



Fundación **MAPFRE**

**PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2019:
PERSPECTIVAS HACIA
EL SEGUNDO TRIMESTRE**

Servicio de Estudios de MAPFRE

**Panorama económico
y sectorial 2019:
perspectivas hacia el
segundo trimestre**

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

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

Citar como:

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Panorama económico y sectorial 2019:
perspectivas hacia el segundo trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.

© 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

Abril, 2019.

Servicio de Estudios de MAPFRE

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Paula Baliña Vieites

William Douglas Barros Simoes

Markel Zubizarreta Lara

Julia Vélez García

Contenido

Resumen ejecutivo	9
--------------------------------	---

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global	11
1.1.1 El entorno actual y hacia adelante	11
1.1.2 Balance de riesgos	20
1.1.3 Consideraciones de política económica	22
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	22
1.2.1 Estados Unidos	22
1.2.2 Eurozona	25
1.2.3 España	27
1.2.4 Alemania	29
1.2.5 Italia	31
1.2.6 Reino Unido	33
1.2.7 Japón	33
1.2.8 Turquía	36
1.2.9 México	38
1.2.10 Brasil	40
1.2.11 Argentina	42
1.2.12 China	44
1.2.13 Indonesia	44
1.2.14 Filipinas	47

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización.	51
2.1.1 Mercados globales	51
2.1.2 Eurozona	51
2.1.3 Alemania	52
2.1.4 Italia	53
2.1.5 España	53
2.1.6 Reino Unido	53
2.1.7 Estados Unidos	54
2.1.8 Brasil	55
2.1.9 México	56
2.1.10 Argentina	57
2.1.11 Turquía	57
2.1.12 China	58
2.1.13 Japón	59
2.1.14 Filipinas	60
2.2 Tendencias regulatorias	60
2.2.1 Tendencias globales	60
2.2.2 Unión Europea	61

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas	63
--	----

Índice de gráficas, tablas y recuadros	67
---	----

Referencias	71
--------------------------	----

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2019: perspectivas hacia el segundo trimestre

El cambio de ciclo y la desaceleración de la actividad económica son un hecho. El escenario base que se presenta en este informe es que, después de dejar atrás el máximo cíclico de 2018 (3,6%), la economía global se adentra en una fase de desaceleración controlada que ubicará el crecimiento en el entorno de 3,3% en promedio a lo largo de 2019 y 2020. Este crecimiento se corresponde con un crecimiento en línea con el potencial, el cual es, sin embargo, visiblemente inferior al que existía hace 10 años como resultado de la caída de la productividad, el envejecimiento poblacional y los efectos de la política monetaria a escala global.

Tres hechos caracterizan el menor crecimiento que enfrentará la economía global: (i) la Eurozona pierde dinamismo nuevamente, lo que ahora preocupa especialmente dado el entorno de deuda y de escaso espacio para políticas públicas de estímulo; (ii) el crecimiento de la economía de China se resintió por las medidas de normalización económica y financiera activadas en 2018, hasta el punto que hubo que modular dicha iniciativa para no restar impulso a la economía, y (iii) la dialéctica proteccionista entre los Estados Unidos y el mundo (especialmente, pero no exclusivamente, con China) terminaron por afectar no solo al comercio sino a la inversión a escala global a través del canal de expectativas.

Aunque a corto plazo hay perspectivas de un moderado repunte en los niveles de actividad (tal y como permiten anticiparlo algunos indicadores adelantados) y que se dan pasos para normalizar la tensión comercial entre Estados Unidos y China, las expectativas no son halagüeñas. En este sentido, el balance de riesgos es a la baja. Los riesgos que se percibían en nuestro informe previo (geopolítica, política económica y gobernanza, entre otros) se mantienen, aunque su probabilidad es ahora mayor y el potencial daño también, especialmente dada la escasa capacidad de reacción de la mayoría de las economías del orbe.

Además, debe tenerse en consideración un riesgo que cada vez cobra más importancia: los niveles de apalancamiento de las economías tanto desarrolladas como emergentes. Este riesgo toma tres formas: (i) la abultada deuda soberana de las economías desarrolladas y de las emergentes de menor tamaño (emergentes-frontera), las cuales cuentan con muy escaso margen de reacción y creciente vulnerabilidad a un tensionamiento financiero o cambiario; (ii) el apalancamiento corporativo emergente, especialmente en dólares, en un contexto de ciclo de materias primas a la baja y escasos ingresos para la autofinanciación de las empresas, y (iii) el resurgimiento de un viejo conocido, la “deuda estructurada corporativa”, que es en última instancia deuda corporativa con condiciones de visibilidad y riesgo difíciles de medir y que, además, se ubica fuera del sector bancario (en el llamado “*shadow banking*”).

Esta constelación de riesgos obliga a plantearse un escenario alternativo negativo. Sin ser equiparable a la situación previa a la crisis de Lehman (los instrumentos y el estado de los agentes son mejores hoy), una crisis podría activarse por similares detonantes (crisis de liquidez, confianzas, etc.) y afectar vía expectativas a los precios. Un mecanismo que, para efectos del escenario alternativo previsto en este informe, se ha modulado a través de una corrección bursátil y de confianza que reduciría sensiblemente el crecimiento global hasta rozar (pero no alcanzar) la recesión. Aunque consideramos que el escenario base domina, el escenario alternativo tiene una probabilidad no despreciable.

Mercados aseguradores

La desaceleración prevista en el crecimiento global, el freno en el proceso de normalización monetaria y el retorno hacia políticas monetarias más acomodaticias de algunas de las grandes economías mundiales, anticipan una ralentización en el crecimiento del negocio asegurador a nivel global. Las medidas de política monetaria y fiscal que están adoptando algunos países podrían suavizar el impacto en la economía y por ende en la industria aseguradora, pero de momento lo que se espera es una desaceleración.

En la Eurozona, la revisión a la baja en las previsiones de crecimiento han sido incluso más acusadas, lo que podría traducirse en una ralentización mayor del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, muy vinculados al comportamiento del ciclo económico. Por otro lado, estas expectativas de desaceleración y de baja inflación han llevado al Banco Central Europeo

(BCE) a un discurso más acomodaticio en sus declaraciones de política monetaria. No se espera la primera subida de tipos de interés sino hasta 2020 y el BCE no ha tomado de momento ninguna decisión respecto a la normalización de los tipos de depósito, situados aún en terreno negativo. De esta forma, este entorno de bajos tipos de interés continuará perjudicando el desarrollo de los segmentos de Vida ahorro y rentas vitalicias del mercado asegurador.

En España, continúa la tendencia hacia una desaceleración suave de la economía, aunque menor de lo esperado para el conjunto de la Eurozona, por lo que las expectativas continúan siendo favorables para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo, si bien con una tendencia a desacelerarse. En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, persiste el panorama de bajos tipos de interés que viene lastrando este negocio como en el resto de la Eurozona.

Por último, como aspecto positivo, destaca el control tanto de la inflación como de la depreciación de la moneda conseguido en los últimos meses por algunas economías emergentes como Brasil y México, lo cual son buenas noticias para el desarrollo de sus respectivos mercados aseguradores. Otras economías como Argentina y Turquía están en el proceso o deben todavía afrontar las reformas estructurales necesarias para controlarlas en el medio plazo.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global

1.1.1 El entorno actual y hacia adelante

Tal y como se anticipaba en el reporte anual para 2019 preparado por el Servicio de Estudios de MAPFRE¹, al fuerte crecimiento registrado entre 2017 y la primera mitad de 2018, ha seguido una notable ralentización de la actividad económica durante el segundo semestre del año pasado, esencialmente como consecuencia de la confluencia de tres factores que han afectado a las principales economías del orbe:

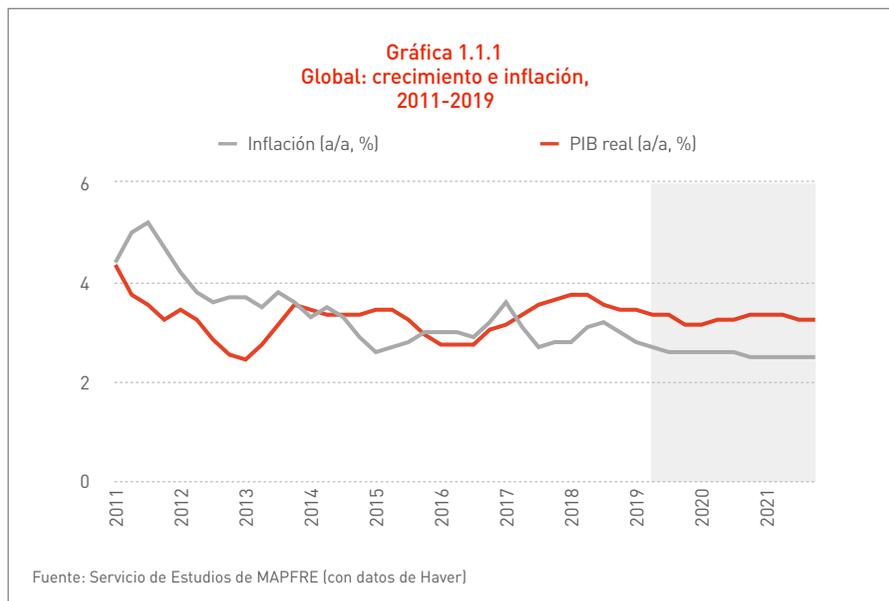
- a) En primer término, el crecimiento de de la economía de China disminuyó como resultado de una combinación entre los ajustes regulatorios que resultaron necesarios para frenar la banca en la sombra (*shadow banking*) y el aumento de las tensiones comerciales con los Estados Unidos.
- b) En segundo lugar, la economía de la Eurozona perdió más impulso del previsto, en virtud de la confluencia de varios factores: (i) el debilitamiento de la confianza de los consumidores y las empresas; (ii) la perturbación de la producción de automóviles en Alemania por la introducción de nuevas normas sobre emisiones; (iii) la caída de la inversión en Italia a medida que se ampliaban los diferenciales de

riesgo soberano, y (iv) el debilitamiento de la demanda externa, especialmente la proveniente de los países emergentes de Asia.

- c) Y finalmente, las tensiones comerciales afectaron cada vez más a la confianza de las empresas y, por lo tanto, empeoraron la confianza de los mercados financieros, con un endurecimiento de las condiciones financieras para los mercados emergentes vulnerables en la primavera de 2018 y, posteriormente, en las economías avanzadas a lo largo del año, lo que afectó a la demanda mundial.

Las condiciones financieras globales se han suavizado en 2019 a medida que la Reserva Federal de los Estados Unidos señalaba una postura de política monetaria más acomodaticia y los mercados se volvieron más optimistas acerca de un acuerdo comercial entre ese país y China. Al mismo tiempo, en China surgía de nuevo la narrativa pro estímulo, mientras que en la Eurozona se tamizaba cualquier expectativa de normalización monetaria. A pesar de todo ello, las condiciones financieras y reales en lo que va de 2019 siguen siendo más restrictivas de lo que lo fueron en el momento álgido del ciclo anterior, a finales del segundo trimestre de 2018.

Como resultado de esta evolución, ratificamos nuestra previsión de inicios de año por la cual el crecimiento de la economía mundial pasará del 3,6% alcanzado durante 2018, al 3,3% en 2019 y 2020; ello bajo el principio de un escenario base de ajuste ordenado (véase la Gráfica 1.1.1).



Repasando nuestra visión general por geografías (la cual se amplía en la siguiente sección de este informe), la dinámica de la actividad económica global ha estado condicionada por diferentes fuentes. En la Eurozona, se prevé que el ritmo de crecimiento se vea ralentizado. Los mercados emergentes, por su parte, han venido desempeñando un papel relevante, sea por la estