámica económica (Gráfica 1.2.9-c), los recientes acontecimientos en la arena política han despertado incertidumbre en los mercados financieros. El pasado mes de diciembre, Andrés Manuel López Obrador tomó posesión de la presidencia del país. Tras su investidura, el nuevo gobierno ha tomado una decisión crucial en lo relativo al nuevo Aeropuerto en la Ciudad de Nuevo México, trasladando la decisión de su construcción a una consulta pública. La suspensión del proyecto, por valor del 1% del PIB, ha provocado la incomodidad entre los inversores. No obstante, el presidente López Obrador ha indicado que el procedimiento de consulta pública se podrá utilizar en nuevos proyectos en el futuro, específicamente para incluir cuestiones relacionadas con el presupuesto, lo que abriría la puerta para modificar o dar marcha atrás en reformas estructurales importantes como la energética. A esto, se suma una mayor incertidumbre en lo relativo a la contribución de la inversión al monto total del PIB, que se estima que crecerá a un 2% en 2019, frente a un valor similar de 2018.

En lo relativo a la política monetaria, la tasa de interés oficial subió en cuatro ocasiones durante 2018, en febrero, junio, noviembre y diciembre, acumulándose así un incremento de

México

- La cancelación del proyecto del aeropuerto de Ciudad de México y la postura de volver a usar el procedimiento de consulta pública para futuros proyectos no ha sido bien acogido por los mercados.
- Aumenta la incertidumbre acerca de la contribución de la inversión al crecimiento.
- Consecuentemente, las estimaciones de crecimiento se rebajan al 2% para 2019 y 2020.

75 puntos básicos hasta el 8,25%. Por lo demás, se espera que los tipos de interés se mantengan constantes entorno al 8% de cara a 2019. Estos aumentos tuvieron como finalidad la reducción de la volatilidad del tipo de cambio y el control de la inflación, fenómenos que a su vez respondieron a las mayores tasas de interés en Estados Unidos, la incertidumbre en torno a la renegociación del USMCA, la cancelación de la construcción del nuevo Aeropuerto en la Ciudad de Nuevo México y las tensiones en el ámbito de las políticas comerciales.

Por su parte, la prima de riesgo soberano y las tasas de interés de medio y largo plazo han aumentado desde el verano (el bono a 10 años subió del 8,0% al 9,0%), lo que refleja un aumento en la percepción de riesgo de los inversores (Gráfica 1.2.9-d). Así, el peso mexicano se ha depreciado desde el nivel de 19,0 MXN/USD, en el que parecía haber encontrado un equilibrio, a un nivel de 19,6-20 MXN/USD al cierre de 2018. No obstante, se espera que esta tendencia se revierta en 2019, alcanzado de nuevo niveles cercanos al 19,0 MXN/USD.

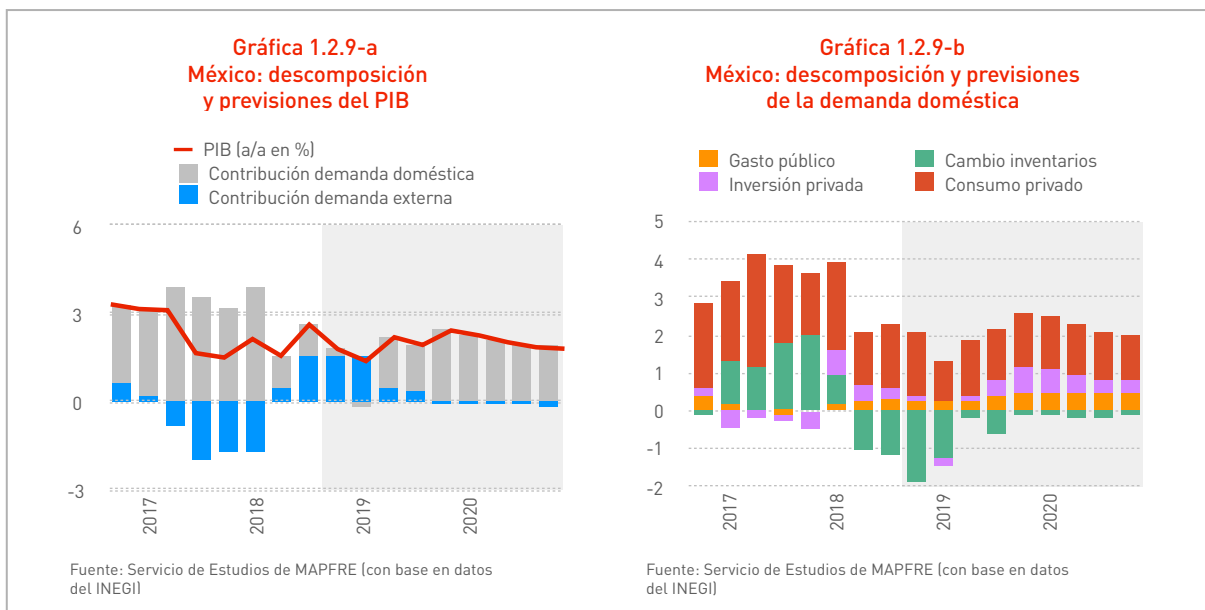


Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,8	3,3	2,7	2,3	2,0	2,0	2,0
Contribución de la demanda doméstica	2,0	2,5	2,3	3,4	1,6	1,4	2,1
Contribución de la demanda externa	0,8	0,8	0,4	-1,1	0,5	0,6	-0,1
Contribución del consumo privado	1,4	1,8	2,3	2,2	1,8	1,4	1,3
Contribución de la inversión privada	0,3	1,1	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,5
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,3	0,0	0,2	0,3	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,5	2,5	2,3	3,4	1,6	1,4	2,1
Consumo total (% a/a, media)	2,2	2,6	3,3	2,8	2,6	2,1	2,2
Inversión privada (% a/a, media)	3,0	5,1	1,1	-1,5	1,8	1,3	2,4
Exportaciones (a/a en %)	6,9	8,6	3,5	3,9	7,5	3,9	1,8
Importaciones (a/a en %)	5,9	6,0	2,4	7,0	6,0	2,2	2,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,4	4,2	3,5	3,3	3,5	3,7	3,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,2	2,3	3,2	6,6	4,8	4,0	3,5
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-3,4	-2,5	-1,1	-2,3	-2,8	-3,2
Balance comercial (% PIB)	-0,2	-1,2	-1,2	-0,9	-1,2	-1,5	-1,4
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,9	-2,6	-2,2	-1,6	-1,7	-1,6	-1,6
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	3,25	5,75	7,25	8,25	8,00	7,25
Tipo de corto plazo (final período)	2,92	3,29	5,87	7,31	8,27	8,14	7,21
Tipo de largo plazo (final período)	5,79	6,28	7,42	7,66	8,52	8,17	7,10
Tipo de cambio vs USD (fin período)	14,75	17,20	20,74	19,67	20,08	19,41	19,07
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	17,90	18,73	21,86	23,59	22,79	22,83	22,89
Crédito privado (% a/a, media)	10,8	13,6	16,3	12,1	10,6	3,7	5,9
Crédito familias (% a/a, media)	8,1	8,4	12,8	10,0	8,4	4,5	4,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,8	-11,4	3,5	1,7	-1,4	15,5	16,0
Tasa de ahorro (% , media)	13,8	14,6	12,8	10,8	11,4	9,5	9,5

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

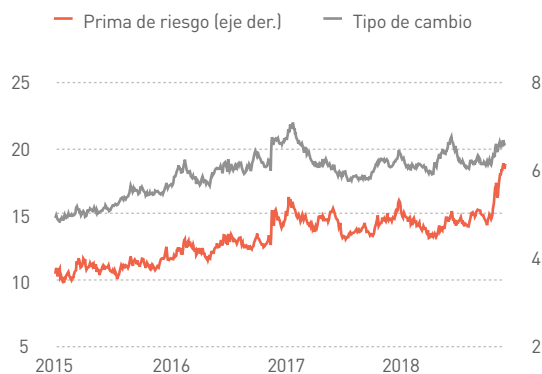
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.9-c
México: índice de actividad económica,
2015-2018



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

Gráfica 1.2.9-d
México: tipo de cambio
vs prima de riesgo, 2015-2018



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

1.2.10 Brasil

Necesidad de reformas en el marco de un nuevo gobierno

En el tercer trimestre de 2018 la actividad económica en Brasil se recuperó (1,3% a/a) impulsada por la demanda doméstica, lo que permite prever que cerrará el año creciendo un 1,2%. Se estima que en 2019 la actividad económica deberá acelerar hasta 2,3%, apoyada en el consumo privado, la inversión y las exportaciones. El consumo total crecerá un 1,7%, la inversión un 3,7% y las exportaciones favorecidas por una moneda depreciada crecerán un 6,7%, mientras que las importaciones tenderán a desacelerarse (véanse las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b, y la Tabla 1.2.10). En cuanto al déficit por cuenta corriente, se amplió en 2018 hasta el 0,9%, aunque continúa siendo estrecho comparado con el periodo 2010-2016. En este sentido, se prevé una senda en la que continuaría reduciendo su vulnerabilidad exterior y situaría el déficit por cuenta corriente en el 0,5% en 2019.

Gracias a una inflación en el entorno del 4% y unos tipos de interés en Estados Unidos (que todo indica que harán una pausa en la velocidad de la normalización monetaria), los tipos de interés oficiales de Brasil deberán situarse no más allá de 7% a finales de 2019 y 8% a finales de 2020. Esto, unido a una paulatina recuperación del mercado de trabajo, permitirá un crecimiento en el entorno de 2,6%

Brasil

- Un panorama mundial en desaceleración y en proceso de endurecimiento monetario repercutirá en la política monetaria de Brasil y en su ritmo de crecimiento.
- Jair Bolsonaro fue elegido presidente de Brasil, y aunque ha sido bien recibido por los mercados, la implementación de reformas seguirá siendo un proceso complejo.
- Las reformas fiscal y de la seguridad social (pensiones) son urgentes para preservar el perfil de crédito del país.

de cara al 2020. No obstante, la agenda en lo económico pasará por la necesidad de impulsar reformas (la principal la de las pensiones), pero también avanzar en la agenda de privatizaciones y de reformas que estimulen la actividad económica. De aprobarse una reforma de la seguridad social, esta solo produciría resultados solo a partir de 2020 y la deuda bruta seguirá aumentando el próximo año alcanzando el 78,8% del PIB (Gráfica 1.2.10-d).

Por otra parte, el continuo endurecimiento de las condiciones monetarias en varios países y la intensificación de la tensión comercial, afectan a los mercados emergentes en general. Sin embargo, la esperada pausa en el

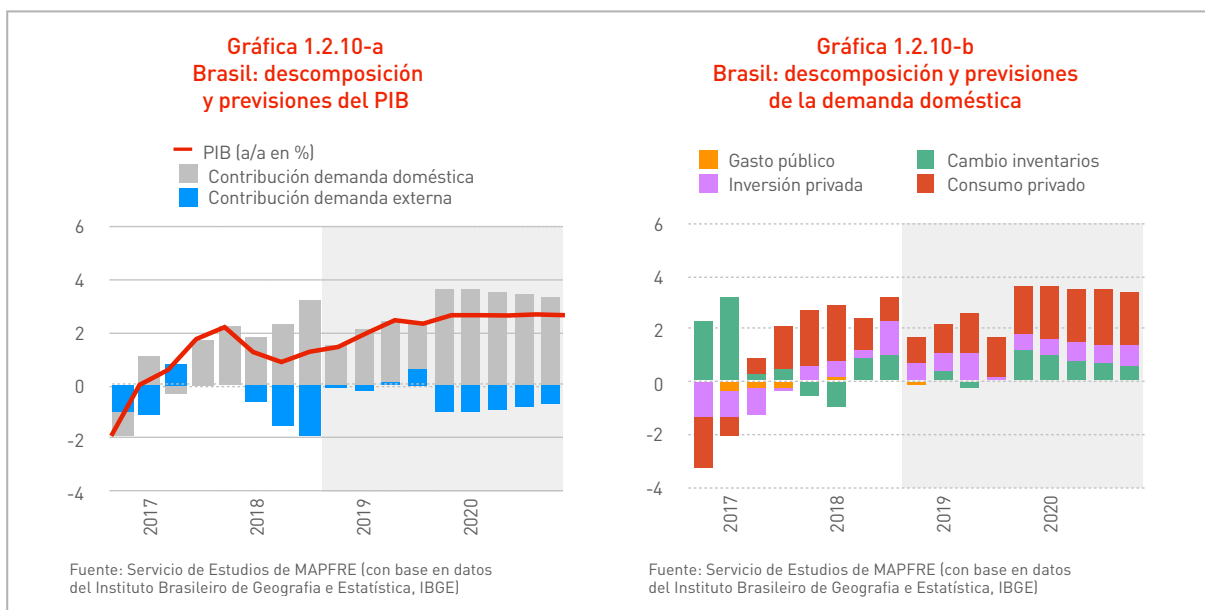


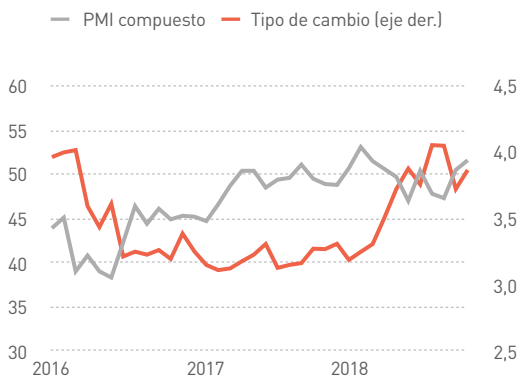
Tabla 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	0,5	-3,6	-3,3	1,1	1,2	2,3	2,6
Contribución de la demanda doméstica	0,5	-7,1	-5,1	1,2	2,2	2,4	3,5
Contribución de la demanda externa	0,0	3,6	1,8	-0,1	-1,0	-0,1	-0,8
Contribución del consumo privado	1,5	-2,2	-2,7	0,9	1,3	1,5	2,0
Contribución de la inversión privada	-0,8	-2,9	-2,3	-0,4	0,7	0,6	0,7
Contribución del gasto público	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,0	-0,0	0,0
Demanda doméstica (% a/a, media)	0,2	-6,7	-4,9	1,2	2,2	2,4	3,4
Consumo total (% a/a, media)	2,0	-2,8	-3,0	0,9	1,5	1,7	2,3
Inversión privada (% a/a, media)	-4,1	-14,0	-12,0	-2,4	4,4	3,7	4,0
Exportaciones (a/a en %)	-1,3	6,8	0,7	5,8	2,7	6,7	3,6
Importaciones (a/a en %)	-2,3	-14,1	-9,6	5,6	8,6	6,2	7,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,5	9,0	12,0	11,8	12,0	10,4	9,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,5	10,4	7,0	2,8	4,1	4,1	4,0
Balance fiscal (% PIB)	-6,0	-10,2	-9,0	-7,8	-8,1	-7,0	-6,3
Balance comercial (% PIB)	-0,3	1,0	2,5	3,1	2,8	2,7	2,2
Impulso fiscal (% PIB)	-0,5	-1,8	-2,4	-1,7	-2,2	-1,8	-1,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,1	-3,0	-1,3	-0,3	-0,9	-0,5	-0,9
Tipo de interés oficial (final período)	11,32	14,25	13,97	7,58	6,50	7,00	8,00
Tipo de corto plazo (final período)	11,65	14,15	13,65	6,90	6,44	6,85	7,87
Tipo de largo plazo (final período)	12,25	16,10	11,36	10,24	9,89	9,89	9,41
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,66	3,90	3,26	3,31	3,86	3,70	3,74
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3,22	4,25	3,43	3,97	4,38	4,35	4,49
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	14,0	9,9	4,3	4,6	6,6	12,0	13,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% , media)	20,3	18,2	17,3	18,3	18,2	18,3	17,9

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

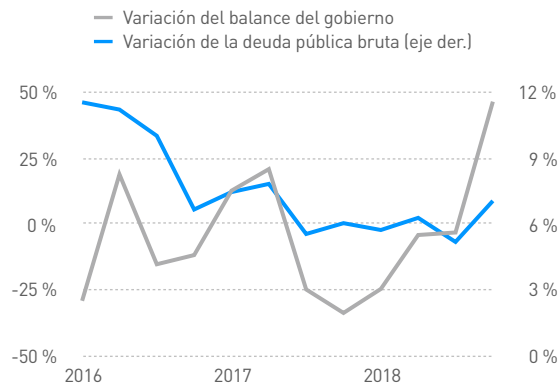
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.10-c
Brasil: PMI compuesto
vs tipo de cambio, 2016-2018



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

Gráfica 1.2.10-d
Brasil: balance del gobierno
vs deuda pública bruta, 2016-2018



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

endurecimiento de la política monetaria de los Estados Unidos nos hace prever una estabilidad del real en el entorno de 3,70 para finales de 2019.

1.2.11 Argentina

Economía en recesión

La economía argentina ha entrado oficialmente en un periodo recesivo, con un tercer trimestre registrando una contracción de 3,5% frente al mismo periodo del año anterior. La conjunción de varios fenómenos durante el 2018 ha afectado severamente el desempeño económico de la tercera economía de América Latina.

En el 2018, los efectos recesivos de la crisis cambiaria han sido evidentes. Por un lado, la inflación se ha acelerado fuertemente al pasar del 27,1% en el segundo trimestre al 35,4% en el tercer trimestre (Gráfica 1.2.11-d), afectando negativamente los ingresos de los hogares, su consumo y la confianza de los agentes. En este entorno, el gobierno argentino y el Fondo Monetario Internacional (FMI) firmaron un acuerdo para tratar de estabilizar la economía. El programa *Stand By* por 57.100 millones de dólares y una duración de 36 meses buscaba devolver la confianza a través de dos frentes: (i) enfrentar los desequilibrios fiscales, y (ii) fortalecer al Banco Central de la República Argentina que ahora tendrá como objetivo contener la inflación e implementar una política cambiaria de flotación sin intervención.

Sin embargo, los efectos positivos de dicho acuerdo tardarán en llegar.

Pese a que en el sector real los efectos del acuerdo entre el gobierno y el FMI aún no se sienten del todo, los mercados financieros han valorado positivamente el acuerdo. De esta manera, desde octubre el peso argentino se ha estabilizado en un rango que oscila entre los 35 y 38 ARS-USD. Por su parte, la tasa de las letras de liquidez, LELIQ (un nuevo tipo de referencia de los títulos del tesoro argentino a 7 años con cotización diaria) ha adoptado una tendencia bajista al descender desde el máximo del 73,5% en la segunda semana de octubre hasta el nivel del 60% en el mes de diciembre (Gráfica 1.2.11-c).

De esta forma, nuestra previsión de crecimiento medio para el 2018 se ubica en el -2,5%. En el cuarto trimestre de 2018, esperamos que se cierre el año con un decrecimiento cercano al

Argentina

- Argentina ha entrado de lleno en el terreno negativo en el 2018.
- El acuerdo entre el gobierno argentino y el FMI ha tenido efectos positivos en los mercados financieros.
- En algún momento del 2019 la economía argentina tocará el punto más bajo del ciclo.

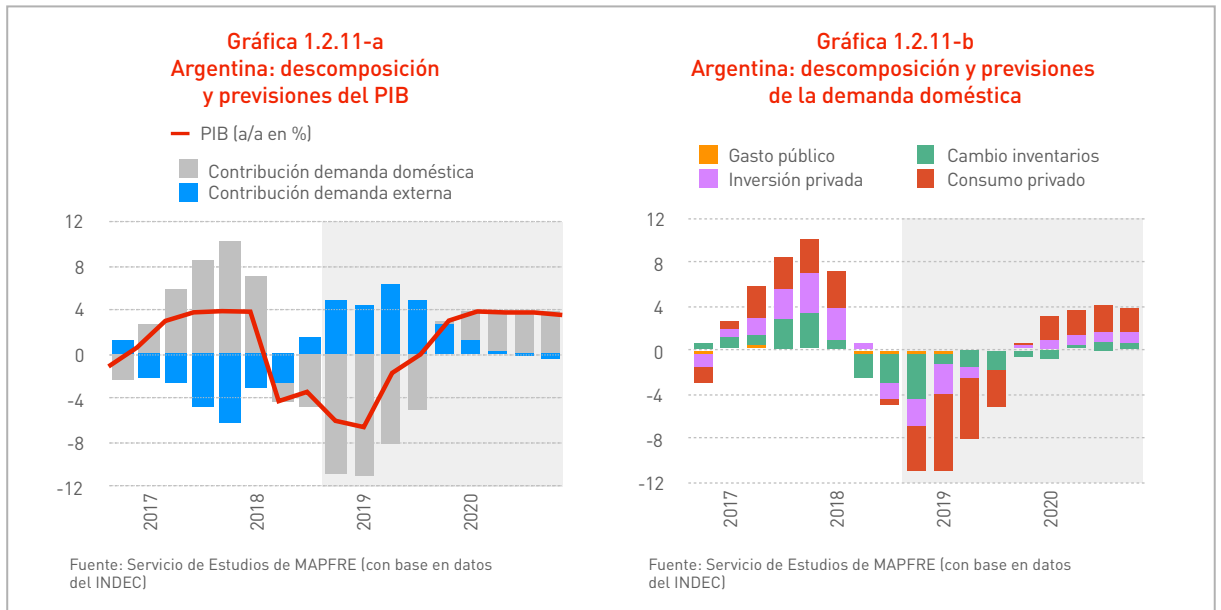


Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	-2,5	2,7	-1,7	2,8	-2,5	-1,3	3,8
Contribución de la demanda doméstica	-4,0	4,0	-1,8	6,8	-2,6	-5,9	3,5
Contribución de la demanda externa	1,5	-1,3	0,1	-4,0	0,1	4,6	0,3
Contribución del consumo privado	-3,1	2,5	-0,7	2,5	-0,2	-3,9	2,3
Contribución de la inversión privada	-1,2	0,7	-0,9	2,1	-0,1	-0,8	0,9
Contribución del gasto público	0,4	0,9	0,0	0,3	-0,2	-0,1	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	-3,6	3,8	-1,7	6,4	-2,3	-5,4	3,3
Consumo total (% a/a, media)	-3,2	4,1	-0,8	3,3	-0,6	-4,5	2,8
Inversión privada (% a/a, media)	-6,6	3,4	-4,8	10,8	0,3	-4,0	4,4
Exportaciones (a/a en %)	-6,2	-2,3	6,1	1,0	-0,3	7,6	5,5
Importaciones (a/a en %)	-9,7	3,6	4,4	15,9	-0,1	-10,3	3,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,9	7,0	7,6	7,2	7,6	8,2	7,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	44,2	26,0	39,3	23,3	47,5	26,6	19,5
Balance fiscal (% PIB)	-4,8	-5,9	-5,8	-6,0	-4,9	-3,3	-3,3
Balance comercial (% PIB)	1,0	-0,1	0,8	-0,9	-0,8	2,7	2,9
Impulso fiscal (% PIB)	-3,2	-3,9	-4,1	-3,7	-2,5	-0,2	0,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,6	-2,7	-2,7	-4,9	-5,6	-2,5	-2,5
Tipo de interés oficial (final período)	25,33	33,00	24,75	28,75	63,00	54,50	46,50
Tipo de corto plazo (final período)	16,00	26,00	26,75	30,75	62,98	41,93	26,93
Tipo de largo plazo (final período)	9,36	6,65	7,00	5,91	10,07	9,17	8,94
Tipo de cambio vs USD (fin período)	8,55	13,04	15,89	18,65	39,29	48,58	56,33
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	10,38	14,20	16,75	22,37	44,59	57,13	67,60
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% , media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INDEC)
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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

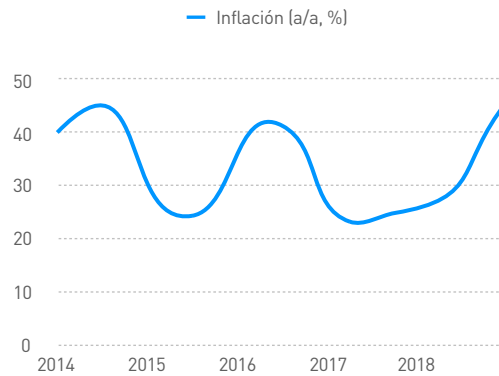
Gráfica 1.2.11-c
Argentina: letras de liquidez (LELIQ*)
vs tipo de cambio, 2016-2018



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

*Serie empalmada Repo 7D y LELIQ.

Gráfica 1.2.11-d
Argentina: evolución de la inflación,
2014-2018



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

6,0%. Entrado el 2019, esperamos que la parte más baja del ciclo se toque en el primer trimestre con un descenso del -6,6% a/a. Así, la economía argentina entraría en una senda de recuperación que permitirá que la media de crecimiento del 2019 se posicione en el -1,3%. Es decir, un 1,2% más alta que la esperada para el 2018 (véanse las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b, y la Tabla 1.2.11).

Estos elementos estarán acompañados de una tasa de inflación que paulatinamente tendrá que retornar a los niveles del 20-30% al cierre del 2019. De darse los efectos esperados del acuerdo entre el FMI y el gobierno argentino, los precios deberían encaminarse en una senda bajista que los podría llevar por debajo del 20% a/a en algún momento del 2020. Por el lado del mercado de trabajo, la recesión económica redundará en menores niveles de contratación, impulsando la tasa del paro al alza y llevándola por encima del 9,6 en el primer trimestre del 2019.

En conclusión, la economía argentina ha entrado en la parte más baja del ciclo que podría extenderse hasta finales del 2019. En el mediano plazo, la senda de recuperación dependerá en gran medida del proceso de ajuste que acompañe al acuerdo suscrito entre el gobierno y el FMI.

1.2.12 China

Menor crecimiento aún con desequilibrios

La economía china mantiene sus señales de desaceleración: la producción industrial y las ventas al por menor se ralentizaron más de lo previsto, según el dato de noviembre, impulsadas por una demanda externa más débil y un consumo discrecional más lento, mientras que la inversión en infraestructuras siguió siendo moderada. Los datos más adelantados como los PMIs (Gráfica 1.2.12-c) muestran que, aunque la actividad se mantendrá en terreno expansivo, su intensidad es mucho menor. La

China

- Se espera que el crecimiento de la economía china se desacelere hasta el 6,2% en 2019, debido a la pérdida de dinamismo económico mundial y al efecto de la guerra comercial.
- China se enfrenta a un menor crecimiento con mayores desequilibrios, pero su margen de maniobra es mayor que el de las economías desarrolladas.
- El gobierno promoverá políticas de estímulo fiscal y monetario que permitan mantener los niveles de crecimiento objetivo. El objetivo de estabilidad financiera podría quedar relegado temporalmente.

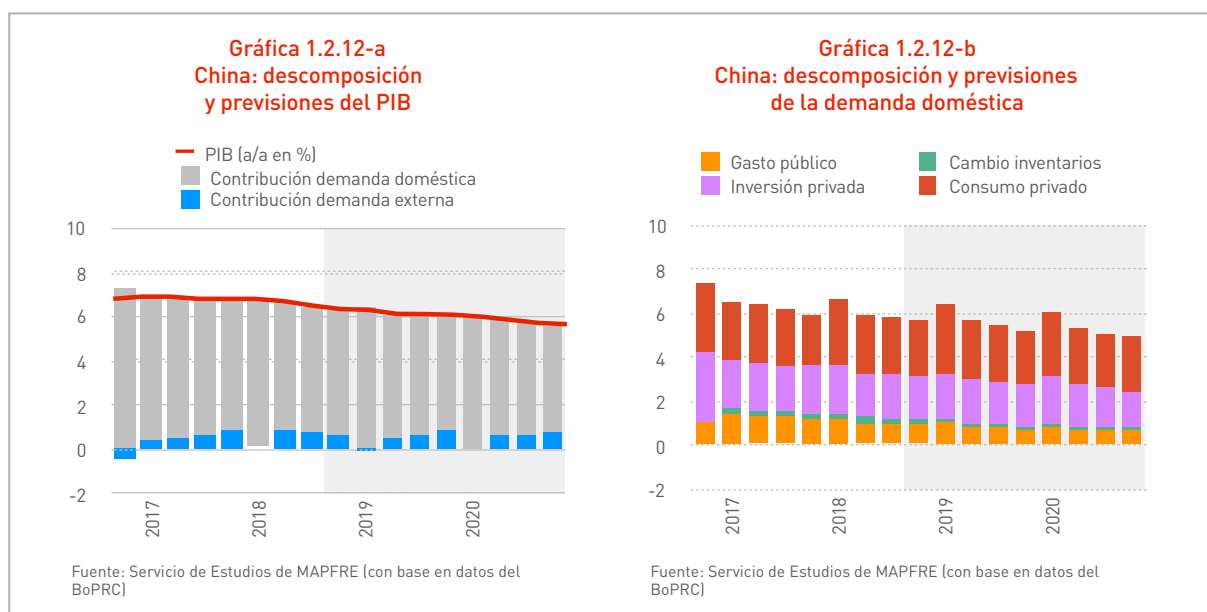


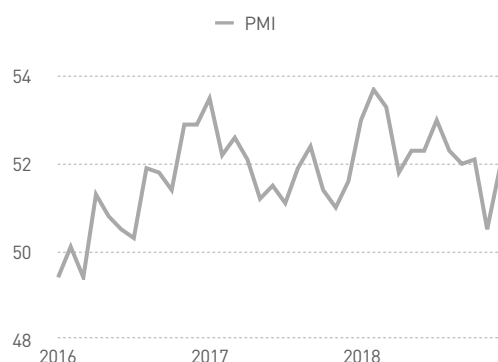
Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	7,3	6,9	6,7	6,9	6,6	6,2	5,8
Contribución de la demanda doméstica	5,7	6,9	7,3	6,2	6,0	5,7	5,3
Contribución de la demanda externa	1,6	-0,0	-0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Contribución del consumo privado	3,1	3,1	3,1	2,6	2,7	2,7	2,6
Contribución de la inversión privada	2,2	3,4	3,1	2,1	2,0	2,0	1,9
Contribución del gasto público	0,4	0,9	1,2	1,3	1,0	0,9	0,8
Demanda doméstica (% a/a, media)	7,2	7,1	7,5	6,4	6,1	5,8	5,5
Consumo total (% a/a, media)	7,1	8,0	8,6	7,6	7,2	6,8	6,4
Inversión privada (% a/a, media)	6,9	7,4	6,7	4,6	4,5	4,6	4,4
Exportaciones (a/a en %)	5,4	0,5	1,8	6,6	5,4	3,9	4,4
Importaciones (a/a en %)	7,7	0,6	3,2	8,2	8,8	5,2	5,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,1	4,1	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,5	1,5	2,2	1,8	2,4	2,1	2,6
Balance fiscal (% PIB)	-1,8	-3,4	-3,8	-3,7	-3,8	-3,9	-3,9
Balance comercial (% PIB)	4,2	5,3	4,4	3,9	2,9	2,8	2,6
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,3	2,8	1,8	1,3	0,3	0,3	0,3
Tipo de interés oficial (final período)	4,96	2,32	2,59	3,09	3,04	3,34	3,78
Tipo de corto plazo (final período)	5,75	3,05	4,25	5,53	3,33	3,77	4,18
Tipo de largo plazo (final período)	3,63	2,82	3,05	3,91	3,36	3,99	4,40
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,20	6,49	6,94	6,51	6,91	6,71	6,46
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	7,53	7,07	7,32	7,80	7,84	7,90	7,75
Crédito privado (% a/a, media)	13,4	14,8	13,3	10,5	12,2	10,4	8,7
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% , media)	39,7	39,3	38,4	38,6	38,2	38,0	37,5

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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

Gráfica 1.2.12-c
China: evolución de los PMI,
2016-2018



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

Gráfica 1.2.12-d
China: retorno de deuda
de alta rentabilidad, 2016-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de IHS Markit)

ralentización económica implica mayores retos del lado de la demanda externa, a la par que la demanda doméstica acusa (como el resto del mundo) claros síntomas de agotamiento. Esto nos obliga a esperar un crecimiento promedio para 2019/2020 ligeramente inferior al 6%, el más bajo registrado desde los noventa (véanse las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b, y la Tabla 1.2.12).

Esta desaceleración es atribuible a tres factores: (i) el menor dinamismo exterior, en especial en Estados Unidos y la Eurozona, que acusan, como se ha comentado ya, su esperado cambio cíclico; (ii) los efectos de la escalada tarifaria, pese a la tregua de tres meses vigente¹⁷ (efectos que se canalizan por el lado de las expectativas hacia la inversión), y (iii) y a una mezcla de política económica que no ha funcionado todo lo bien que se hubiera deseado durante el último año.

Este mezcla de política económica se caracterizó por ser un ejercicio con tres objetivos difícilmente reconciliables: (i) ajustar de desequilibrios domésticos ("*balancing act*"), especialmente en los mercados inmobiliarios y monetarios, al tiempo que se buscaba (ii) revivir el dinamismo de la actividad económica, y todo ello (iii) sin distorsionar ni incrementar la deuda corporativa (el retorno de la deuda High Yield se ha incrementado casi 50 puntos básicos en cinco años como consecuencia del deterioro crediticio de las empresas participadas por el Estado). Así, pese a que el objetivo era avivar la actividad sin incurrir en desequilibrios, su efecto ha

sido limitado y el crédito se ha acelerado en promedio 2% (del 10% al 12%, aproximadamente), y en consecuencia el apalancamiento corporativo no ha cesado de crecer.

China se enfrenta también a un punto de cambio en el ciclo económico con menor crecimiento y mayores vulnerabilidades, pero su capacidad de afrontarlos pareciera ser mayor que la del resto del mundo. A tal efecto, y con el aliciente del momento cíclico dándose la vuelta, se ha optado por reactivar medidas de estímulo sin complejos, abandonando por el momento el compromiso por la estabilidad financiera planteado por el presidente Xing Ping a inicios de año, el cual, de momento, se aborda con medidas estructurales con efectos en el largo plazo.

La fórmula de reactivación económica contempla estímulos monetarios muy centrados en las pequeñas y medianas empresas y en el consumidor final, que se añaden a las medidas activadas en 2018¹⁸ como son la reducción del ratio de reservas requeridas al sector financiero, lo que implícitamente libera casi 2,2 millones de dólares de liquidez en el sistema o la rebaja del tipo de referencia. El efecto más visible de la rebaja de ambos fue la caída del Repo hasta el 2,2% (8 de enero), aunque de forma gradual se esté recuperando hacia el terreno del 3%.

Por el lado fiscal, el estímulo contemplado también es relevante y concibe una reducción

de la carga fiscal tanto para consumidores (aumento de la renta exenta, deducciones por hipotecas y gastos en salud y educación), como para empresas (reducción del impuesto al valor añadido soportado en algunas rúbricas industriales y de transporte). Por otra parte, en el contexto actual de bajo crecimiento y con el posible incremento tarifario en el horizonte, el banco central mantendrá una postura de mantener el tipo de cambio en la banda actual.

1.2.13 Indonesia

Crecimiento económico y resiliencia financiera

La economía indonesia creció a un ritmo estable del 5,2% en el tercer trimestre de 2018, esperando una tasa ligeramente inferior para el cierre de año (5,1%) y una sostenibilidad de dichos niveles a lo largo de 2019. Este crecimiento se apoya principalmente en el impulso de la demanda doméstica, los positivos niveles de inversión y el gasto público que se espera se mantenga constante al menos hasta las próximas elecciones parlamentarias fijadas para abril de 2019 (véanse las Gráficas 1.2.13-c y 1.2.13-d, y la Tabla 1.2.13).

El año 2018 ha estado marcado por el endurecimiento de las condiciones financieras externas, cuyo impacto en la economía indonesia ha sido moderado (Gráfica 1.2.13-b). En este sentido, el gobierno ha respondido con políticas fiscales restrictivas por la vía del

Indonesia

- Tasas de crecimiento económico estable y resiliencia financiera.
- Elecciones en abril de 2019.
- Con las presiones inflacionarias controladas, el banco central pone el foco en la estabilidad exterior y el tipo de cambio.

endurecimiento de su marco fiscal y la contención del gasto público postergando la puesta en marcha de ciertos proyectos en infraestructura ya programados. A su vez, el desequilibrio de su balanza por cuenta corriente continúa en el terreno negativo del 2,4% (promedio del año), principalmente por el elevado crecimiento de las importaciones de petróleo y materias primas.

En cuanto a inflación se refiere, debería cerrar 2018 en torno al 3,7% (3,2% en noviembre). Aunque se espera que la inflación aumente ligeramente en 2019 como consecuencia de la eliminación de ciertos subsidios, esta debería mantenerse en el rango objetivo del 2,5-4,5%.

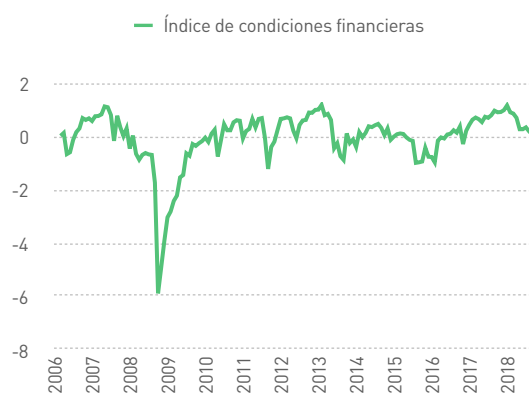
La política macro-prudencial sigue centrada en la estabilidad macroeconómica. En la última reunión del banco central, y tras el aumento de 175 puntos básicos a lo largo del año, se mantuvieron los tipos sin cambios, en la

Gráfica 1.2.13-a
Indonesia: tipo de cambio vs evolución de la renta variable, 2014-2018

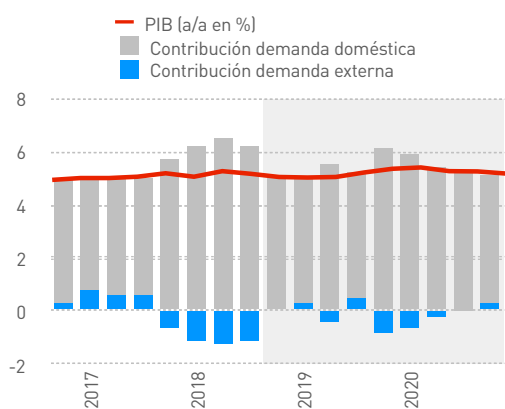


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Bloomberg)

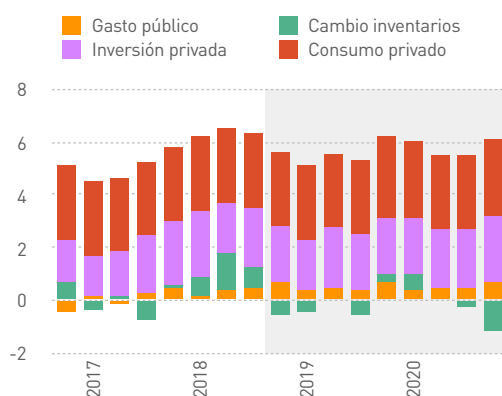
Gráfica 1.2.13-b
Indonesia: índice de condiciones financieras, 2006-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Citi Indonesia Financial)

Gráfica 1.2.13-c
Indonesia: descomposición
y previsiones del PIB


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

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


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

Tabla 1.2.13
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	5,0	4,9	5,0	5,1	5,1	5,2	5,3
Contribución de la demanda doméstica	4,6	3,9	4,9	4,7	6,0	5,3	5,4
Contribución de la demanda externa	0,4	0,9	0,2	0,4	-0,9	-0,1	-0,1
Contribución del consumo privado	2,9	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9
Contribución de la inversión privada	1,0	1,6	1,5	2,0	2,2	2,1	2,3
Contribución del gasto público	0,1	0,5	-0,0	0,2	0,4	0,4	0,5
Demanda doméstica (% a/a, media)	5,3	4,0	4,9	4,8	6,1	5,3	5,4
Consumo total (% a/a, media)	4,7	4,9	4,4	4,6	5,1	5,3	5,2
Inversión privada (% a/a, media)	4,5	5,0	4,5	6,1	6,8	6,4	6,9
Exportaciones (a/a en %)	1,3	-2,1	-1,6	9,2	6,6	4,3	5,5
Importaciones (a/a en %)	2,2	-6,2	-2,5	8,1	11,8	5,1	6,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,9	5,8	5,5	5,3	5,3	4,8	4,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,5	4,8	3,3	3,5	3,7	3,7	3,5
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-2,6	-2,5	-2,6	-2,2	-2,0	-2,0
Balance comercial (% PIB)	0,8	1,6	1,6	1,9	0,4	1,3	1,6
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,1	-2,0	-1,8	-1,7	-2,5	-2,2	-1,6
Tipo de interés oficial (final período)	6,50	6,25	4,75	4,25	6,00	6,50	6,50
Tipo de corto plazo (final período)	7,17	8,86	7,46	5,48	7,67	7,66	7,71
Tipo de largo plazo (final período)	7,86	8,81	7,85	6,30	8,01	8,71	8,83
Tipo de cambio vs USD (fin período)	12.427	13.836	13.525	13.484	14.534	14.272	14.058
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	15.088	15.063	14.257	16.171	16.496	16.783	16.870
Crédito privado (% a/a, media)	15,2	10,6	7,8	8,2	10,3	8,8	9,8
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	4,4	32,0	10,1	15,1	4,3	3,3	9,3
Tasa de ahorro (% , media)	17,0	17,0	17,0	17,0	17,3	17,9	18,1

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BPS)
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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

medida en que la inflación se muestra controlada y dentro del objetivo del regulador. Sin embargo, esto no impide que el banco central pueda seguir subiendo tipos de interés, dado el objetivo de mantenimiento de la estabilidad externa y de contener la evolución de la moneda (Gráfica 1.2.13-a). En este sentido, se prevé que en 2019 la postura monetaria del banco central pueda endurecerse y subir los tipos oficiales en 100 puntos básicos, en paralelo a los movimientos que finalmente se produzcan en la política monetaria de los Estados Unidos.

De cara a 2019, el foco estará en las elecciones presidenciales y parlamentarias de Indonesia que se celebrarán el 17 de abril y cuya toma de posesión del cargo presidencial deberá ser el 20 de octubre. Los temas de la agenda económica estarán esencialmente en torno a la liberalización de los precios de la energía y al equilibrio de su balanza externa.

1.2.14 Filipinas

Crecimiento dinámico con aumento en desequilibrios externos

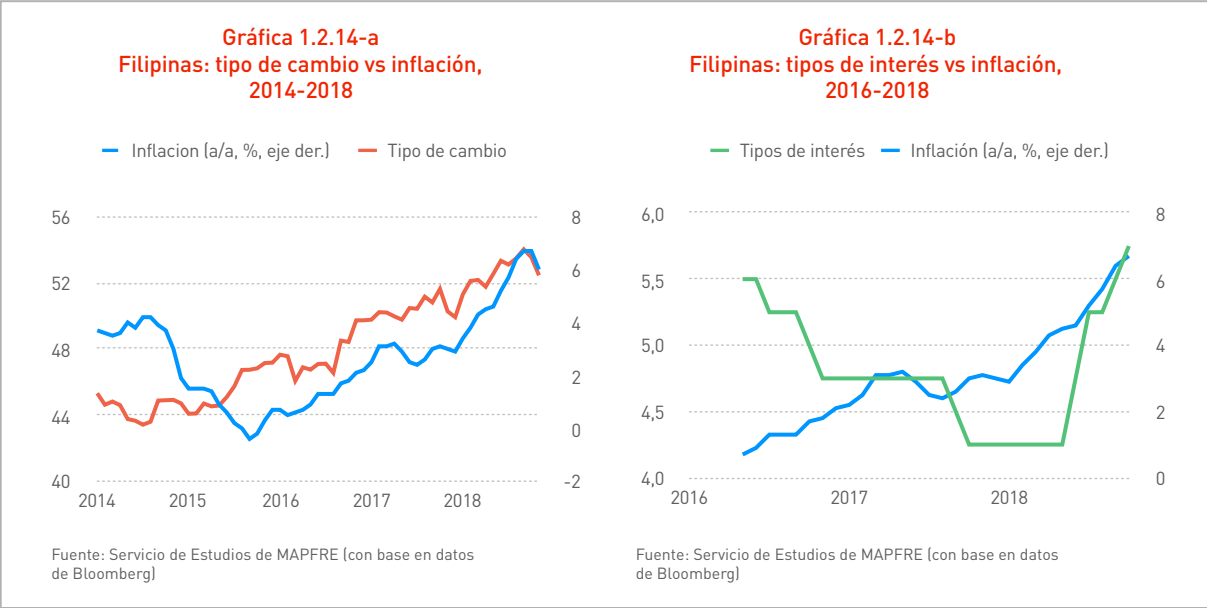
La economía filipina sostiene un fuerte crecimiento (6,1% en el tercer trimestre de 2018), debiendo terminar el año en tanto al 6,3% gracias al sostenimiento de la demanda interna (privada, +5,2%; pública, +14,3%), pero también la inversión (+16,7%) y a las exportaciones (+14,3%). En medio de un contexto global de

Filipinas

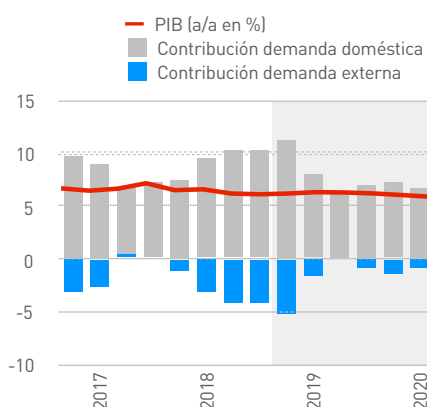
- **Dinámico crecimiento en 2018 impulsado por la demanda interna y la inversión.**
- **Aumenta el desequilibrio externo por elevado déficit comercial.**
- **La inflación relaja las tasas de crecimiento tras sus máximos de octubre.**

desaceleración, se espera una ligera disminución del crecimiento del PIB hasta el 6,2% en 2019, por debajo del objetivo del gobierno del 6,5% (véanse las Gráficas 1.2.14-c y 1.2.14-d, y la Tabla 1.2.14). De cara al futuro, es previsible que la inversión siga fuerte y una inflación más suave (con máximos registrados en octubre de 2018) debería funcionar de soporte para mantener el ritmo de crecimiento del consumo privado.

El déficit comercial se amplió fuertemente en octubre con las importaciones creciendo un 21,4%, principalmente por el petróleo y otras materias primas y bienes de equipo, mientras que las exportaciones aumentaron solo un 3,3%, mermadas principalmente por los productos agrícolas que se vieron afectados por eventos climatológicos adversos. En este sentido, los últimos datos reflejan un mercado interno fuerte y una demanda exterior debilitándose, aunque las encuestas de

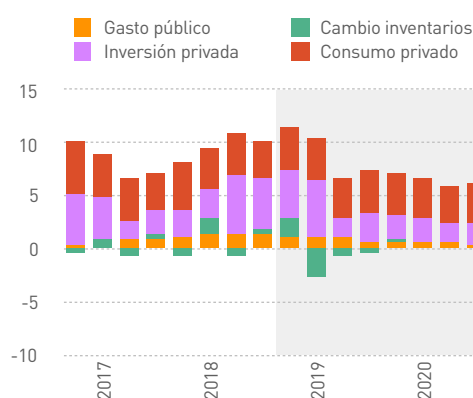


Gráfica 1.2.14-c
Filipinas: descomposición
y previsiones del PIB, 2015-2019



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

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



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

Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	6,1	6,0	6,9	6,7	6,3	6,2	5,8
Contribución de la demanda doméstica	4,8	9,1	11,9	7,5	10,4	7,1	6,3
Contribución de la demanda externa	1,3	-3,0	-5,0	-0,8	-4,1	-0,9	-0,5
Contribución del consumo privado	3,9	4,4	4,9	4,1	3,8	4,1	3,8
Contribución de la inversión privada	1,1	3,6	6,2	2,7	4,4	2,9	1,9
Contribución del gasto público	0,3	0,8	0,9	0,7	1,4	0,9	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	5,0	9,0	11,5	6,9	9,6	6,3	5,6
Consumo total (% a/a, media)	5,2	6,5	7,4	6,0	6,5	6,3	5,3
Inversión privada (% a/a, media)	7,2	16,6	26,6	9,5	15,5	9,3	5,9
Exportaciones (a/a en %)	12,6	8,7	11,7	19,6	10,6	10,4	6,1
Importaciones (a/a en %)	10,1	14,6	20,5	18,2	15,7	9,9	5,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,0	5,6	4,7	5,0	5,1	4,7	4,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,9	0,3	2,0	3,0	6,0	3,4	4,0
Balance fiscal (% PIB)	-0,6	-0,9	-2,4	-2,2	-3,0	-3,0	-2,9
Balance comercial (% PIB)	-6,1	-8,0	-11,7	-12,9	-14,8	-14,7	-14,2
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,8	2,5	-0,4	-0,7	-2,3	-2,5	-2,3
Tipo de interés oficial (final período)	4,00	4,00	3,00	3,00	4,75	5,25	5,50
Tipo de corto plazo (final período)	3,09	3,03	2,50	3,22	5,00	5,54	5,57
Tipo de largo plazo (final período)	4,37	4,10	4,63	5,70	7,33	7,71	7,71
Tipo de cambio vs USD (fin período)	44,62	47,17	49,81	49,92	53,02	51,93	50,79
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	54,17	51,35	52,51	59,87	60,18	61,07	60,95
Crédito privado (% a/a, media)	18,0	13,2	15,3	18,0	16,1	10,3	9,9
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,8	2,6	8,7	9,2	10,2	10,4	9,9
Tasa de ahorro (% , media)	9,3	7,7	7,8	8,1	7,5	7,3	7,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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

expectativas repuntaron en los últimos datos de noviembre.

En cuanto a la inflación, esta retrocedió al 5,2% en diciembre desde 6% anterior (Gráfica 1.2.14-a) gracias a la menor presión en los alimentos y combustibles. En este sentido, se prevé que la inflación probablemente se estabilizará en torno al 4,2% en el primer semestre de 2019, aún por encima del rango objetivo del banco central (2-4%).

En materia de política monetaria, en su reunión de diciembre el banco central mantuvo los tipos de interés en el 4,75% (Gráfica 1.2.14-b), tras el endurecimiento de 175 puntos básicos a lo largo de 2018,

motivado por las menores presiones inflacionarias registradas en los últimos meses del año. Las subidas de tipos de interés del 2018 se han trasladado a los tipos de interés aplicados por los bancos comerciales y se ha verificado una desaceleración del crecimiento del crédito desde niveles del 20% en 2017 a 10% a finales del 2018. A pesar de unos datos de inflación más contenidos, de cara a 2019 se estima que el banco central filipino subirá tipos en otros 25 puntos básicos en el primer trimestre del año, mientras que las siguientes decisiones estarán supeditadas al comportamiento de la inflación y del impulso crediticio.

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora

2.1.1 Mercados globales

La actual situación económica anticipa un crecimiento mundial para 2019 en el entorno del 3,3% (3,6% en 2018, según los últimos datos disponibles), lo que vendría a confirmar la tendencia a una desaceleración moderada de la demanda global, en un contexto de aumento de los costes financieros, originado en gran medida por la política de normalización monetaria de los Estados Unidos. El crecimiento global previsto es todavía notable, pero continúa perdiendo nivel y sincronía, confirmando los síntomas que anuncian un cambio de ciclo económico.

De momento, el crecimiento en la actividad económica favorece el desarrollo del mercado asegurador, y en mayor medida en los mercados emergentes, donde la aún reducida tasa de penetración de los seguros conlleva en general una mayor elasticidad en el crecimiento de las primas ante crecimientos del PIB y a ofrecer importantes potenciales de crecimiento para el futuro (véase el Recuadro 2.1.1). Sin embargo, de forma coyuntural la ralentización de la actividad económica global se trasladará al crecimiento de las primas de seguros mundiales, especialmente en los segmentos de No Vida y Vida riesgo, dada su fuerte vinculación con el comportamiento del ciclo económico. La normalización de las políticas monetarias puede ayudar, sin embargo, al desarrollo del negocio asegurador de Vida ahorro y rentas vitalicias, y a mejorar la rentabilidad financiera de las compañías aseguradoras, una vez se materialice un escenario de mayores tipos de interés.

Tabla 2.1.1
Mercado No Vida: previsiones de crecimiento de
mercados aseguradores seleccionados, 2018-2020
 (escenario central, crecimiento nominal en moneda local, %)

	Mercado No Vida		
	2018	2019	2020
Eurozona	3,0 %	2,9 %	2,9 %
España	4,1 %	4,1 %	4,1 %
Italia	1,7 %	1,8 %	1,8 %
Alemania	3,4 %	3,0 %	2,8 %
Reino Unido	3,2 %	3,5 %	3,7 %
Turquía	14,2 %	12,4 %	11,8 %
Estados Unidos	4,0 %	3,8 %	3,8 %
Brasil	4,1 %	10,7 %	11,6 %
México	5,4 %	10,0 %	8,7 %
Argentina	24,2 %	20,8 %	20,4 %
Japón	-0,04 %	-0,7 %	-1,2 %
Filipinas	1,4 %	3,6 %	6,9 %
China	11,8 %	13,4 %	15,0 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (modelos ARIMA y Panel VAR Global)
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

Recuadro 2.1.1 Medición del potencial de aseguramiento global: el GIP-MAPFRE

EL GIP-MAPFRE

El Índice Global de Potencial Asegurador (*Global Insurance Potential Index*, GIP-MAPFRE) ha sido construido como una medida para delimitar el espacio asegurable global. A partir del análisis de los factores económicos y demográficos que dictan el comportamiento de la Brecha de Protección del Seguro (BPS), el GIP-MAPFRE permite elaborar un ranking que ordena un total de 96 mercados aseguradores, tanto emergentes como desarrollados, según su potencial de contribución al cierre de la BPS global.

Los factores empleados son condiciones de partida y diferenciales de crecimiento, principalmente relacionados con la población, nivel de renta, penetración (primas/PIB), densidad (primas per cápita) y elasticidad de las primas al ciclo económico. A través de la simulación de la BPS para el periodo 1997-2017, se comprueba que el modelo en que se basa el GIP-MAPFRE reproduce de forma verosímil el comportamiento real de la BPS. Así, utilizando previsiones económicas y demográficas, se han obtenido resultados para el periodo 2017-2027, los cuales dan lugar a los potenciales de cierre de brecha aseguradora utilizados en la estimación del GIP-MAPFRE*.

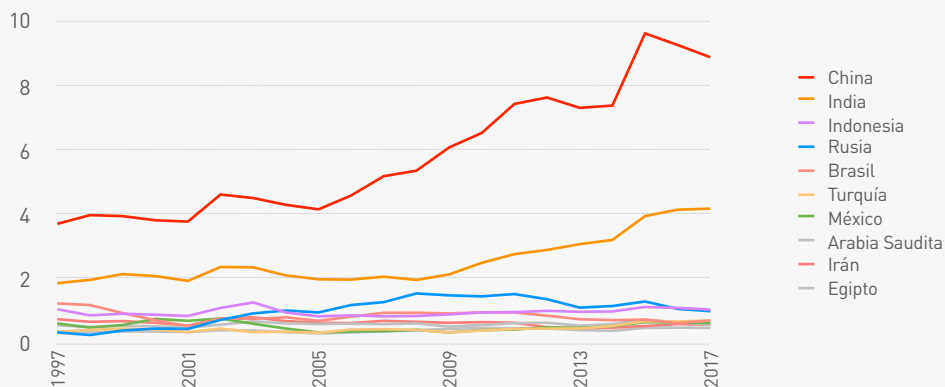
El ranking Vida y No Vida

El ranking elaborado a partir del GIP-MAPFRE para los segmentos de Vida y No Vida en un universo de 96 mercados aseguradores escrutados, identifica un número de mercados con elevado potencial de aseguramiento el cual se compone de 24 para el caso de Vida y de 25 para el segmento de No Vida.

Dentro de este grupo destacan una serie de mercados aseguradores (denominados *Tier 1*), los cuales, representando menos del 5% de la muestra analizada, reúnen más del 50% de la BPS global. Como es lógico, las economías más grandes son las que ocupan los primeros puestos del ranking, y son estas, además, las que cuentan con la capacidad para cerrar más rápidamente la brecha de aseguramiento.

En el caso del segmento de No Vida, el *Tier 1* viene representado por China, India, Estados Unidos e Indonesia. Les siguen Rusia, Japón, Alemania, Brasil, Turquía y México. De todos ellos, destacan Rusia y Turquía, que en la última década han conseguido avanzar 7 puestos hasta entrar en el top 10. Para el caso del segmento de Vida, el *Tier 1* lo forman China, Estados Unidos, India, Japón y Rusia, y son seguidos por Indone-

Gráfica A
Vida: evolución del GIP-MAPFRE para Top-10 de mercados emergentes, 1997-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

* La metodología para la estimación del GIP-MAPFRE puede consultarse en: Servicio de Estudios de MAPFRE, *Índice Global del Potencial Asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE, 2018.

Recuadro 2.1.1 (continuación)
Medición del potencial de aseguramiento global: el GIP-MAPFRE

Tabla A
Vida y No Vida: GIP-MAPFRE (percentil 75+ de 96 países), 2017

Vida				No Vida			
Mercado	Ranking global	GIP-MAPFRE	Cambio en el ranking vs 2016	Mercado	Ranking global	GIP-MAPFRE	Cambio en el ranking vs 2016
Tier 1				Tier 1			
China	1	7,8	0	China	1	9,4	0
Estados Unidos	2	3,9	0	India	2	4,4	0
India	3	3,6	0	Estados Unidos	3	4,3	0
Japón	4	1,3	0	Indonesia	4	1,2	0
Rusia	5	1,0	1	Tier 2			
Tier 2				Rusia	5	0,9	0
Indonesia	6	0,9	-1	Japón	6	0,8	0
Alemania	7	0,8	0	Alemania	7	0,8	0
Turquía	8	0,7	0	Brasil	8	0,7	0
Brasil	9	0,6	4	Turquía	9	0,6	1
México	10	0,5	0	México	10	0,6	-1
Irán	11	0,5	0	Irán	11	0,5	2
Arabia Saudita	12	0,5	-3	Francia	12	0,5	-1
Francia	13	0,5	2	Arabia Saudita	13	0,5	-1
Reino Unido	14	0,5	0	Pakistán	14	0,5	3
Egipto	15	0,4	-3	Nigeria	15	0,5	1
Pakistán	16	0,4	0	Reino Unido	16	0,5	-2
Italia	17	0,4	2	Italia	17	0,5	-2
Corea del Sur	18	0,4	0	Egipto	18	0,4	0
Nigeria	19	0,4	-2	Corea del Sur	19	0,4	0
España	20	0,3	0	España	20	0,3	0
Polonia	21	0,3	1	Tailandia	21	0,3	0
Canadá	22	0,3	2	Filipinas	22	0,3	0
Filipinas	23	0,3	-2	Bangladesh	23	0,3	1
Tailandia	24	0,3	-1	Vietnam	24	0,3	-1
				Polonia	25	0,2	0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

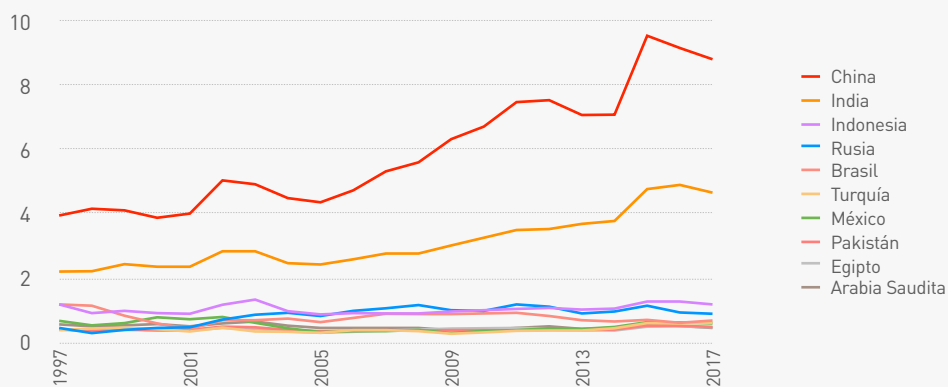
Recuadro 2.1.1 (continuación) Medición del potencial de aseguramiento global: el GIP-MAPFRE

sia, Alemania, Turquía, Brasil y México. La diferencia principal respecto al ranking de No Vida, es que Japón pasa a ocupar el cuarto lugar en detrimento de Indonesia, que pasa a la sexta posición. Además, destacan nuevamente Rusia y Turquía por su comportamiento en la última década, avanzando 9 y 8 puestos en ese lapso, respectivamente (véanse la Tabla A y las Gráficas A y B).

En conclusión, el GIP-MAPFRE es un instrumento que, con base en variables de partida relativas a la población, actividad económica y desempeño del sector asegurador, hace una medición sistemática del potencial del nego-

cio asegurador de cada mercado, medido a partir de su capacidad para cerrar la BPS. Este indicador muestra que los mercados con mayor potencial son los grandes países emergentes, los cuales, por su tamaño y capacidad para cerrar brecha de aseguramiento, avanzan en la convergencia hacia niveles de penetración similares a los que se observan en los mercados desarrollados. Estos, por su parte, derivan su potencial fundamentalmente del tamaño que ha alcanzado ya su mercado asegurador y no tanto de su capacidad de cierre de brecha, la cual es marginal.

Gráfica B
No Vida: evolución del GIP-MAPFRE para Top-10 de mercados emergentes, 1997-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

En la Tabla 2.1.1 se muestran las previsiones de crecimiento nominales de las primas de seguros del negocio de No Vida, en una serie de mercados aseguradores seleccionados.

2.1.2 Eurozona

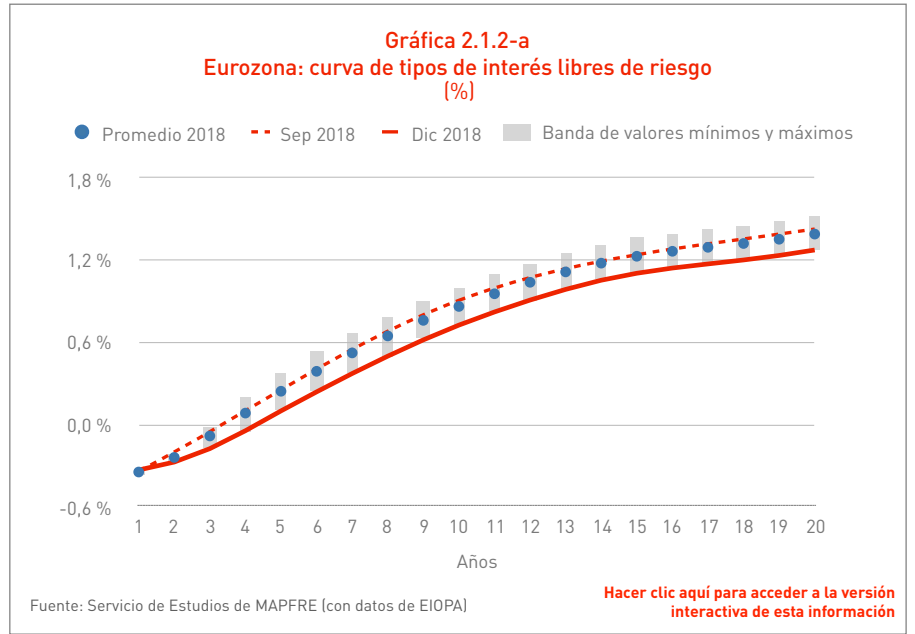
Las previsiones de crecimiento del PIB real de la Eurozona para 2019 se sitúan en el entorno del 1,7%, lo que supone una desaceleración respecto del crecimiento estimado del 1,9% en el 2018, en línea con la tendencia de desaceleración iniciada en 2017 (2,5%). El crecimiento

económico previsto se explica por el consumo e inversión algo ralentizados por unas peores expectativas, por el deterioro de los mercados de exportación y por una desaceleración en la creación de empleo. En cualquier caso, este contexto sigue siendo favorable para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del sector asegurador, aunque la ralentización prevista terminará trasladándose al crecimiento de estas líneas de negocio. En Alemania se observa un cierto estancamiento, y los problemas de la deuda y el déficit público italiano, las protestas en Francia y un Brexit sin acuerdo, elevan la incertidumbre. España, por

su parte, sigue liderando el crecimiento de las grandes economías de la Eurozona, aunque su economía también se está desacelerando.

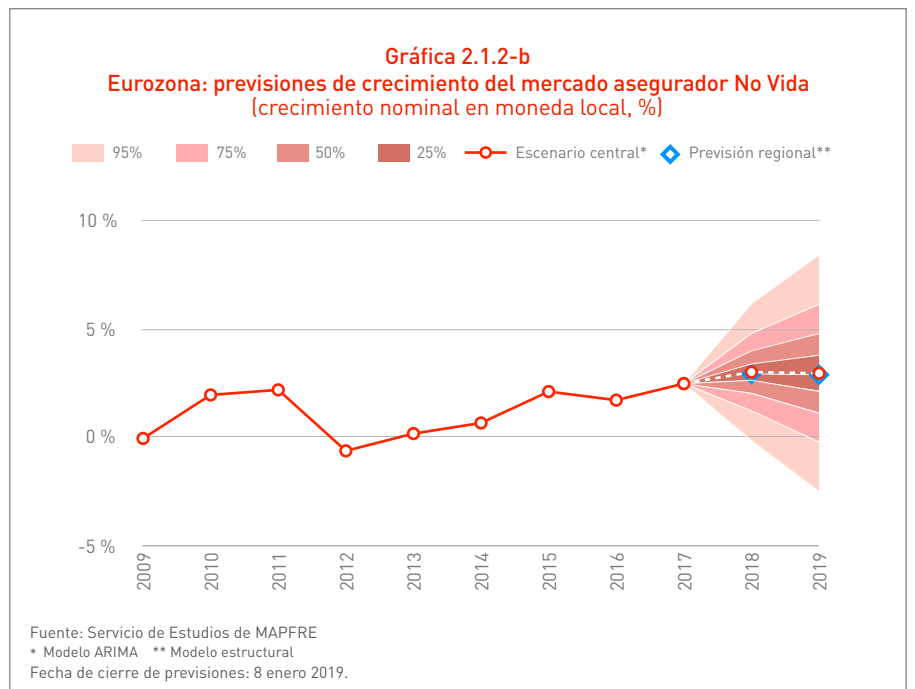
Por otro lado, con una inflación subyacente débil, el BCE sigue el camino de política monetaria previsto. En diciembre de 2018, finalizaron las compras netas de activos, pero continuará la reinversión del principal de los valores que vayan venciendo, que podrá prolongarse más allá

de la fecha en la que comiencen a subir los tipos de interés oficiales y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones favorables de liquidez. Los tipos de interés de política monetaria van a seguir en sus niveles actuales (0,0% tipo de refinanciación y -0,40% tipo de depósito). No se espera la primera subida de los tipos de interés antes del tercer trimestre de 2019, con un ritmo muy gradual de endurecimiento a partir de entonces, si bien, con la economía europea ya en fase de desaceleración, permanece la incertidumbre de si el BCE podrá subir tipos como estaba previsto inicialmente. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIO-PA se aprecia una caída de tipos a lo largo de la curva, situándose en niveles mínimos de 2018. La curva sigue presentando una inclinación positiva, con mayores tipos a mayores vencimientos, lo que podría ser un estímulo para el desarrollo de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias, pero los bajos niveles de los tipos hace muy difícil su comercialización. El tramo corto de la curva



continúa presentando valores negativos. Este entorno sostenido de bajos tipos de interés continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio. La Gráfica 2.1.2-a muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2018, así como el nivel de las últimas curvas de tipos de interés libres de riesgo publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de septiembre y diciembre de 2018.

En este contexto, estimamos que las primas de seguros de No Vida en la Eurozona podrían al-



canzar un crecimiento nominal en torno al 2,9% en 2019 (véase la Gráfica 2.1.2-b).

2.1.3 Alemania

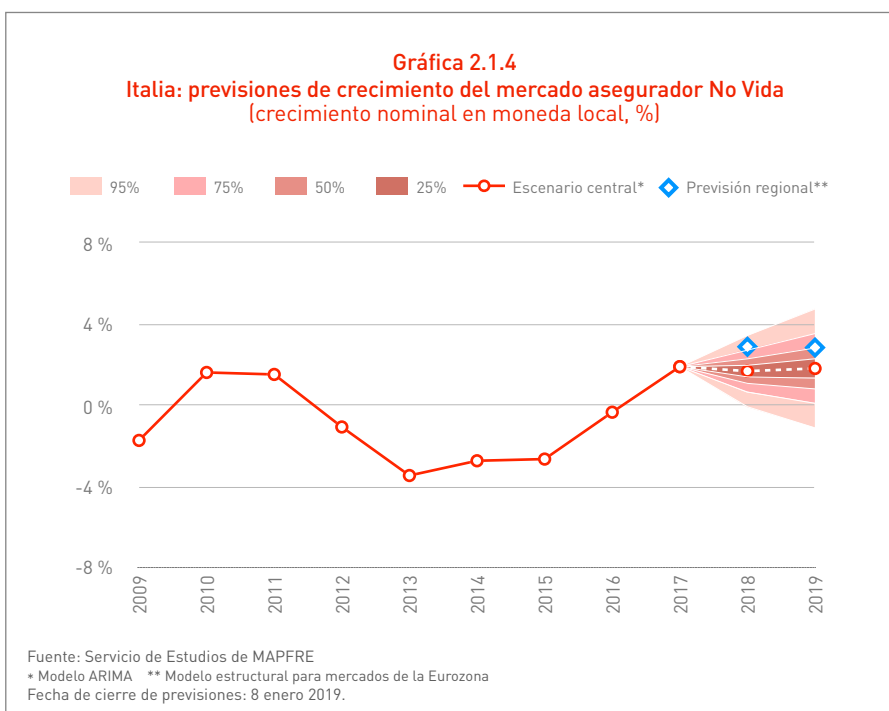
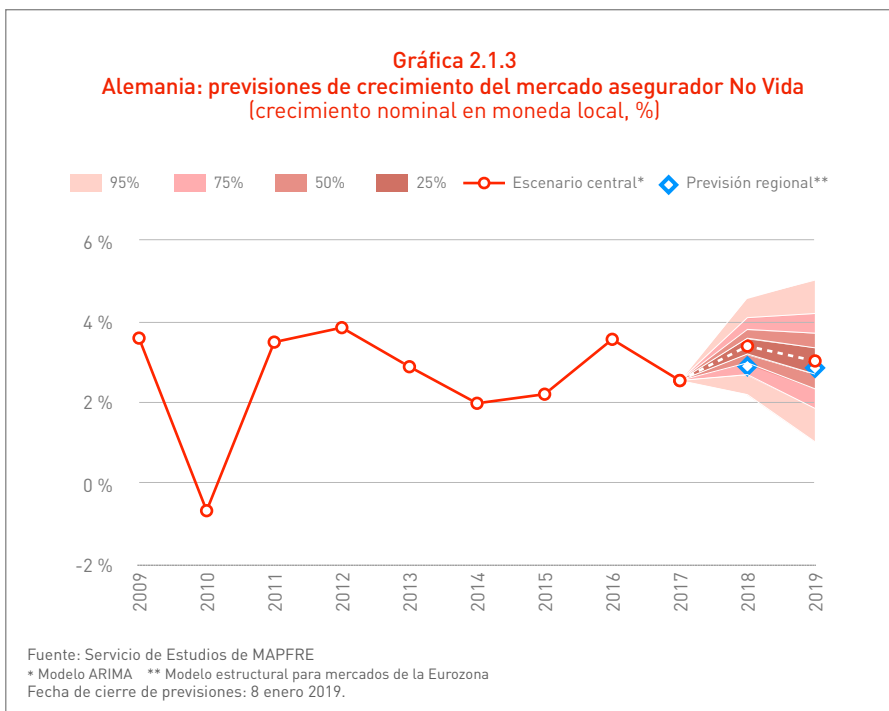
En Alemania se prevé que el crecimiento real del PIB se sitúe en torno al 1,7% en 2019 y se desacelere hasta el 1,6% en 2020, similar al experimentado en 2018 (1,6%) y lejos del crecimiento de 2017 (2,5%). Los principales motivos del estancamiento en esos niveles de crecimiento provienen de las tensiones comerciales a nivel internacional y de la pérdida de poder adquisitivo prevista de los mercados a los que dirige sus exportaciones. Este entorno de estancamiento afectará al desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador con crecimientos previstos ligeramente a la baja, en torno al 3%.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, persiste el panorama de bajos tipos de interés que continuará lastrando este negocio, particularmente en Alemania cuya deuda soberana presenta los niveles más bajos de tipos de interés de toda la Eurozona.

De esta forma, estimamos que las primas de seguros nominales del segmento de No Vida crezcan en torno al 3% en 2019 (véase la Gráfica 2.1.3).

2.1.4 Italia

En Italia, el crecimiento económico estimado para 2019 se sitúa en torno al 0,4% (0,9% en 2018), lo que implica una ralentización de su economía, en un entorno global de bajo crecimiento. Su alto nivel de deuda pública y la resistencia por parte del nuevo gobierno a realizar los ajustes necesarios para equilibrar las cuentas públicas es una vulnerabilidad que



afecta a su economía y al resto de la Zona Euro. El gobierno italiano parece estar dispuesto a ceder a algunas de las exigencias de la Comisión Europea, ante la perspectiva de un procedimiento de déficit excesivo basado en su nivel de deuda, pero el entorno político italiano mantiene elevada la incertidumbre. Este entorno de bajo crecimiento económico es desfavorable para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador, el cual experimentará también débiles crecimientos.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, persiste el panorama de bajos tipos de interés que continuará lastrando este negocio en toda la Eurozona. Sin embargo, el aumento de la prima de riesgo de la deuda soberana italiana, cuyo bono a 10 años ha experimentado repuntes significativos en los últimos meses de 2018 (con rentabilidades puntuales cercanas al 3,7%) puede estimular este negocio, también de forma puntual, sin perjuicio de las vulnerabilidades que puedan acumularse en los balances de las entidades aseguradoras que aprovechen estos repuntes.

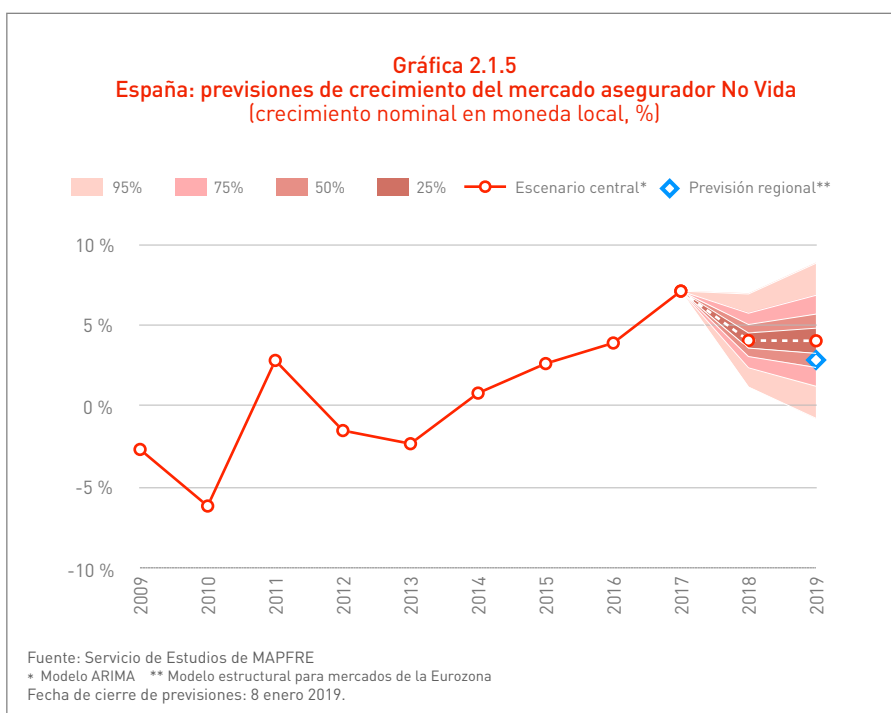
En este contexto, estimamos que las primas de seguros del segmento de No Vida crezcan en términos nominales en torno al 1,8% en 2019 (véase la Gráfica 2.1.4).

2.1.5 España

En España se prevé que el crecimiento real del PIB en 2019 se sitúe en torno al 2,3% (2,6% en 2018) y continuará siendo uno de los motores del crecimiento de la Zona Euro. Este crecimiento seguirá apoyándose en el consumo familiar y en la inversión privada, aunque crecerán a un ritmo menor que en 2018. Esta ralentización afectará en mayor medida a la inversión privada. A pesar de la suave desaceleración prevista, el crecimiento en términos reales de la economía española hace que las expectativas continúen siendo favorables para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador, si bien con menores crecimientos que en años anteriores. Entre los riesgos que pueden afectar a la economía española y al comportamiento del sector asegurador se encuentra la posibilidad de un incremento de las primas de riesgo, sea por contagio de otros los países periféricos o por las propias decisiones de política económica que incrementen la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, como en el conjunto de la Eurozona, persiste el panorama de bajos tipos de interés que continuará lastrando este negocio. En línea con el mensaje de anteriores informes hay que destacar que la innovación del sector asegurador hacia productos en

los que el tomador asume el riesgo de la inversión o de productos tradicionales que aprovechen la pendiente positiva de la curva de tipos no terminan de arraigar, en un entorno de tipos de interés que está compensando de forma negativa el efecto que la mejora de la economía española pudiera tener en esas líneas de negocio. Las caídas y aumento de la volatilidad sufridas en los mercados de valores a finales de año tampoco favorecen la comercialización de este tipo de productos.



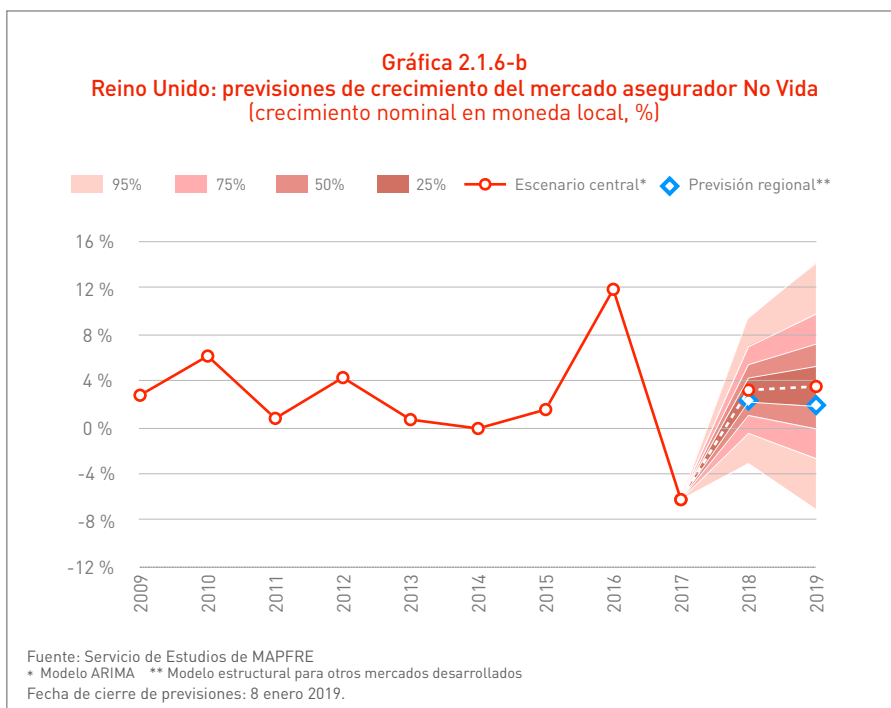
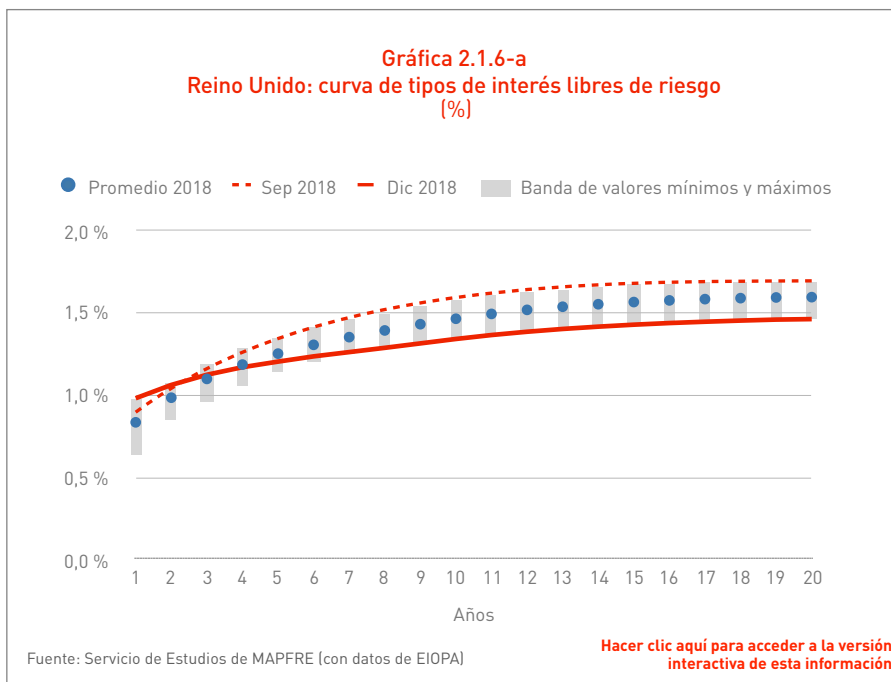
De esta forma, estimamos que las primas de seguros del segmento de No Vida crezcan en términos nominales en torno al 4,1% en 2019 (véase la Gráfica 2.1.5).

2.1.6 Reino Unido

El crecimiento económico real previsto para 2019 en el Reino Unido podría situarse en el entorno del 1,2%, similar al de 2018 y lejos de los crecimientos experimentados en los años anteriores al referéndum sobre la salida de la Unión Europea. La ralentización de la inversión privada y el aplazamiento de las decisiones de consumo por la incertidumbre generada, continúan lastrando el crecimiento. Sin embargo, la tasa de desempleo se mantiene en niveles bajos (en el entorno del 4%) y se observan crecimientos en los salarios reales. Este entorno influirá en el desarrollo del negocio asegurador, el cual puede mantener e incluso incrementar los actuales crecimientos de las primas de seguros en los próximos dos años, aunque la incertidumbre sobre estos crecimientos es elevada. El repunte de la inflación y la depreciación de la libra esterlina pueden, asimismo, impactar de forma negativa en el coste de los siniestros de las entidades aseguradoras.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, en el Reino Unido persiste también el panorama de bajos tipos de interés que

continuará lastrando esta línea de negocio. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.6-a), se aprecia que los tipos a corto plazo han experimentado un pequeño repunte en diciembre respecto del mes de septiembre, situándose en niveles máximos de 2018, pero el nivel continúa siendo bajo y la curva se está aplanando, de manera que los tipos en vencimientos superiores a siete años han caído a mínimos del año, lo cual es desfavorable para el desarrollo de este



tipo de productos al no poder aprovechar la prima por plazo, que se ve reducida. Por otro lado, las caídas sufridas en los mercados de valores a finales de 2018 y el aumento de volatilidad pueden perjudicar el desarrollo de los productos de seguros en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de amplia difusión en este mercado.

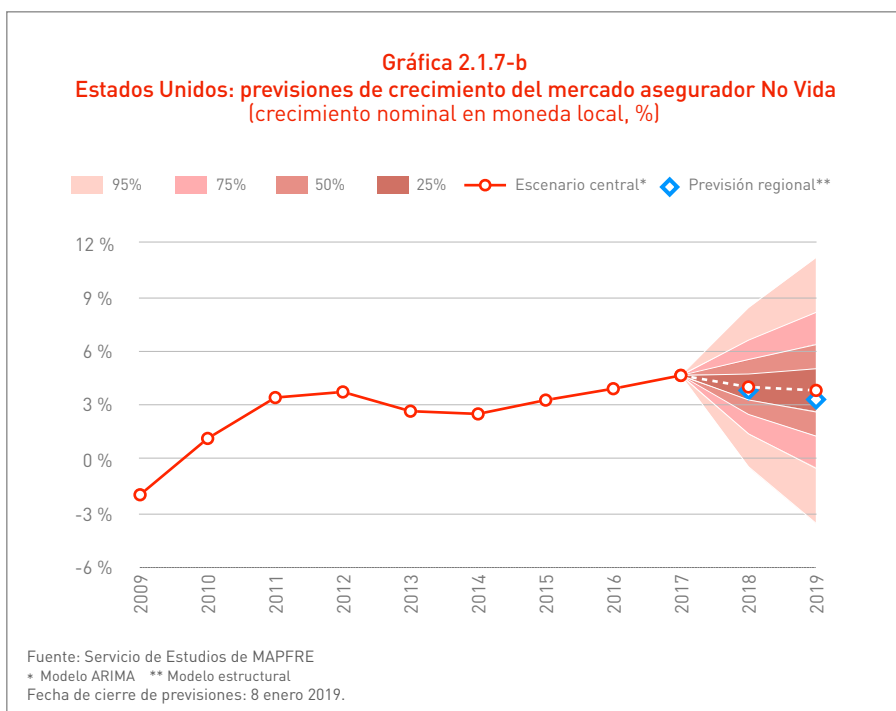
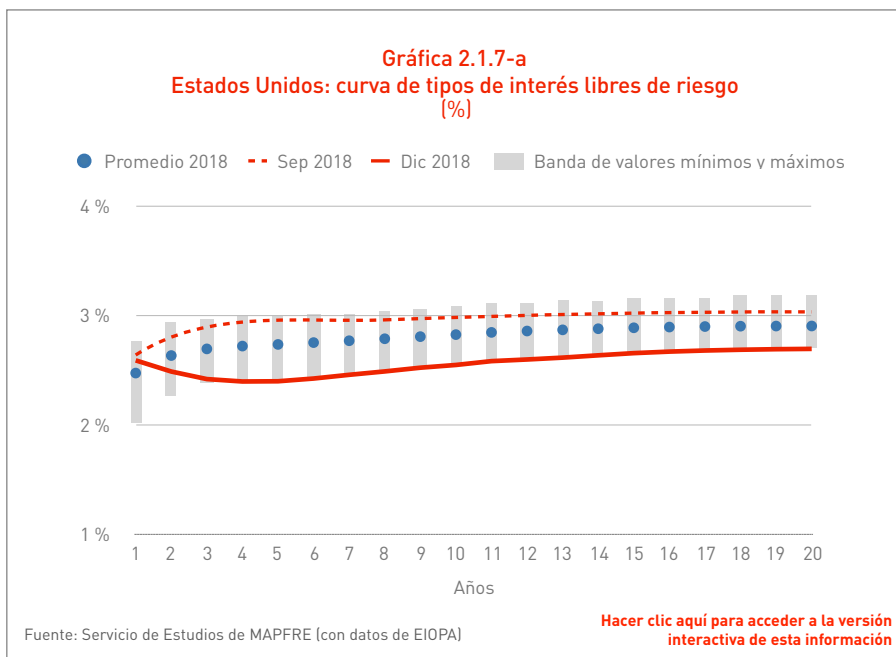
En este contexto, estimamos que las primas de seguros de No Vida puedan experimentar crecimientos, en términos nominales, en torno al 3,5% en 2019, como escenario central (véase la Gráfica 2.1.6-b).

2.1.7 Estados Unidos

El crecimiento económico previsto para Estados Unidos en 2019 podría situarse en el entorno del 2,5% (frente al 2,9% de 2018). La inversión privada todavía experimenta crecimientos notables y la tasa de desempleo se encuentra en niveles mínimos (3,7% en diciembre). El crecimiento gradual de los salarios reales sigue respaldando el aumento de la renta disponible y el consumo privado. La economía continúa en una fase álgida, en un entorno que sigue siendo favorable para la industria aseguradora, especialmente por lo que se refiere a los negocios de No Vida y Vida riesgo, pero también para los de Vida ahorro y rentas vitalicias, por el impulso adicional de las subidas de tipos de interés para estas lí-

neas de negocio. Para 2019, se espera un cambio de ciclo gradual y ordenado que conllevaría una suave desaceleración del crecimiento del negocio asegurador, principalmente del negocio de No Vida. Sin embargo, existen riesgos para la economía derivados del elevado endeudamiento público y de los efectos de la guerra comercial que podrían desembocar en un ajuste más severo de lo inicialmente previsto.

La inflación se mantiene cerca del objetivo de la Reserva Federal. Tras las cuatro subidas de

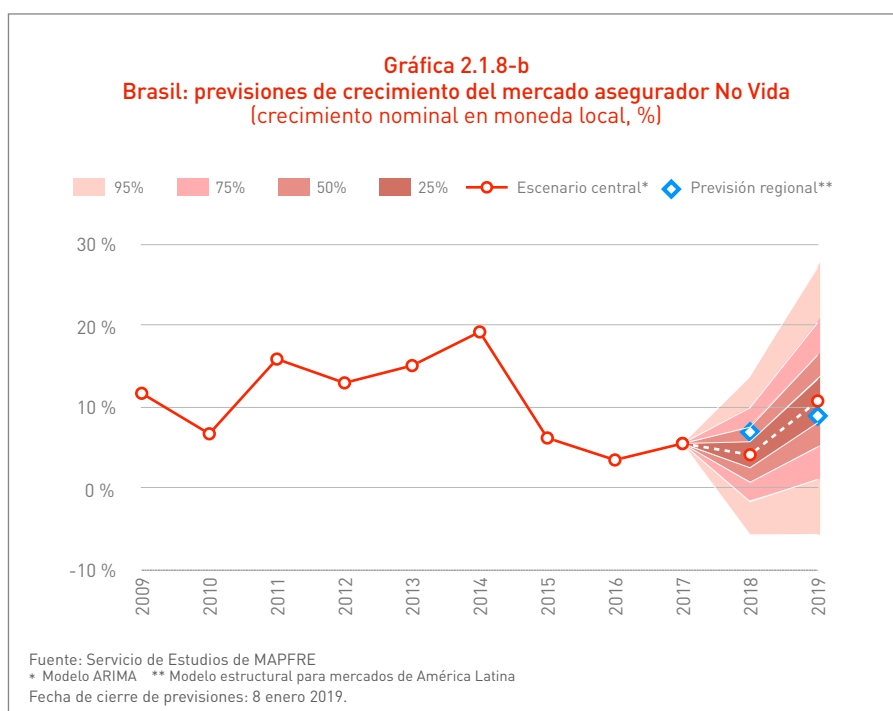
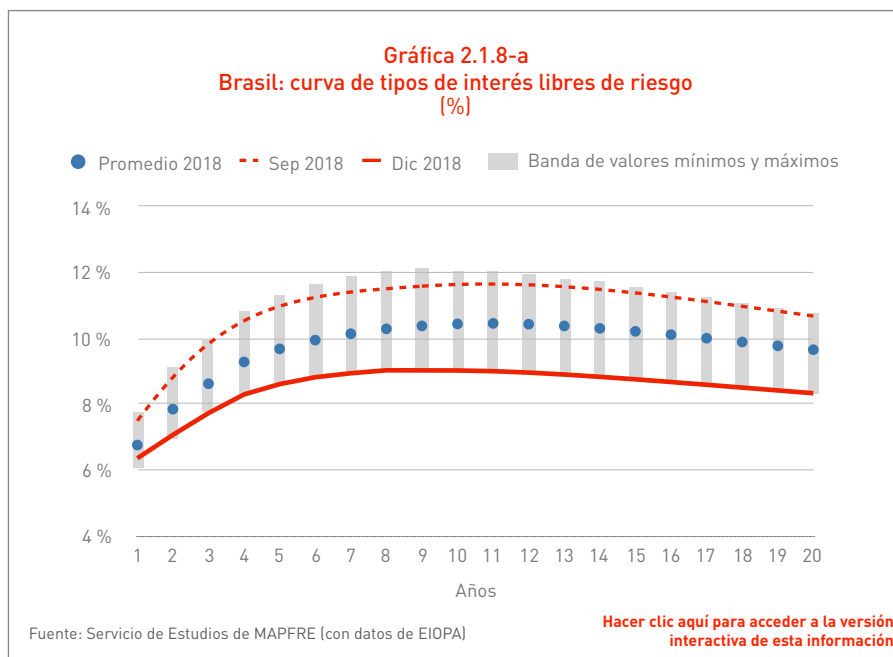


tipos de interés de 2018, se esperan otras dos subidas adicionales en 2019. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7-a) se aprecia que las últimas subidas no se están trasladando a lo largo de la curva, de manera que en los vencimientos inferiores a cinco años presenta un tramo con una ligera pendiente negativa. La curva de diciembre ha caído respecto de la del mes de septiembre y para vencimientos por encima de los dos años se sitúa en niveles mínimos de 2018. Una curva aplanada y las expectativas de que los tipos puedan volver a subir pueden frenar la demanda de productos de ahorro, especialmente de aquellos que ofrecen garantías de tipos de interés a medio y largo plazo. Sin embargo, las mayores subidas ya se han realizado y parece que las expectativas es que puedan estabilizarse, tras las dos subidas previstas para 2019. La inclinación negativa de la curva puede ser una oportunidad para la comercialización de productos de Vida ahorro temporales renovables en plazos cortos, que permitan una revisión del tipo garantizado en cada renovación, para aquellas compañías que tengan la agilidad suficiente para adaptar su oferta de productos en este entorno.

En este contexto, estimamos que las primas de seguros de No Vida puedan experimentar crecimientos, en términos nominales, en torno al 3,8% en 2019, como escenario central (véase la Gráfica 2.1.7-b).

2.1.8 Brasil

En Brasil se prevé que el crecimiento real del PIB en 2019 se sitúe en torno al 2,3% (1,2% en 2018). Esta mejoría en las previsiones se atribuye principalmente a una recuperación del consumo privado y de la inversión. La elección de Jair Bolsonaro como nuevo presidente de Brasil ha sido bien recibida por los mercados. Sin embargo, persiste un fuerte desequilibrio en las cuentas públicas, por lo que siguen sien-



do indispensables las reformas estructurales necesarias para equilibrarlas, especialmente en el sistema de pensiones. De momento, el entorno mejora para el negocio de No Vida y de Vida riesgo de la industria aseguradora, dada su fuerte vinculación con el comportamiento del ciclo económico. La inflación se ha situado ligeramente por encima del objetivo del banco central y el tipo de cambio parece haberse estabilizado. Si persiste la inflación en esos niveles podría repercutir de forma negativa en el coste de los siniestros, al erosionar la rentabilidad del negocio asegurador.

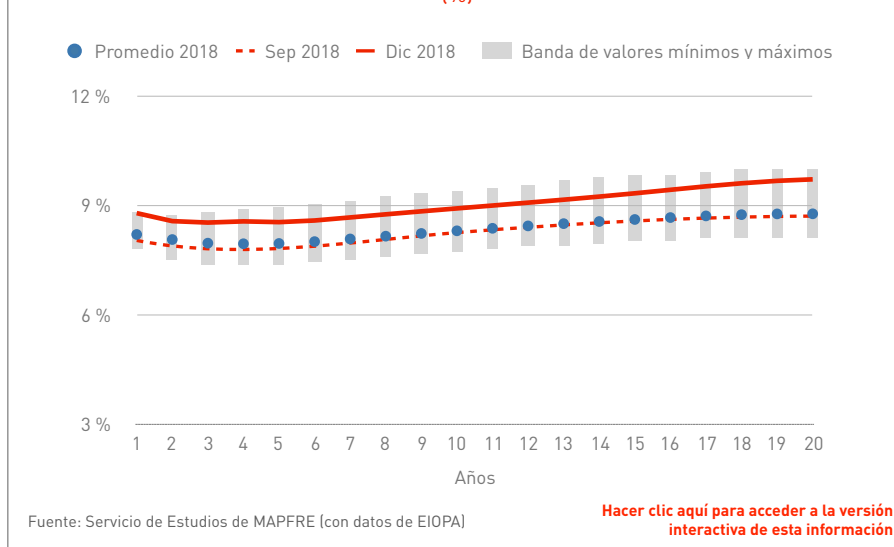
El banco central ha reducido el tipo de interés de referencia de la política monetaria, pero el estímulo monetario podría ser gradualmente retirado en caso de que se deterioren las perspectivas de inflación. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8-a) se observa una caída significativa de tipos en el mes de diciembre respecto de la curva de septiembre. Esta caída se ha transmitido al resto de la curva de tipos que cae de forma acusada en todos sus vencimientos. Este entorno es desfavorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias que se va a resentir, especialmente si consideramos los altos tipos que existían en Brasil en los últimos años.

Así, estimamos que las primas del negocio de No Vida crezcan, en términos nominales (sin descontar la inflación), en torno al 10,7% en 2019, como escenario central (véase la Gráfica 2.1.8-b).

2.1.9 México

Estimamos un crecimiento real para la economía mexicana en 2019 en el entorno del 2%, mismo crecimiento que el previsto para 2018. La economía tuvo un buen comportamiento, principalmente por la mejora del desempeño

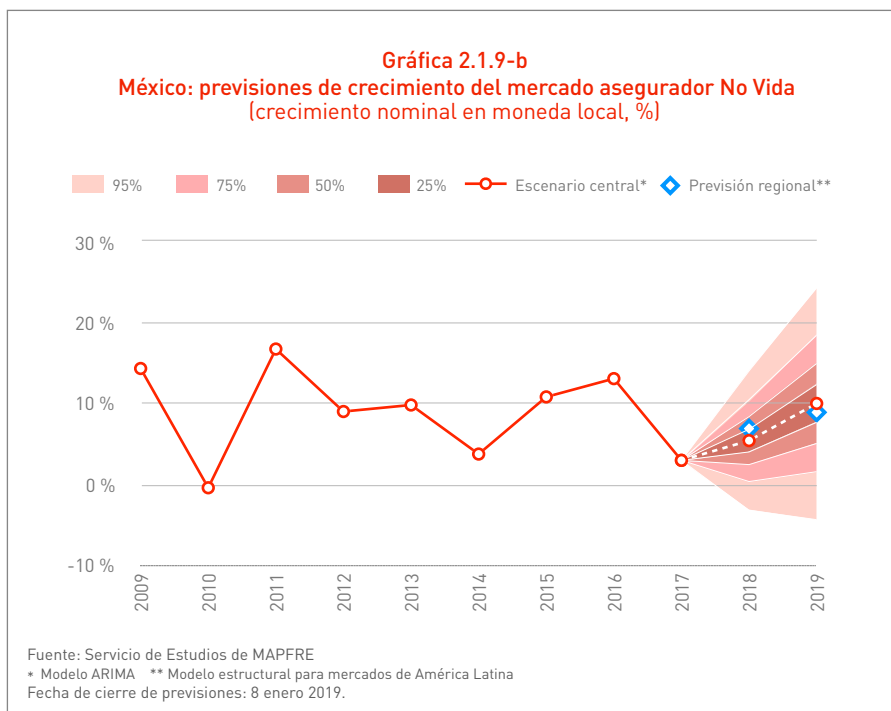
Gráfica 2.1.9-a
México: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



del sector externo y la reducida tasa de desempleo. Este entorno continúa siendo favorable para el desarrollo de los segmentos de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador, apoyado por un crecimiento económico positivo en términos reales y en el bajo nivel de penetración de los seguros en México. Entre los riesgos que pueden influir en el comportamiento de la economía mexicana y de su industria aseguradora está la incertidumbre generada por la forma de adopción de decisiones de política económica que ha llevado a suspender un proyecto de infraestructura importante en términos de PIB como es el aeropuerto de Ciudad de México y que podría repetirse en otros sectores estratégicos.

La inflación se situó en el 4,8% en el último trimestre de 2018 y se espera que siga moderándose, tras la subida de tipos por parte del Banco de México y la caída del precio del petróleo. Esto favorecerá el desempeño de la rentabilidad de las líneas de negocio de No Vida, que se veía afectada de forma negativa por el repunte de meses anteriores, al incrementarse los gastos derivados de los siniestros. El aumento de los tipos a corto plazo y la recuperación que está mostrando la moneda tras la depreciación del último trimestre del año, es también una noticia positiva para la rentabilidad de estas líneas de negocio y para el coste de las coberturas a través del reaseguro cuyos contratos suelen negociarse en dólares.

En diciembre, el Banco de México subió el tipo de referencia de la política monetaria hasta el 8,25%. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9-a) puede observarse la subida en todos los tramos de la curva respecto del nivel que presentaba a finales de septiembre, por encima de los valores medios de 2018. La curva sigue presentando una ligera pendiente negativa en vencimientos inferiores a seis años. En cualquier caso este entorno es favorable para la comercialización de productos de Vida ahorro y rentas vitalicias que aprovechen el nivel de los tipos a largo plazo, así como productos de Vida ahorro temporales renovables en plazos inferiores a un año, que permitan una revisión del tipo garantizado en cada renovación.



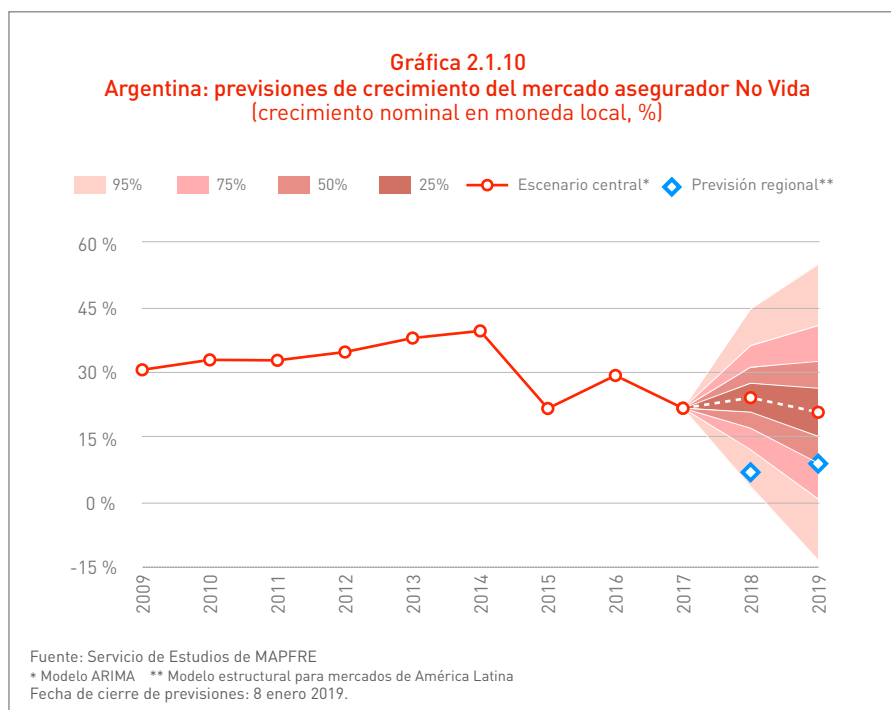
En este contexto, estimamos que las primas del negocio de No Vida crezcan, en términos nominales, en torno al 10% en 2019, como escenario central (véase la Gráfica 2.1.9-b).

las medidas que le permitan la reducción de los desequilibrios macroeconómicos que motivaron la crisis iniciada en el primer semestre de 2018. Los altos tipos de interés y el ajuste fiscal que debe realizar hacen prever que la economía no saldrá de la recesión hasta el año 2020.

Este entorno afectará negativamente al desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y

2.1.10 Argentina

La previsión para la economía argentina en 2019 es de una caída del PIB en términos reales en el entorno del -1,3% [-2,5% en 2018]. El programa de ayuda del FMI está surtiendo efecto en la estabilización de su moneda y apunta a una mejora de las perspectivas a medio plazo. Sin embargo, Argentina debe seguir aplicando



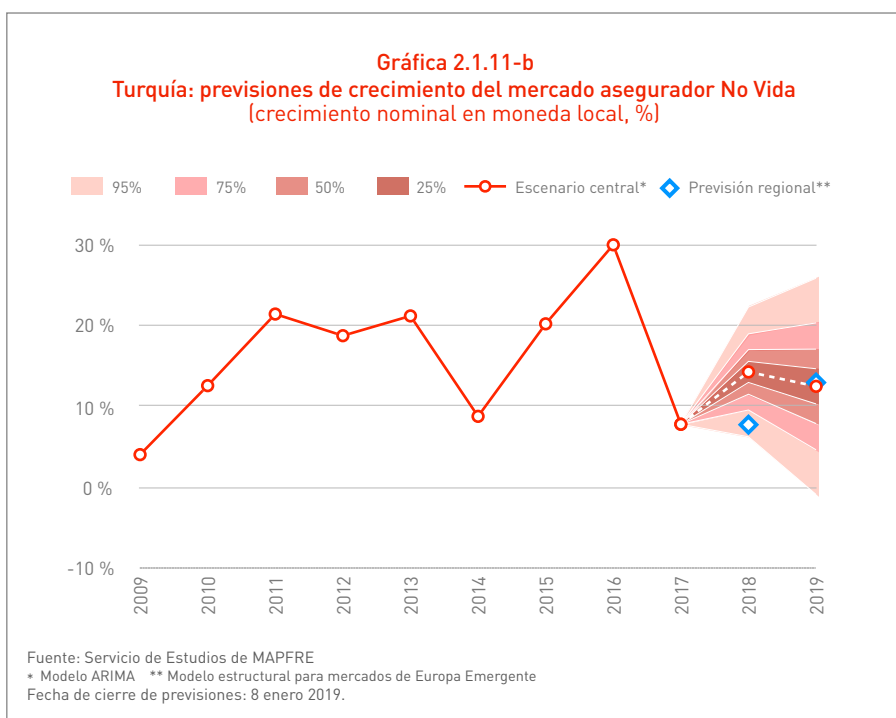
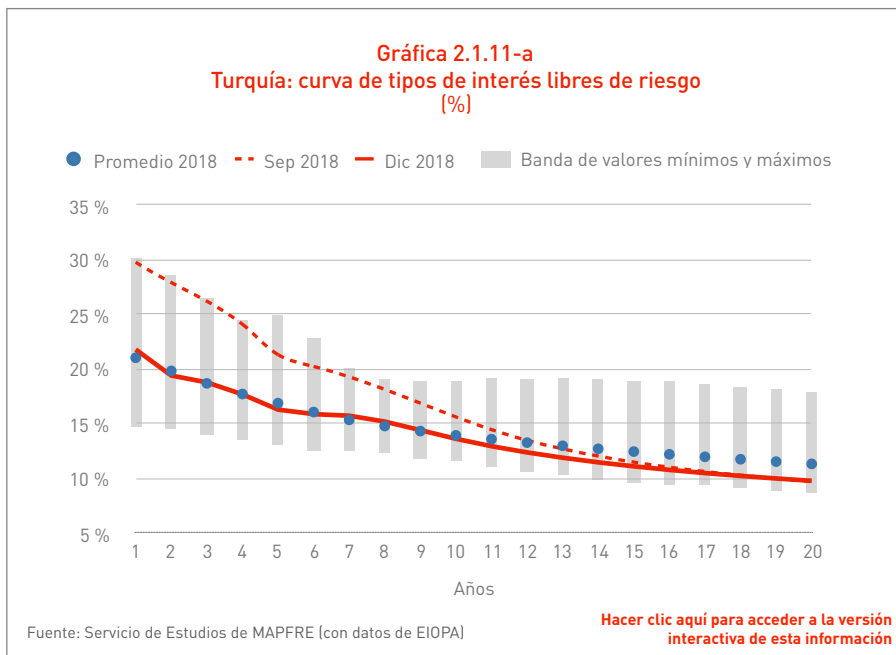
Vida riesgo de la industria aseguradora. Las altas tasas de inflación y la depreciación de la moneda, a su vez, impactarán de forma negativa en el coste de los siniestros de las compañías aseguradoras que, además, no pueden beneficiarse plenamente de los altos tipos de interés de política monetaria para apuntalar la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio por limitaciones regulatorias. Este entorno de tipos de interés podría ser, asimismo, una oportunidad para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro temporales anuales renovables con vencimientos cortos y renegociación del tipo garantizado en cada vencimiento, pero las referidas limitaciones regulatorias dificultan el desarrollo de este tipo de productos.

En este contexto, estimamos que las primas del negocio de No Vida crezcan, en términos nominales, en torno al 20,8% en 2019, como escenario central, lo que se traduciría en un crecimiento real negativo si se tienen en cuenta las previsiones de altos niveles de inflación (véase la Gráfica 2.1.10).

2.1.11 Turquía

En Turquía se prevé una caída del PIB del -1,7% en 2019 en términos reales. La estimación de crecimiento en 2018 se sitúa en el entorno del 3,2% (7,4% en 2017), por debajo de lo inicialmente previsto, debido a la fuerte desacelera-

ción que se ha producido en el segundo semestre del año. De momento, parece que los mercados han dado un respiro a Turquía y a la lira, después de endurecer su política monetaria y de la presentación por parte de su gobierno de un plan económico a tres años. No obstante, persisten las vulnerabilidades derivadas de los excesos de estímulos que condujeron a una demanda excesiva y a un desequilibrio en su balanza de pagos. Los principales indicadores de producción y de confianza señalan una clara



desaceleración y el mercado laboral se ha resentido con un notable incremento en la tasa de desempleo en el último trimestre.

Este entorno afectará negativamente al desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo de la industria aseguradora, el cual también se ve afectado por el sistema de control de precios en el seguro de responsabilidad civil obligatorio de vehículos automóviles. Las altas tasas de inflación y la depreciación de la moneda, a su vez, impactarán de forma negativa en el coste de los siniestros de las compañías aseguradoras, si bien los altos tipos de interés de política monetaria pueden ayudar a apuntalar la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio. Estas subidas de tipos parece que están surtiendo efecto y la inflación se está moderando en diciembre al 20,3% desde los 25,4% de octubre ayudada por una recuperación de la lira (del 20% desde los mínimos del verano) y por la bajada de precio del petróleo. Sin embargo, el riesgo de la volatilidad en la cotización de la moneda sigue siendo alto.

Por su parte, como puede observarse en las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11-a), continúa la alta volatilidad en el comportamiento de los tipos de interés, con una curva completamente invertida. Se observa que la curva de diciembre ha caído significativamente respecto de la del mes de septiembre, síntoma de una cierta normalización respecto de los problemas sufridos por la economía turca y su moneda en los últimos trimestres. No obstante, este entorno es perjudicial para el desarrollo de productos con garantías a largo plazo de los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias por la inversión de la curva de tipos. A esto se suma la alta volatilidad de los tipos a corto plazo y la caída sufrida en el último trimestre que dificulta también la comercialización de productos de Vida ahorro temporales reno-

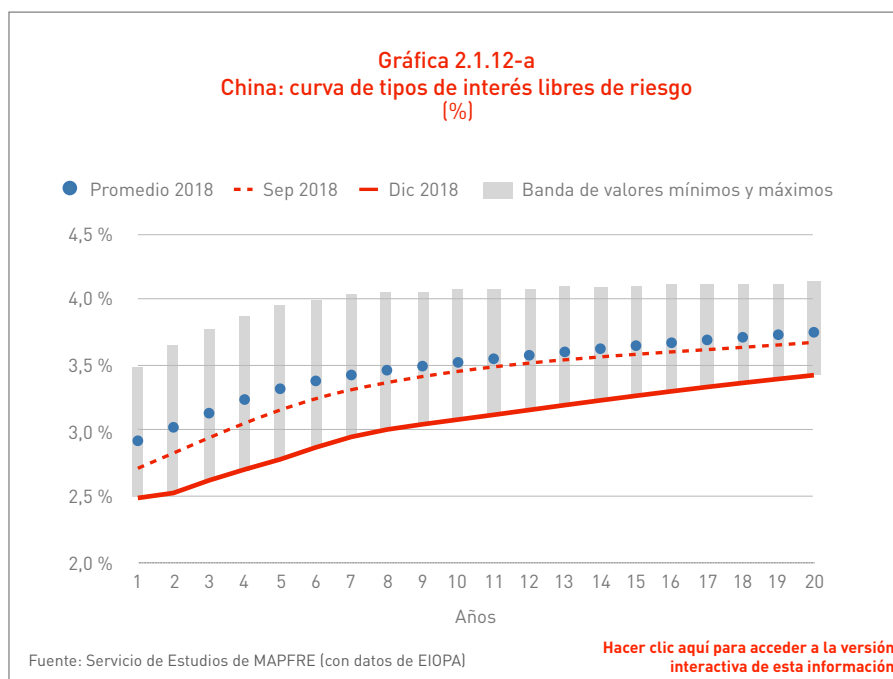
vables en plazos cortos, que permitan una revisión del tipo garantizado en cada renovación, si bien este tipo de productos continúa siendo una oportunidad de negocio en este entorno.

En este contexto, estimamos que las primas de seguros de No Vida crezcan, en términos nominales, en torno al 12,4% en 2019, como escenario central, lo que se traduciría en un crecimiento real negativo teniendo en cuenta las previsiones de altos niveles de inflación (véase la Gráfica 2.1.11-b).

2.1.12 China

La previsión para la economía china es de un crecimiento del PIB entorno al 6,2% en 2019, en términos reales (6,6% en 2018). La inversión y el consumo continúan siendo el motor del crecimiento, pero la escalada de las tensiones comerciales con los Estados Unidos y la ralentización en el crecimiento del crédito hace prever una caída en el crecimiento real de su economía que se acentuará en 2020 (5,8%). El gobierno chino está considerando la adopción de medidas de expansión del gasto en infraestructuras y de reducción de impuestos para dar un impulso fiscal a su economía. Esto incrementaría el ya elevado nivel de deuda, su principal vulnerabilidad. En cualquier caso, el panorama continúa siendo favorable para las perspectivas del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, con la ayuda de la aún reducida tasa de pe-

Gráfica 2.1.12-a
China: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



netración 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, como venimos reiterando en los anteriores informes, que el gobierno chino tiene entre sus objetivos explícitos para la actividad aseguradora el incrementar la tasa de penetración. Las perspectivas de inflación (2,1%) y la estabilidad de su moneda favorecen, asimismo, el desarrollo de este negocio.

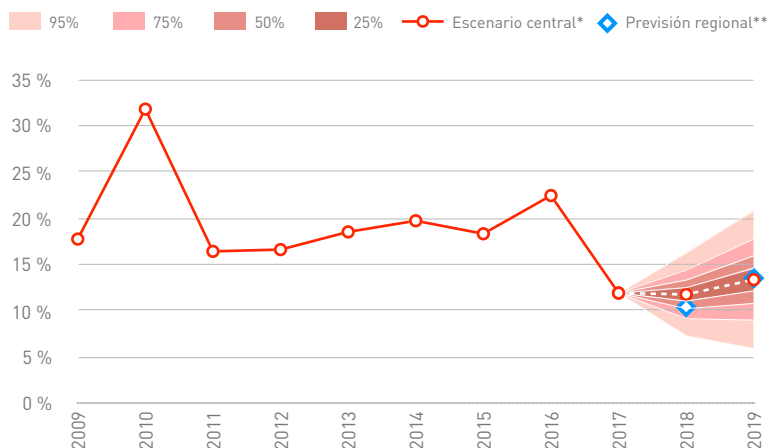
En cuanto a los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12-a) se aprecia que los tipos de interés continúan cayendo, por flexibilización de la política monetaria promulgada en apoyo al crecimiento. La curva mantiene una pendiente positiva si bien su caída continua hace que los tipos de interés en todos los vencimientos se encuentren en niveles mínimos de 2018, lo cual puede dificultar la comercialización de nuevos productos para estos segmentos de negocio.

En este entorno económico, estimamos que las primas del negocio de No Vida crezcan, en términos nominales, en torno al 13,4% en 2019, como escenario central (véase la Gráfica 2.1.12-b).

2.1.13 Japón

La previsión para la economía japonesa es de un crecimiento real del PIB entorno al 1% en 2019 (0,8% en 2018).

Gráfica 2.1.12-b
China: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida (crecimiento nominal en moneda local, %)

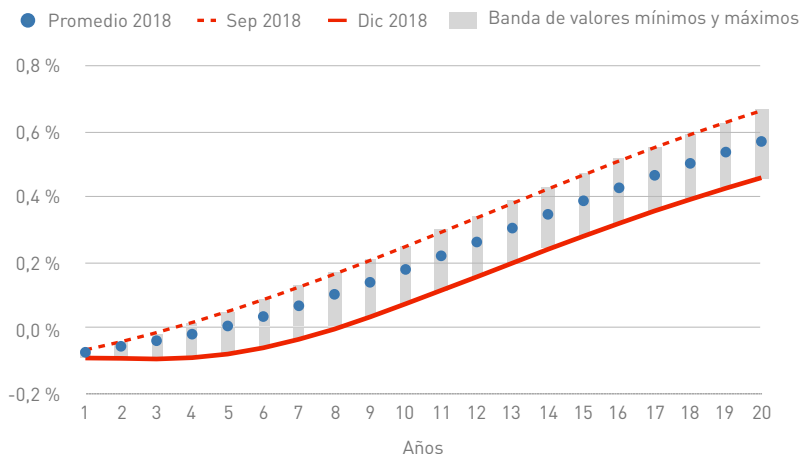


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
* Modelo ARIMA ** Modelo estructural
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

Su economía sufrió una fuerte contracción en el tercer trimestre de 2018 (-2,5% t/t) motivada por los desastres naturales sufridos y un entorno más débil de comercio exterior. El débil desempeño económico hace prever un comportamiento también débil en términos de crecimiento del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, que se estima podría experimentar un retroceso en términos de primas en los próximos dos años.

En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA (véase la Gráfica

Gráfica 2.1.13-a
Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



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

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

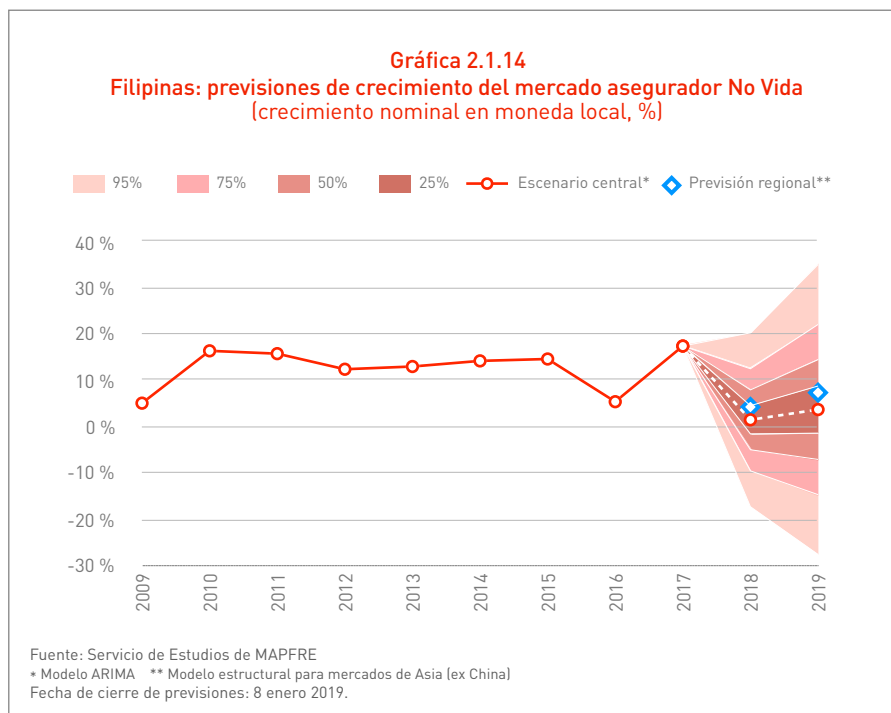
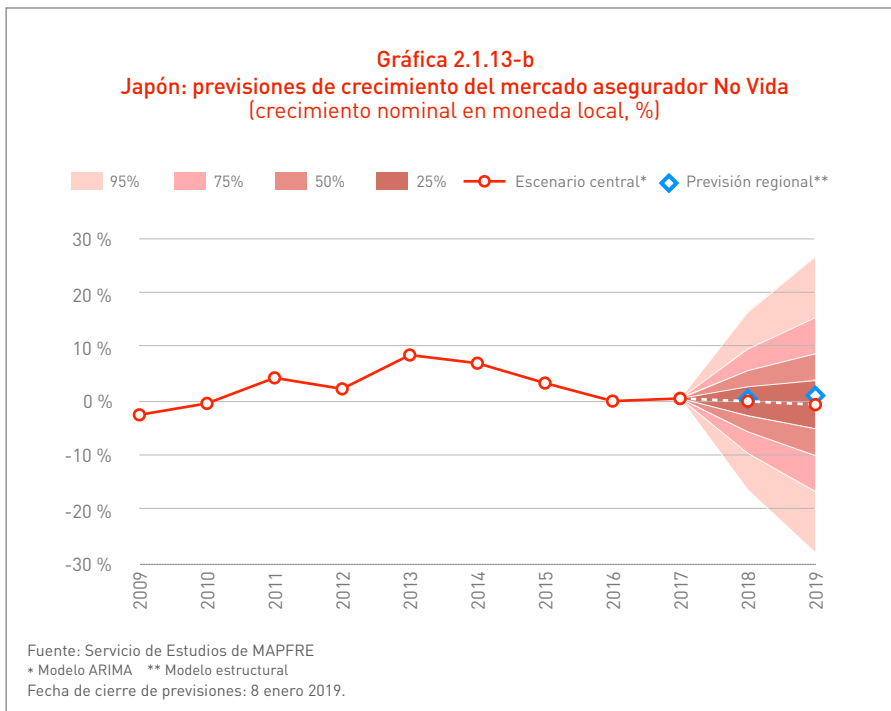
2.1.13-a) se aprecia una caída de tipos a lo largo de la curva en el mes de diciembre respecto de los niveles del mes de septiembre, situándose en niveles mínimos de 2018. La curva presenta valores negativos para vencimientos hasta ocho años y la prima por plazo a partir de esos vencimientos continúa muy deprimida, lo cual hace muy difícil la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias. Este entorno sostenido de bajos tipos de interés continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio. Por otro lado, las caídas sufridas en los mercados de valores a finales de 2018 y el aumento de volatilidad pueden perjudicar igualmente el desarrollo de los productos de seguros en los que el tomador asume el riesgo de la inversión.

En este contexto, estimamos que las primas del negocio de No Vida decrezcan, en términos nominales, en torno al -0,7% en 2019, como escenario central (véase la Gráfica 2.1.13-b).

2.1.14 Filipinas

La previsión para la economía filipina es de un crecimiento del PIB en términos reales en el entorno del 6,2% en 2019 (6,3% en 2018). Se trata de una ligera ralentización, que sería algo mayor en 2020 (5,8%). El motor del crecimiento

proviene del mercado interno con crecimientos importantes en la inversión y en el consumo privado. Sin embargo, el déficit comercial se amplió de forma significativa en el último trimestre de 2018 y lleva ya cuatro años deteriorándose. En cualquier caso, el panorama de crecimiento económico es favorable para las perspectivas del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, con la ayuda de la aún reducida tasa de penetración del seguro en Filipi-



nas, propio de las economías emergentes, que conlleva una mayor elasticidad en el crecimiento de las primas ante crecimientos del PIB. No obstante, si no se corrigen las altas tasas de inflación registradas en 2018 (6,0%) podrían impactar de forma negativa en el coste de los siniestros de las entidades aseguradoras.

Por otro lado, con el fin de controlar la inflación, el banco central ha venido subiendo el tipo de referencia de la política monetaria desde el mes de mayo de 2018, que se encontraba en el 3%, hasta el 4,75% y la rentabilidad del bono soberano a diez años al cierre del año estaba por encima del 7% sin que se esperen ya subidas significativas en los próximos dos años. Este entorno de tipos junto con la situación de crecimiento económico es favorable para el desarrollo de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias.

De esta forma, estimamos que las primas del negocio de No Vida crezcan, en términos nominales, en torno al 3,6% en 2019, como escenario central (véase la Gráfica 2.1.14).

2.1.15 Reaseguro

No ha habido un evento de catástrofe natural importante singular en 2018, pero las pérdidas agregadas de una serie de eventos más pequeños y de tamaño mediano, junto con algunos desastres mayores causados por el hombre, han causado pérdidas aseguradas considerables. Según estimaciones preliminares de Swiss Re, las pérdidas económicas causadas por desastres naturales y siniestros antropógenos en 2018 ascendieron a 155 millardos de dólares, frente a los 350 millardos de 2017. Las pérdidas aseguradas globales se estiman en alrededor de 79 millardos de dólares, es decir, más del 50% de todas las pérdidas económicas. Esta cifra es inferior a los 150 millardos de 2017, pero más alta que el promedio anual de los últimos 10 años. Las catástrofes naturales representaron 71 millardos de dólares y los desastres causados por el hombre los 8 millardos de dólares restantes.

Entre los eventos catastróficos ocurridos en 2018 cabe citar: los huracanes Michael y Florence; los Tifones Jebi, Trami y Mangkhut; olas de calor, sequías e incendios forestales en Europa y California; tormentas de invierno y

eléctricas en todo el mundo; inundaciones en Japón e India; terremotos en Japón, Indonesia y Papua Nueva Guinea, y erupciones volcánicas en Hawái.

La temporada de huracanes en el Atlántico ha estado marcada en 2018 por los ciclones Florence y Michael, que atravesaron partes del sureste de los Estados Unidos en septiembre y octubre de 2018, dejando decenas de muertes y pérdidas millonarias. Florence, con vientos de hasta 220 kilómetros por hora (140 m/h), causó inundaciones que devastaron partes de Carolina del Norte y del Sur. Tras impactar en las islas de Cabo Verde y Bermuda, Florence tocó tierra el 14 de septiembre en Wrightsville Beach, Carolina del Norte, donde según el Gobierno estatal ocasionó daños por 12.700 millones de dólares. En Carolina del Sur los daños fueron de 1.200 millones.

Por otra parte, Michael, que tocó tierra en el noroeste de Florida el 10 de octubre de 2018 con categoría 4, causó los mayores daños en Estados Unidos, pero en Cuba los vientos y lluvias dejaron miles de hogares sin electricidad, inundaciones y daños en la punta occidental de la isla. Según los registros de la Administración Nacional de los Océanos y la Atmósfera (NOAA), Michael es el huracán más fuerte que ha impactado hasta ahora en la manga noroccidental de Florida. Mexico Beach y Panama City fueron las localidades que sufrieron lo peor del paso del huracán en Florida, Estado en el que se produjeron pérdidas agrícolas por más de 1.500 millones de dólares, según datos del Comisionado de Agricultura de dicho Estado.

El Comisionado de Seguros del Departamento de Seguros de California ha informado que, según datos preliminares, las pérdidas aseguradas por los incendios de noviembre (el denominado "Camp Fire", en el norte del estado, y "Woolsey Fire" y "Hill", en el sur) ascienden a 9.050 millones de dólares, aunque se espera que los números aumenten a medida que se presentan y procesan más reclamaciones. El bautizado como "Camp Fire" es hasta la fecha el incendio más mortífero de la historia del estado de California. El incendio, que comenzó el 8 de noviembre de 2018, arrasó casi por completo la localidad de Paradise, de 26.000 habitantes y unos 280 kilómetros al noreste del área de la Bahía de San Francisco, quemó 62.052 hectáreas, destruyó 18.793 estructuras y

se cobró la vida de 85 personas, representando para las aseguradoras un coste de 7.000 millones de dólares.

Por otra parte, en lo que se refiere a la segunda mitad del año en España, el Consorcio de Compensación de Seguros (CCS) prevé recibir 16.600 solicitudes de indemnización por las inundaciones ocurridas entre el 8 y 10 de octubre en la isla de Mallorca y en las provincias de Tarragona y Málaga, por el temporal conocido como Leslie, que afectó especialmente a Cataluña, y por las inundaciones producidas entre los días 17 y 21 de octubre, que afectaron a las provincias de Málaga, Castellón, Valencia, Tarragona y Andalucía occidental, fundamentalmente Sevilla. El CCS calcula que puede abonar un importe aproximado de 80 millones de euros a los asegurados afectados por dichos eventos.

2.2 Tendencias regulatorias

2.2.1 Tendencias globales

IAIS

El 30 de octubre de 2018 finalizó el plazo para la remisión de comentarios sobre la nueva versión del futuro Estándar Global de Capital "ICS Version 2.0"¹⁹ elaborada por la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS). La IAIS se encuentra ahora analizando las respuestas recibidas para seguir avanzando en el proceso de adopción del estándar definitivo, programada para finales de 2019.

IFRS 17

Por otra parte, tras considerar la petición de demora en el plazo para la entrada en vigor de la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 17 sobre Contratos de Seguros (IFRS 17), el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) decidió acceder al retraso en la aplicación de este estándar contable en un año, por lo que resultaría aplicable para la elaboración de las cuentas consolidadas de los grupos aseguradores cotizados de 2022.

2.2.2 Unión Europea

Prueba de tensión EIOPA 2018

En diciembre de 2018, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) publicó el resultado del ejercicio de pruebas de tensión o "stress test" de los grandes grupos aseguradores europeos que lleva a cabo de forma bienal. Existen novedades en este nuevo ejercicio realizado por EIOPA, con la cooperación del Comité Europeo de Riesgos Sistémicos (ESRB). En primer lugar, el alcance es mayor que la prueba de 2016, al valorar la situación de solvencia a nivel de grupo y no a nivel de entidades individuales. Como consecuencia, este año no se muestran resultados agregados a nivel de país.

La segunda novedad a destacar de este ejercicio es que los resultados se muestran no solo a nivel agregado, sino que incorporan información pública desagregada de algunos grupos que voluntariamente han estado de acuerdo con su publicación. En este *stress test* han participado 42 grupos aseguradores con un total de activos consolidados de 7,27 billones de euros, que representan en torno al 75% del total de los grupos aseguradores europeos al cierre de 2017. Sin embargo, de momento solo cuatro grupos han dado su consentimiento para la publicación de los resultados de sus respectivos estudios de impacto²⁰.

Por último, es de destacar que en los cálculos realizados por los grupos participantes se han utilizado los mismos modelos que los aplicados para el cálculo del capital de solvencia obligatorio a reportar a los supervisores. De los 42 grupos participantes, 3 han utilizado modelos internos completos, 19 modelos internos parciales y el resto la fórmula estándar.

El referido ejercicio consideró tres escenarios adversos simulados:

Escenario 1 ("Yield Curve Up" o "Ycup")

En este escenario se simula un cambio brusco y significativo en la valoración de las primas de riesgo en los mercados financieros globales, motivando un endurecimiento de las condiciones financieras e impactando en los precios globales de los bonos soberanos, corporativos,

Tabla 2.2.2
Prueba de tensión de EIOPA: resumen de impactos a aplicar por categorías de activos
de los principales mercados de la Unión Europea y en Estados Unidos
 (bonos: incremento en las primas de riesgo; inmuebles y renta variable, porcentaje sobre su valoración)

	Países					
	Alemania	España	Francia	Italia	Reino Unido	Estados Unidos
Shock bonos soberanos tipo a 1 año (pbs)	83	185	127	155	107	173
Shock bonos soberanos tipo a 5 año (pbs)	133	246	164	225	149	187
Shock bonos soberanos tipo a 10 año (pbs)	119	222	149	205	130	175
Shock bonos soberanos tipo a 20 año (pbs)	104	183	126	172	115	169
Shock bonos corporativos AAA no financieros (pbs)	138	138	138	138	138	196
Shock bonos corporativos AAA financieros (pbs)	147	147	147	147	147	205
Shock bonos corporativos AA no financieros (pbs)	178	178	178	178	178	235
Shock bonos corporativos AA no financieros (pbs)	199	199	199	199	199	256
Shock bonos corporativos A no financieros (pbs)	218	218	218	218	218	275
Shock bonos corporativos A no financieros (pbs)	250	250	250	250	250	307
Shock bonos corporativos BBB no financieros (pbs)	258	258	258	258	258	291
Shock bonos corporativos BBB no financieros (pbs)	301	301	301	301	301	398
Shock RMBS AAA (pbs)	156	156	156	156	156	170
Shock RMBS AA (pbs)	176	176	176	176	176	194
Shock RMBS A (pbs)	196	196	196	196	196	218
Shock RMBS BBB (pbs)	240	240	240	240	240	272
Shock acciones (%)	-40 %	-40 %	-43 %	-40 %	-37 %	-38 %
Shock inmuebles - residencial (%)	-23 %	-23 %	-17 %	-12 %	-21 %	-31 %
Shock inmuebles - comercial (%)	-33 %	-34 %	-31 %	-24 %	-31 %	-28 %

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

renta variable e inmuebles. Como consecuencia se incrementan significativamente los rescates de pólizas. Además, presiones inflacionistas superiores a las esperadas derivan en una insuficiencia en la provisión de prestaciones de los seguros generales.

En la Tabla 2.2.2 se muestra un resumen de alguno de los impactos a aplicar por categorías de activos de los principales mercados de la Unión Europea y en Estados Unidos. Los *shocks* aplicables a los bonos se expresan en términos de incremento en los diferenciales (primas de riesgo), mientras que los de los inmuebles y la renta variable en porcentaje sobre su valoración. En el escenario base, la localización por categorías de los activos era del 24,3% en bonos soberanos (con una duración modificada media de 7,4 años) y en bonos corporativos del 20,9% (con una duración modificada media de 6 años). Del total restante, el 24,1% eran activos vinculados a las carteras de productos *unit-linked* e *index-linked*, un 7,4% participaciones en fondos de inversión, un 5,3% inversiones en entidades vinculadas, un 3,6% inversiones en

renta variable, un 2% inmuebles distintos a los de uso propio y el resto otro tipo de activos.

Por otra parte, en la Gráfica 2.2.2-a se muestran los *shocks* en los tipos de interés libres de riesgo derivados del incremento simulado de los tipos *swap* en las principales divisas: euros, dólares y libras esterlinas.

Escenario 2 (“Yield Curve Down” o “YCdown”)

En este segundo escenario se simula una prolongación a largo plazo del entorno de bajos tipos de interés combinado con un aumento de la esperanza de vida, por encima de lo esperado. Este entorno incrementa la valoración de las obligaciones a largo plazo de las entidades aseguradoras y reduce los márgenes entre los tipos garantizados en las pólizas de seguros de vida y los obtenidos en las carteras de inversiones que respaldan esas obligaciones.

Escenario 3 (“Natural Catastrophe” o “NC”)

Por último, el tercer escenario es un escenario extremo en el que se producen una serie de catástrofes naturales en Europa, incluyendo tormentas, inundaciones y terremotos.

Situación tras los impactos

En este ejercicio participaron 25 de los 42 grupos sometidos al *stress test*. Antes del impacto de los escenarios adversos la situación era la siguiente:

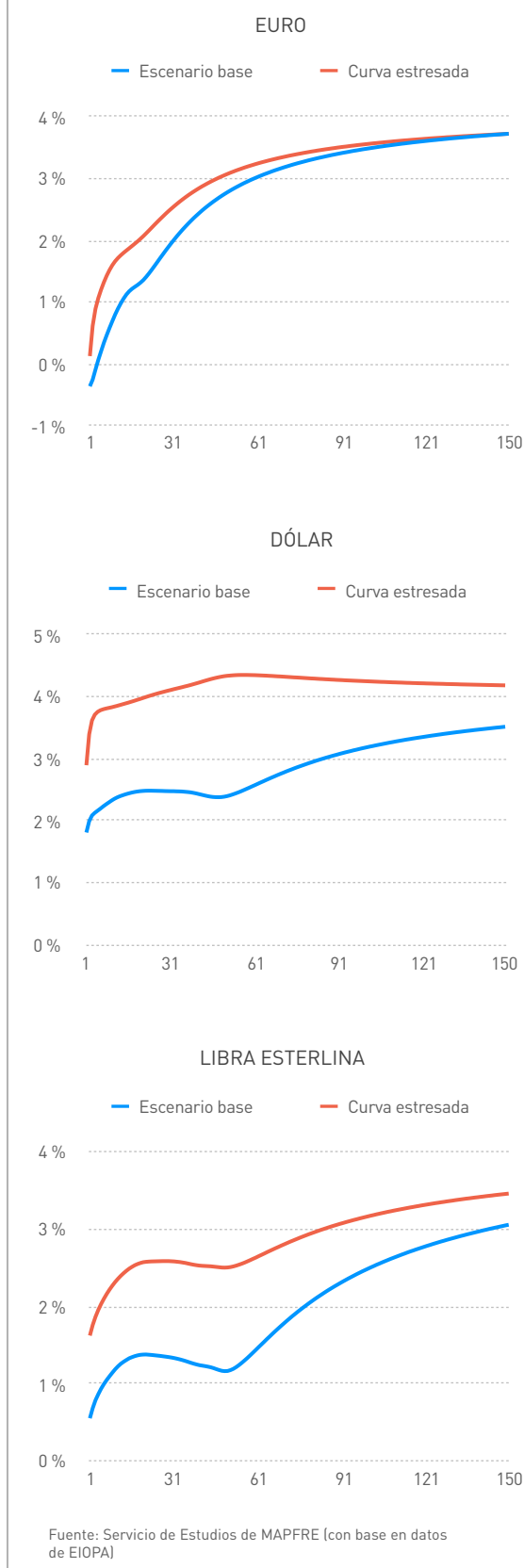
- Ratio de solvencia (agregado de la muestra): 202,4%
- Ratio de activos sobre pasivos: 109,5%.
- Superávit de fondos propios sobre el capital de solvencia requerido: 331,6 millardos de euros.

La situación a nivel agregado tras los impactos derivados de la aplicación del escenario fue la siguiente:

- Escenario 1 (YCU): pérdida de 196,2 millardos de euros de fondos propios admisibles (ratio de solvencia tras el impacto 145,2% / ratio de activos sobre pasivos 107,6%).
- Escenario 2 (YCD): pérdida de 153,8 millardos de euros de fondos propios admisibles (ratio de solvencia tras el impacto 137,4% / ratio de activos sobre pasivos 106,7%).
- Escenario 3 (NC): la pérdida agregada apenas es significativa (ratio de activos sobre pasivos tras el impacto 109,3%).

A pesar de que el impacto es significativo en los dos escenarios adversos de movimientos de las curvas de tipos, a nivel agregado existen fondos propios disponibles suficientes para absorberlos. No obstante, seis grupos de la muestra reportaron un ratio de solvencia inferior al 100% en el escenario 1 y siete en el escenario 2. La intención de EIOPA es tratar estas vulnerabilidades a través del proceso de supervisión de grupos, en los colegios de supervisores y emitiendo recomendaciones en aquellos aspectos que considere relevantes.

Gráfica 2.2.2-a
Curvas de tipos de interés libres de riesgo:
escenario base y curvas estresadas



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

La Gráfica 2.2.2-b, extraída del informe de EIOPA, representa la distribución de los ratios de solvencia de la muestra de grupos participantes con el nivel mediano, los rangos inter cuartiles y los percentiles 10 y 90, tanto en el escenario base como en los dos escenarios adversos de movimientos de la curva de tipos.

Si se omitiera el efecto de las medidas transitorias (única de las medidas de la Directiva de Solvencia II que terminará desapareciendo), la situación tras el impacto de los escenarios adversos sería de un ratio de solvencia que caería al 130,9% en el escenario 1 y al 124,1% en el escenario 2. Por tanto, la situación del sector seguiría siendo saneada, sin perjuicio del mayor o menor impacto que pueda tener para determinados grupos aseguradores a nivel individual.

Por último, si se omitiera el efecto de las medidas transitorias, del ajuste por volatilidad y del ajuste por casamiento de las carteras de seguros de vida bajo inmunización financiera, la situación tras el impacto de los escenarios adversos sería:

- Escenario 1: pérdida de 325,1 miles de millones de euros de fondos propios (ratio de solvencia tras el impacto 86,6%). 21 grupos con SCR por debajo del 100%.

- Escenario 2: pérdida de 280,6 miles de millones de euros de fondos propios (ratio de solvencia tras el impacto 85,4%). 20 grupos con SCR por debajo del 100%.

Este último resultado pone de manifiesto la importancia de las medidas introducidas en la Directiva de Solvencia II de garantías a largo plazo (ajuste por volatilidad y del ajuste por casamiento) y su efecto anti-cíclico, positivo para la estabilidad financiera. Las medidas referidas están destinadas a preservar el papel que desempeñan las entidades aseguradoras en la canalización del ahorro a medio y largo plazo, teniendo en cuenta que su capacidad de gestión de inversiones que respaldan compromisos con los tomadores de seguros a medio y largo plazo les hace menos vulnerables a movimientos puntuales adversos de los mercados, siempre y cuando realicen una gestión adecuada de sus riesgos. Estas medidas serán objeto de revisión en la reforma prevista de la Directiva de Solvencia II en 2020.

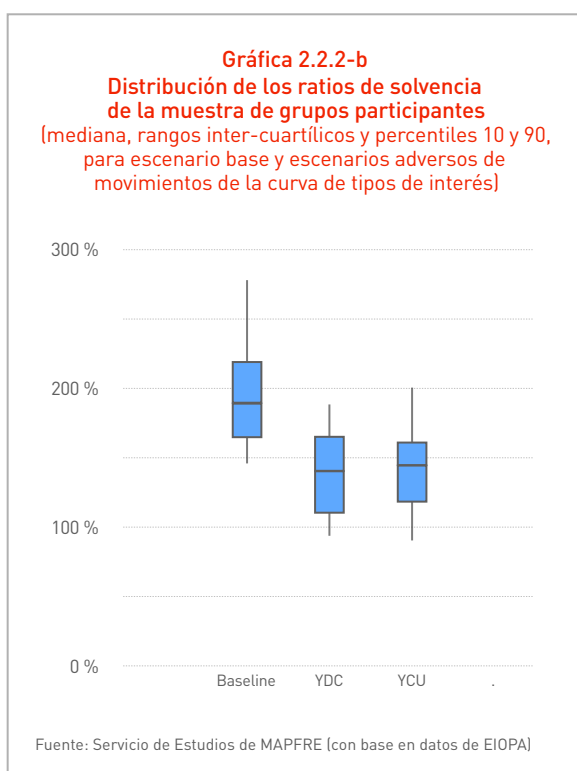
Por último, es de destacar que EIOPA solicitó información relativa a los ciber-riesgos a los que se enfrentan los grupos aseguradores europeos participantes en el ejercicio de *stress test*. Esta información está siendo objeto de análisis por parte de EIOPA.

Reforma de Solvencia II – 2018

En el mes de noviembre de 2018 la Comisión Europea publicó el borrador con la propuesta de modificación del Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de Solvencia II²¹. Este borrador se ha elaborado sobre la base de dos consejos técnicos emitidos por EIOPA a solicitud de la propia Comisión Europea, en un proceso que comenzó a mediados de 2016. Todavía debe ser adoptado por la Comisión y enviado al Parlamento y al Consejo Europeo para su consideración, por lo que el procedimiento podría demorarse unos meses antes de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.

A continuación, se exponen de forma sintética las principales reformas que contempla el borrador:

- Se reducen las cargas de capital de la fórmula estándar para la deuda sin calificación crediticia y para las acciones no cotizadas en las que inviertan las entidades asegura-



doras, bajo ciertos requisitos de elegibilidad. Esta reforma se justifica sobre la base de la posible contribución de la industria aseguradora europea a los objetivos de la iniciativa denominada “Capital Markets Union” que busca alcanzar un mayor desarrollo de los mercados de capitales en la Unión Europea, como vía complementaria de financiación de las empresas al canal bancario tradicional.

- Se establece un régimen particular para ciertas inversiones de disponibilidad limitada a largo plazo en acciones, que se beneficiarán de las mismas cargas de capital que las participaciones estratégicas, siempre que cumplan ciertos requisitos en cuanto a la gestión de riesgos del activo-pasivo y de las propias inversiones.
- Para reforzar la proporcionalidad del marco de Solvencia II se introducen modificaciones en la fórmula estándar incluyendo, entre otras, una exclusión a la aplicación obligatoria del enfoque de transparencia a los fondos de inversión y excepciones en el uso de calificaciones de crédito externas.
- Se simplifica el sub-módulo de riesgos de catástrofes provocadas por el hombre.
- Se eliminan inconsistencias con ciertas normas aplicables al sector bancario, en la medida en que su alineamiento se considera proporcionado con las diferencias en el modelo de negocio de ambos tipos de entidades. Afectan a la clasificación de los fondos propios, al tratamiento del riesgo en las exposiciones con contrapartes centrales y al de las exposiciones a administraciones regionales y autoridades locales. También al tratamiento de los derivados, que es ajustado tras la adopción de la regulación sobre infraestructura de mercado (EMIR).
- Se introducen una serie de principios adicionales para asegurar un campo de juego común entre Estados Miembros en el reconocimiento de la capacidad de absorción de pérdidas de los impuestos diferidos, que no pueda justificarse sobre la base de diferentes regímenes fiscales. Con ese fin, se introducen una serie de principios adicionales que afectan básicamente al proceso de su-

pervisión para asegurar un campo de juego común en la Unión.

- Se actualizan ciertos parámetros en base a datos adicionales disponibles desde la última calibración, incluyendo los riesgos de primas, reservas y catastróficos de No Vida y los riesgos de salud.
- Se refina el tratamiento del reconocimiento de las técnicas de reducción de riesgos, del cálculo de solvencia a nivel de grupo y de las medidas de volumen del riesgo de prima y de reserva para mejorar la sensibilidad al riesgo de los requerimientos de capital bajo la fórmula estándar.
- Se introducen medidas para mejorar la transparencia en la información técnica sobre la estructura temporal de los tipos de interés libres de riesgo.

Insurance Europe ha hecho pública su posición ante esta propuesta²² agradeciendo el esfuerzo realizado en algunos aspectos de la reforma, pero lamentando que deje fuera otros aspectos que eran importantes para el sector y que continuarán siendo objeto de debate para la revisión prevista de la Directiva en 2020.

Evaluación de la estructura de la intermediación de los mercados aseguradores

En el mes de diciembre de 2018, EIOPA publicó un informe sobre la evaluación de la estructura de los mercados de intermediarios de seguros en el Espacio Económico Europeo (EEE), en cumplimiento de lo establecido en la Directiva de Distribución de Seguros²³, la cual entró en vigor en octubre de 2018.

Este es el primero de estos informes que se publicarán de forma regular y da una idea del estado de los mercados de intermediación de seguros con un análisis de datos del período 2013 a 2017. Está previsto que en febrero de 2020, EIOPA prepare un informe sobre la aplicación de la Directiva de Distribución de Seguros sobre la base, entre otros elementos, de estos informes periódicos. La evaluación realizada en este primer informe confirma que la intermediación de seguros se caracteriza por una diversidad muy amplia de los canales de

distribución y en las prácticas en cuanto a su registro y exigencias de suministro de información entre los Estados Miembros.

Por lo general, la información de la que disponen las Autoridades Competentes Nacionales de cada uno de los Estados miembros sobre los intermediarios de seguros es muy heterogénea, lo que impide en muchos casos extraer conclusiones a nivel de todo el EEE. En el caso de las categorías de intermediarios, un factor que ha contribuido a que existan esas diferencias es que la legislación de la Unión Europea, así como la Directiva de Mediación de Seguros, no establecían categorías de mediadores de seguros legalmente definidas. La “definición basada en la actividad” deja a los Estados Miembros flexibilidad para definir las referidas categorías. En algunos casos, la información recopilada a través de los informes de Solvencia II ofrece una visión más precisa de alguno de los aspectos analizados en el estudio de EIOPA.

A pesar de las diferencias, se han detectado algunas evoluciones clave en el mercado europeo:

- Hay variaciones significativas en el número de intermediarios aseguradores, y a menudo existe una relación limitada con la población total y con el tamaño del mercado. El número de intermediarios registrados en los mercados europeos analizados ascendía a 1.069.655.
- Aunque pequeña, se observa una disminución del número de intermediarios registrados debido fundamentalmente a una regulación más estricta y a alternativas innovadoras en los canales de distribución, junto con otros factores, como la liquidación de algunas empresas de seguros.
- En la mayoría de los mercados esta disminución ha afectado principalmente a los intermediarios registrados como personas físicas y a los agentes, que por otro lado es la categoría mayoritaria en Europa. Las personas jurídicas tienen un menor peso como intermediarios, pero han crecido en la mayor parte de los Estados miembros.
- Existe diversidad y falta de homogeneidad en las categorías de los intermediarios de seguros (el 56% del total opera bajo categorías que son específicas de cada Estado miembro), lo que complica extraer conclusiones a nivel europeo.
- Con los datos ofrecidos por los 27 países que desagregan información entre corredores (“brokers”) y agentes, los agentes representan el 32% del total. Además, el número de agentes ha caído desde los 423.429 que había en el año 2013 hasta los 338.426 de 2017 (-20%). Por otro lado, los brokers han crecido cerca del 8% en el mismo periodo, pasando de 110.591 a 119.067 en los países miembros que han facilitado esta información.
- En el período analizado no ha habido un cambio importante en el rol desempeñado por los canales de distribución. Bancaseguros continúa siendo el canal mayoritario en el ramo Vida, mientras que los agentes lo son en el ramo de No Vida.
- El informe recoge el número de notificaciones presentadas por los intermediarios de seguros de los Estados miembros para realizar operaciones transfronterizas, y hace una comparación con las actividades transfronterizas de las empresas de seguros. En 2017, había 13.861 intermediarios que habían notificado a las autoridades competentes su intención de llevar a cabo negocios transfronterizos. De ellos, más del 90% (13.047) notificaron su intención de realizar negocios bajo la modalidad de libre prestación de servicios (FoS por sus siglas en inglés), mientras que solo 413 notificaron su propósito de operar bajo el régimen de derecho de establecimiento (FoE por sus siglas en inglés). Una parte significativa de las notificaciones de los intermediarios se refieren principalmente a los Estados miembros vecinos: alrededor del 20% de las notificaciones recibidas en 2017 (de los Estados miembros en los que esta información está disponible).
- Respecto a las remuneraciones, hay dos modelos que prevalecen en las ventas de productos de seguros por parte de los intermediarios de seguros en el EEE: uno basado en comisiones y otro en honorarios. En algunos casos, la remuneración puede ser mixta, como, por ejemplo, estar compuesta

de comisiones de la empresa de seguros al intermediario de seguros por la actividad de distribución de seguros y de una comisión del cliente por la gestión del contrato después de la celebración del mismo. En la mayoría de los Estados miembros, los agentes de seguros parecen ser pagados casi exclusivamente con comisiones, mientras que a los corredores se les paga a menudo con comisiones, honorarios o una combinación de ambos.

- Las comisiones se han mantenido estables entre 2016 y 2017, con una diferencia significativa entre las distintas líneas de negocio y entre los Estados miembros. "Otros seguros de vida" es la línea de negocio de seguros de vida con las tasas de comisión más altas. Para algunas líneas de seguros de No Vida, las tasas de comisión de las empresas se sitúan en torno e incluso por encima del 20%.
- Finalmente, el informe analiza el crecimiento de "Otros canales de distribución de seguros emergentes" e InsurTech. Los datos existentes sobre los comparadores y los agregadores de precios son limitados, lo que dificulta un análisis preciso. No obstante, se calcula que en 2016 había en Europa en total 214 sitios web y corredores importantes "on-line", presentes en todo el continente.
- La falta de una regulación inequívoca de los sitios web de comparación de los productos de seguros en el marco de la anterior Directiva de Mediación de Seguros y el riesgo de que pueda perjudicarles a los consumidores, ha dado lugar a una regulación y una supervisión mucho más estrictas a nivel nacional. La Directiva de Distribución de Seguros proporciona una regulación más clara de los comparadores, incluyéndolos en la definición de "distribución de seguros".
- El informe menciona la digitalización del "asesoramiento financiero" en lo que denomina como "robo-advice", que consiste en la prestación de asesoramiento sin intervención humana o con intervención humana limitada. En general, parece que este fenómeno está creciendo, pero no muy rápidamente, y la escala del mercado es todavía bastante limitada.

- El canal directo y los denominados mercados de seguros "on-line" juegan un papel cada vez mayor en la venta de productos de seguros.

El informe se acompaña de un anexo con un análisis por país de los principales mercados de distribución de seguros²⁴. A continuación se exponen algunos datos de interés:

- Italia representaba en 2016 el 12% de la población de la Unión Europea, el 11% de las primas de seguro directo y el 23% de los intermediarios. En 2017, contaba con 23.704 personas jurídicas y 204.972 personas físicas en una clara tendencia decreciente desde el 2013; desde entonces, han descendido un -1,5% las personas jurídicas y los intermediarios como personas físicas lo han hecho un -6,5%. Antes de la entrada en vigor de la Directiva del 1 de octubre de 2018, existían 5 categorías en el registro italiano de intermediarios: agentes (la categoría más importante en No Vida y cuya remuneración es comisiones, bonus y rappels), brokers, bancaseguros (la categoría más importante en Vida), colaboradores directos y resto de mediadores. El número de notificaciones de los intermediarios para operar en el mercado exterior ha ido gradualmente decreciendo.
- España representaba en 2016 el 9% de la población de la Unión Europea, el 5% de las primas de seguro directo y el 8% de los intermediarios. En 2017, contaba con 14.548 personas jurídicas y 64.824 personas físicas en una clara tendencia decreciente desde el 2013 en las personas físicas y estable en el número de personas jurídicas. El número de notificaciones de los intermediarios para operar en el mercado exterior creció de manera importante en el 2017, tanto para el establecimiento como para la libre prestación de servicios.
- Alemania representaba el 16% de la población de la Unión Europea, el 17% de las primas de seguro directo y el 22% de los intermediarios. La responsabilidad de la supervisión está dividida entre la Cámara de Comercio (IHK por sus siglas en alemán) que registra los intermediarios y la Autoridad Supervisora de Servicios Financieros (NCA) que controla los agentes.

El análisis para el período 2013-2017 de los intermediarios muestra una caída de agentes vinculados a aseguradoras (-18%) y del número de petición de licencias de agentes (-7%), siendo estable el porcentaje de brokers y agentes auxiliares. El número de intermediarios ha sido históricamente muy elevado y la relación personal es la que tradicionalmente ha dominado el canal de distribución europeo.

Productos Empaquetados de Inversiones y Seguros Minoristas (PRIIP) y Documento de Información Clave (KID)

El 1 de octubre de 2018 las Autoridades Europeas de Supervisión (ESA por sus siglas en inglés) expusieron en una carta a la Comisión Europea su intención de emitir propuestas para respaldar cambios legislativos que eviten la posibilidad de duplicar los requisitos de información a recibir por los clientes que adquieran fondos de inversión a partir del 1 de enero de 2020, y abordar los problemas clave que han surgido desde la implementación del documento de datos fundamentales para el inversor (DFI o KID por sus siglas en inglés). El 8 de noviembre, las tres autoridades emitieron una consulta pública conjunta²⁵ cuyo objeto central son los posibles cambios que serían necesarios relacionados con los escenarios de rentabilidad.

Como antecedentes del motivo de esta consulta conviene mencionar que el Reglamento PRIIPs²⁶ establece la obligación de los productores de productos empaquetados de inversión dirigidos a minoristas y productos de inversión basados en seguros (PRIIPs por sus siglas en inglés), de elaborar el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI o KID), con información estandarizada, y entregarlo a los potenciales clientes con antelación suficiente antes de su adquisición. También establece que las ESAs desarrollarán Normas Técnicas Regulatorias sobre el contenido y la presentación de los KID, así como sobre el momento de la entrega de los mismos.

Las Normas Técnicas Regulatorias fueron adoptadas por cada una de las Juntas de Supervisores de las ESAs en abril de 2016 y posteriormente aprobadas por la Comisión Europea en junio de 2016 en forma de Reglamento Delegado. En septiembre de 2016, durante el período de escrutinio, el Parlamento Europeo

se opuso a las normas propuestas y solicitó cambios en una serie de áreas específicas. Esta objeción retrasó la aplicación del régimen KID por un año hasta el 1 de enero de 2018.

Por su parte, el Reglamento PRIIPs establece una exención temporal (hasta el 31 de diciembre de 2019) a la obligación de elaborar y entregar el KID de PRIIPs a las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios armonizadas (UCITS, por sus siglas en inglés) u otros fondos de inversión que publiquen un documento de datos fundamentales equivalente (KII de UCITS). La Comisión Europea adoptó un Reglamento delegado revisado en marzo de 2017 con enmiendas para abordar las preocupaciones expresadas por el Parlamento Europeo. Esto permitió que las reglas finales se publicaran el 12 de abril de 2017 como Reglamentación Delegada (UE) 2017/653 de la Comisión Europea.

En julio de 2017, la Comisión Europea publicó una comunicación que contiene directrices sobre la aplicación del Reglamento PRIIP. La comunicación tenía como objetivo facilitar la implementación y el cumplimiento de las normas al suavizar las posibles divergencias interpretativas en toda la Unión Europea. Con el fin de aclarar la aplicación de las reglas y promover enfoques y prácticas de supervisión comunes en la implementación y supervisión del KID, las ESAs publican "Preguntas y Respuestas (Q&A)" que no tienen fuerza vinculante ni están sujetas a un procedimiento de "cumplir o explicar". Debido a su naturaleza, no existe una consulta formal sobre las preguntas y respuestas tratándose de un material destinado a ser editado y actualizado continuamente, a medida que se reciben nuevas preguntas.

A fin de realizar las modificaciones necesarias en un plazo de tiempo que garantice su aplicación a partir del 1 de enero de 2020, el alcance de las propuestas en la consulta es limitado y el periodo en el que ha estado abierto al público se redujo. La fecha límite para enviar comentarios se cerró el 6 de diciembre de 2018. No obstante, continúan las discusiones entre los colegisladores sobre la fecha de aplicación del Reglamento PRIIPs a los fondos de inversión y sobre el plazo para abordar una revisión completa de esta regulación. La decisión

sobre las recomendaciones finales que las ESAs harán a la Comisión Europea tendrá en cuenta tanto las respuestas a la consulta como los avances en las discusiones políticas. Por otra parte, el resultado de esta revisión se hace sin perjuicio de una revisión más amplia que se podría llevar a cabo a principios del próximo mandato del Parlamento Europeo.

Los cambios propuestos se presentan en la sección 4 del documento remitido por las ESAs a la Comisión que, a su vez, se divide en cuatro secciones principales: (i) propuestas para cambiar el enfoque relativo a la presentación de los escenarios de rentabilidad en el KID de PRIIPs (sección 4.1); (ii) cambios potenciales en un número limitado de otras cuestiones de carácter práctico o técnico detectadas desde la implementación del Reglamento de PRIIPs y basadas en la información recabada por las ESAs (sección 4.2), y (iii) otros posibles cambios en el Reglamento Delegado 2017/653 en caso de que finalizara la exención temporal del KID de PRIIPs para UCITS y otros fondos de

inversión (sección 4.3). Además, la sección 5 del documento incluye un análisis de los costes y beneficios de los cambios propuestos y las secciones 6 y 7 anexos relativos a las secciones 4.1 y 4.3, respectivamente.

España: Ley de distribución de seguros y reaseguros privados

En España, el Proyecto de Ley de distribución de seguros y reaseguros privados se encuentra en la última fase de tramitación parlamentaria, una vez concluido el plazo para la presentación de enmiendas. El 2 de octubre de 2018 se publicaron en el Boletín Oficial de las Cortes Generales las 100 enmiendas presentadas por los diferentes Grupos Parlamentarios, y el siguiente paso es que la Comisión de Economía y Empresa del Congreso de los Diputados apruebe las enmiendas y emita el correspondiente informe, antes de pasar al Senado.

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	2,9	1,6	2,2	2,9	2,5	1,9
Eurozona	2,0	1,9	2,5	1,9	1,7	1,6
Alemania	1,5	2,2	2,5	1,6	1,7	1,6
Francia	1,0	1,0	1,1	2,3	1,6	1,6
Italia	0,8	1,3	1,6	0,9	0,4	0,8
España	3,6	3,2	3,0	2,6	2,3	2,1
Reino Unido	2,4	1,8	1,7	1,2	1,2	2,2
Japón	1,3	0,6	1,9	0,8	1,0	0,4
Mercados emergentes	4,7	4,3	4,4	4,7	4,5	4,5
América Latina¹	1,3	0,3	-0,6	1,3	2,2	2,5
México	3,3	2,7	2,3	2,0	2,0	2,0
Brasil	-3,6	-3,3	1,1	1,2	2,3	2,6
Argentina	2,7	-1,7	2,8	-2,5	-1,3	3,8
Emergentes europeos²	3,9	4,7	3,3	6,0	1,9	2,8
Turquía	6,0	3,3	7,4	3,2	-1,7	4,0
Asia Pacífico³	5,9	6,2	6,2	6,0	5,8	5,6
China	6,9	6,7	6,9	6,6	6,2	5,8
Indonesia	4,9	5,0	5,1	5,1	5,2	5,3
Filipinas	6,0	6,9	6,7	6,3	6,2	5,8
Mundo	3,6	3,5	3,7	3,6	3,3	3,2

	Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	2,9	1,6	2,2	2,9	1,6	0,9
Eurozona	2,0	1,9	2,5	1,9	0,7	0,8
Alemania	1,5	2,2	2,5	1,6	0,9	0,7
Francia	1,0	1,0	1,1	2,3	1,6	1,0
Italia	0,8	1,3	1,6	0,9	-0,8	-0,1
España	3,6	3,2	3,0	2,6	1,2	1,5
Reino Unido	2,4	1,8	1,7	1,2	0,8	0,6
Japón	1,3	0,6	1,9	0,8	0,3	-0,8
Mercados emergentes	4,7	4,3	4,4	4,7	3,1	2,1
América Latina¹	1,3	0,3	-0,6	1,3	1,4	1,6
México	3,3	2,7	2,3	2,0	0,4	1,8
Brasil	-3,6	-3,3	1,1	1,2	1,9	2,2
Argentina	2,7	-1,7	2,8	-2,5	-1,5	3,1
Emergentes europeos²	3,9	4,7	3,3	6,0	1,9	1,0
Turquía	6,0	3,3	7,4	3,2	-2,0	3,8
Asia Pacífico³	5,9	6,2	6,2	6,0	5,5	4,6
China	6,9	6,7	6,9	6,6	5,7	5,6
Indonesia	4,9	5,0	5,1	5,1	3,9	5,9
Filipinas	6,0	6,9	6,7	6,3	6,3	6,4
Mundo	3,6	3,5	3,7	3,6	2,2	1,5

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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

	Escenario Base					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	0,4	1,8	2,1	1,9	2,2	1,9
Eurozona	0,2	0,7	1,4	1,8	1,4	1,7
Alemania	0,3	1,7	1,7	2,1	1,5	1,8
Francia	0,1	0,3	0,8	1,3	2,2	1,5
Italia	0,2	0,1	0,9	1,6	1,2	1,6
España	-0,3	1,0	1,4	1,6	1,3	1,6
Reino Unido	0,1	1,2	3,0	2,2	1,2	2,0
Japón	0,2	0,3	0,6	0,9	2,1	1,1
Mercados emergentes	4,7	4,6	4,2	4,5	4,7	4,5
América Latina¹	5,0	6,2	4,6	6,0	4,9	4,2
México	2,3	3,2	6,6	4,8	4,0	3,5
Brasil	10,4	7,0	2,8	4,1	4,1	4,0
Argentina	26,0	39,3	23,3	47,5	26,6	19,5
Emergentes europeos²	3,4	3,9	4,2	6,8	8,5	7,7
Turquía	8,2	7,6	12,3	22,8	15,3	11,1
Asia Pacífico³	2,2	2,5	2,8	4,0	3,0	3,2
China	1,5	2,2	1,8	2,4	2,1	2,6
Indonesia	4,8	3,3	3,5	3,7	3,7	3,5
Filipinas	0,3	2,0	3,0	6,0	3,4	4,0
Mundo	2,9	2,9	3,0	3,3	3,6	3,5

	Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	0,4	1,8	2,1	1,9	0,7	1,3
Eurozona	0,2	0,7	1,4	1,8	-0,9	0,1
Alemania	0,3	1,7	1,7	2,1	-0,5	0,6
Francia	0,1	0,3	0,8	1,3	1,3	1,3
Italia	0,2	0,1	0,9	1,6	-0,7	-0,0
España	-0,3	1,0	1,4	1,6	-2,0	-0,2
Reino Unido	0,1	1,2	3,0	2,2	0,0	1,1
Japón	0,2	0,3	0,6	0,9	0,6	-0,2
Mercados emergentes	4,7	4,6	4,2	4,5	5,8	5,5
América Latina¹	5,0	6,2	4,6	6,0	5,6	4,6
México	2,3	3,2	6,6	4,8	3,3	3,5
Brasil	10,4	7,0	2,8	4,1	4,5	4,6
Argentina	26,0	39,3	23,3	47,5	23,7	20,7
Emergentes europeos²	3,4	3,9	4,2	6,8	7,8	6,9
Turquía	8,2	7,6	12,3	22,8	13,5	11,8
Asia Pacífico³	2,2	2,5	2,8	4,0	3,8	4,0
China	1,5	2,2	1,8	2,4	-0,4	1,6
Indonesia	4,8	3,3	3,5	3,7	3,0	3,1
Filipinas	0,3	2,0	3,0	6,0	0,4	5,1
Mundo	2,9	2,9	3,0	3,3	3,3	2,9

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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

	Escenario Base					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	2,27	2,45	2,40	3,15	3,16	3,49
Eurozona	1,20	1,04	0,91	1,19	1,68	2,32

	Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	2,27	2,45	2,40	3,15	1,83	0,98
Eurozona	1,20	1,04	0,91	1,19	1,05	1,22

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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

	Escenario Base					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
USD-EUR	0,92	0,95	0,83	0,88	0,85	0,83
EUR-USD	1,09	1,05	1,20	1,14	1,18	1,20
GBP-USD	1,48	1,23	1,35	1,35	1,41	1,45
USD-JPY	120,27	116,78	112,69	112,51	109,61	109,79
USD-CNY	6,49	6,94	6,51	6,91	6,71	6,46

	Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
USD-EUR	0,92	0,95	0,83	0,88	0,82	0,78
EUR-USD	1,09	1,05	1,20	1,14	1,22	1,28
GBP-USD	1,48	1,23	1,35	1,35	1,41	1,49
USD-JPY	120,27	116,78	112,69	112,51	107,04	106,82
USD-CNY	6,49	6,94	6,51	6,91	7,36	7,61

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

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

	Escenario Base					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	0,50	0,75	1,50	2,50	3,00	3,00
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
China	2,32	2,59	3,09	3,04	3,34	3,78

	Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	0,50	0,75	1,50	2,50	3,50	3,75
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
China	2,32	2,59	3,09	3,04	0,54	2,61

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

Índice de tablas, gráficas y recuadros

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	30
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	33
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	35
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	38
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	40
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	42
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	44
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	46
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	49
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	51
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	53
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	55
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	58
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	60
Tabla 2.1.1	Mercado No Vida: previsiones de crecimiento de mercados aseguradores seleccionados, 2018-2020	63
Tabla 2.2.2	Prueba de tensión de EIOPA: resumen de impactos a aplicar por categorías de activos de los principales mercados de la Unión Europea y en Estados Unidos	81
Tabla A-1	Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto (PIB)	89
Tabla A-2	Escenarios Base y de Riesgo: inflación	90
Tabla A-3	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	91
Tabla A-4	Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio	91
Tabla A-5	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia	91

Gráficas

Gráfica 1.1-a	Global: PMI Global, 2016-2018	15
Gráfica 1.1-b	Global: órdenes de pedidos industriales (bienes durables), 2013-2018	15
Gráfica 1.1-c	Economías seleccionadas: prima de riesgo, 2015-2018	16
Gráfica 1.1-d	Eurozona: PMI europeo vs ciclo económico, 2016-2018	16
Gráfica 1.1-e	Europa: comercio intraeuropeo (suma de las exportaciones y las importaciones de EU28 sobre el PIB de EU28) como % del PIB, 2015-2018	16
Gráfica 1.1-f	China: Balance estructural del PIB frente a PMI, 2005-2018	17
Gráfica 1.1-g	Vulnerabilidades y riesgos globales	17
Gráfica 1.1-h	Apelación al Eurosistema, 2009-2018	26
Gráfica 1.1-i	Mercados emergentes: deuda corporativa como % del PIB, 2008-2018	28
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	30
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	30
Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: retorno de deuda de alta rentabilidad (%), 2015-2018	31
Gráfica 1.2.1-d	Estados Unidos: evolución del PMI compuesto, 2016-2018	31
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: inflación base y subyacente (% a/a), 2015-2018	32
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: QE vs tipo de interés sombra, 2015-2018	32
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	33
Gráfica 1.2.2-d	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	33

Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	35
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	35
Gráfica 1.2.3-c	España: PMI servicios y manufactura, 2016-2018	36
Gráfica 1.2.3-d	España: índice (normalizado) de incertidumbre de la política económica y prima de riesgo, 2015-2018	36
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: índice ZEW vs órdenes industriales (a/a), 2014-2018	37
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: crecimiento salarios y consumo privado, 2014-2018	37
Gráfica 1.2.4-c	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	38
Gráfica 1.2.4-d	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	38
Gráfica 1.2.5-a	Italia: deficit del gobierno y deuda pública, 2015-2018	39
Gráfica 1.2.5-b	Italia: prima de riesgo, 2015-2018	39
Gráfica 1.2.5-c	Italia: descomposición y previsiones del PIB	40
Gráfica 1.2.5-d	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	40
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	42
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	42
Gráfica 1.2.6-c	Reino Unido: PMI compuesto, 2016-2018	43
Gráfica 1.2.6-d	Reino Unido: variación interanual de precios residenciales, 2016-2018	43
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB	44
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	44
Gráfica 1.2.7-c	Japón: deuda pública y privada, 2011-2018	45
Gráfica 1.2.7-d	Japón: impulso fiscal (cambio en el déficit primario), 2011-2018	45
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	46
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	46
Gráfica 1.2.8-c	Turquía: tipos de interés y tipo de cambio, 2017-2018	47
Gráfica 1.2.8-d	Turquía: cuenta corriente vs cuenta financiera, 2015-2018	47
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB	49
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	49
Gráfica 1.2.9-c	México: índice de actividad económica, 2015-2018	50
Gráfica 1.2.9-d	México: tipo de cambio vs prima de riesgo, 2015-2018	50
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB	51
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	51
Gráfica 1.2.10-c	Brasil: PMI compuesto vs tipo de cambio, 2016-2018	52
Gráfica 1.2.10-d	Brasil: balance del gobierno vs deuda pública bruta, 2016-2018	52
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB	53
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	53
Gráfica 1.2.11-c	Argentina: letras de liquidez (LELIQ) vs tipo de cambio, 2016-2018	54
Gráfica 1.2.11-d	Argentina: evolución de la inflación, 2014-2018	54
Gráfica 1.2.12-a	China: descomposición y previsiones del PIB	55
Gráfica 1.2.12-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	55
Gráfica 1.2.12-c	China: evolución de los PMI, 2016-2018	56
Gráfica 1.2.12-d	China: retorno de deuda de alta rentabilidad, 2016-2018	56
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: tipo de cambio vs evolución de la renta variable, 2014-2018	57
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: índice de condiciones financieras, 2006-2018	57
Gráfica 1.2.13-c	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB	58
Gráfica 1.2.13-d	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	58
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: tipo de cambio vs inflación, 2014-2018	59
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: tipos de interés vs inflación, 2016-2018	59
Gráfica 1.2.14-c	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019	60
Gráfica 1.2.14-d	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019	60
Gráfica 2.1.2-a	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	67
Gráfica 2.1.2-b	Eurozona: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	67
Gráfica 2.1.3	Alemania: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	68
Gráfica 2.1.4	Italia: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	68
Gráfica 2.1.5	España: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	69
Gráfica 2.1.6-a	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo	70
Gráfica 2.1.6-b	Reino Unido: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	70

Gráfica 2.1.7-a	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	71
Gráfica 2.1.7-b	Estados Unidos: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	71
Gráfica 2.1.8-a	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo	72
Gráfica 2.1.8-b	Brasil: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	72
Gráfica 2.1.9-a	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	73
Gráfica 2.1.9-b	México: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	74
Gráfica 2.1.10	Argentina: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	74
Gráfica 2.1.11-a	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	75
Gráfica 2.1.11-b	Turquía: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	75
Gráfica 2.1.12-a	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	76
Gráfica 2.1.12-b	China: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	77
Gráfica 2.1.13-a	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	77
Gráfica 2.1.13-b	Japón: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	78
Gráfica 2.1.14	Filipinas: previsiones de crecimiento del mercado asegurador No Vida	78
Gráfica 2.2.2-a	Curvas de tipos de interés libres de riesgo: escenario base y curvas estresadas	82
Gráfica 2.2.2-b	Distribución de los ratios de solvencia de la muestra de grupos participantes	83

Recuadros

Recuadro 1.1-a	Coordinación de políticas monetaria y fiscal y su efecto en el ciclo económico	18
Recuadro 1.1-b	Tipo de cambio, política monetaria y ciclo económico	23
Recuadro 2.1.1	Medición del potencial de aseguramiento global: el GIP-MAPFRE	64

Referencias

1/ Los efectos de la reforma tributaria de la administración Trump perderán fuerza a partir de 2020 hasta diluirse totalmente (salvo una improbable renovación) en 2023.

2/ En diciembre pasado, Estados Unidos sufrió el 10º cierre parcial de la administración pública por rebasar el techo estatutario de deuda que supera el 100% del PIB.

3/ En la cumbre de G20 de noviembre pasado, se reunieron los presidentes Donald Trump y Xi Jinping. En dicha reunión acordaron un parón de 90 días en la escalada arancelaria, con lo que los aranceles de 10% a los productos importados de China ya no subirán a 25% en enero como estaba previsto. Esta tregua es para que ambos gobiernos puedan estudiar cómo encontrar una relación más equilibrada y justa para el comercio entre ambos.

4/ Esencialmente: Estado, corporativos no financieros y familias.

5/ Véase: Servicio de Estudios de MAPFRE, *Panorama económico y sectorial 2018: perspectivas hacia el cuarto trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE, octubre de 2018, pp. 15-18 (“Vulnerabilidad de mercados emergentes: índice de riesgo emergente”).

6/ BRICS (Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica), México, Indonesia, Argentina y Turquía.

7/ Dadas las exigencias de Italia y (aunque no oficiales) Francia de ampliar el déficit público en un contexto de cambio político a nivel de Comisión, Consejo y Parlamento Europeo, podría llegarse a una decisión regional con respecto a los objetivos fiscales a corto plazo, en especial en la actual coyuntura cíclica en la que parece que el impulso se agota. En este sentido, la situación fiscal de Italia no está resuelta. La Comisión Europea pareciera evaluar un procedimiento de déficit excesivo basado no solamente en el déficit sino también en el nivel de deuda, lo que conllevaría unas sanciones más duraderas. Con la conclusión del programa de compras del BCE en diciembre, y la prima de riesgo de Italia en 300 bps, el foco va a estar en el esfuerzo de servicio de la deuda de ese país, la cual se sitúa en 130% del PIB. Italia es una de las grandes economías de la Eurozona, con amplio poder de negociación ante la Comisión Europea. Sin embargo, la Comisión no puede hacer concesiones fiscales a un solo país, por este motivo es previsible que enmarcará una relajación fiscal en un programa que afecte a toda la zona.

8/ Preveemos que el precio del petróleo converja moderadamente en el entorno de 65 USD/b entre 2019 y 2020.

9/ La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en su reunión de diciembre ha decidido reducir la producción en 1,2 millones de barriles diarios (0,8 millones de barriles diarios por parte de los miembros, y 0,4 millones de barriles diarios por los no-miembros), lo que estaba en línea con lo esperado por el consenso. No se han establecido metas exactas por país, pero el compromiso es que los países OPEP bajen un 2,5% y los No-OPEP un 2,0%, a partir de los niveles de octubre. Irán, Venezuela y Libia han sido eximidos del compromiso por las situaciones especiales que atraviesan.

10/ El tipo de interés neutral/natural de la economía (R^*) es el tipo al que ni se estimula ni se frena la actividad económica y la inflación.

11/ Esta idea está asociada al hecho de que la economía estadounidense está registrando un crecimiento con pleno empleo y poca inflación, el cual se supone generado por un crecimiento potencial mayor del que se estimaba hasta ahora. Los defensores de esta idea aducen que en los últimos tiempos se ha producido un aumento en la productividad total de los factores (digitalización e incremento de productividad laboral, entre otros), así como un aumento del *stock* de capital que no se estaba contabilizando. Ambas cuestiones sobre compensan la pérdida de la contribución del factor trabajo, que por otro lado está revirtiendo a la luz de la recuperación de las tasas de empleo actuales.

12/ Esta visión es consistente, además, con la hipótesis del estancamiento secular, reforzada también por factores demográficos que no se diluirán sino hasta la próxima cohorte poblacional (a mediados de la próxima década).

13/ Las economías de la Eurozona y Japón han eludido la generación de desequilibrios, al haber mantenido una mezcla de política monetaria y fiscal en el terreno neutral o anti-cíclico dada entre la austeridad fiscal inicial y la laxitud monetaria recurrente (política económica anti-cíclica), previniendo así la acumulación de desequilibrios nominales como en el caso de la economía de Estados Unidos.

14/ Los mercados emergentes acumularon desequilibrios durante el QE de la Reserva Federal de los Estados Unidos, puesto que el exceso de liquidez en pleno crecimiento se tradujo en crédito e inflación de activos (residencial, sobre todo).

15/ Véase: Servicio de Estudios de MAPFRE, *Panorama económico y sectorial 2018: perspectivas hacia el cuarto trimestre*, op.cit., pp. 15-18 y ss.

16/ Más allá del efecto económico, este nuevo proteccionismo también tendrá efectos sobre las cuentas corrientes y sobre la inflación, situación de la que algunos países claramente se beneficiarán (Estados Unidos, por ejemplo, reduciendo deuda y déficit exterior). Véase: Servicio de Estudios de MAPFRE, *Panorama económico y sectorial 2018: perspectivas hacia el tercer trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE, julio de 2018.

17/ El superávit de la balanza por cuenta corriente de China presentó en el tercer trimestre el valor más bajo en 20 años. El que las exportaciones estén aguantando bien hasta octubre se explica, sobre todo, por el efecto de adelanto exportaciones a los Estados Unidos antes de la entrada en vigor de los nuevos tipos en los aranceles (ahora suspendidos durante 3 meses), así como la devaluación del Yuan desde los 6,3 a casi 7,0 CNY/USD en los últimos meses.

18/ Como la *targeted medium-term lending facility* que presta a 3 años al 3,5% por debajo del mercado, o la suscripción pública de colaterales de créditos dados a grandes empresas.

19/ <https://www.iaisweb.org/page/consultations/current-consultations/ics-version-20>

20/ https://eiopa.europa.eu/Publications/Surveys/insurance_groups_stress_test_2018.pdf

21/ [https://www.google.com/search?q=ares\(2018\)5720906-08%2F11%2F2018&rlz=1C1CHBD_esES789ES789&oq=ares&aqs=chrome.0.69i59j69i57j0l4.1927j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8](https://www.google.com/search?q=ares(2018)5720906-08%2F11%2F2018&rlz=1C1CHBD_esES789ES789&oq=ares&aqs=chrome.0.69i59j69i57j0l4.1927j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8)

22/ <https://www.insuranceeurope.eu/2018-solvency-ii-review-ec-proposal-lacks-serious-ambition-unlock-investment-economy-needs>

23/ <https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/IDD%20Evaluation%20of%20intermediary%20markets.pdf>

24/ https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/IDD%20Evaluation%20of%20intermediary%20markets_Country%20annex.pdf

25/ <https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/Joint%20Consultation%20Paper%20on%20targeted%20amendments.pdf>

26/ Reglamento (UE) no 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros (texto pertinente a efectos del Espacio Económico Europeo).

AVISO

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

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

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

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

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid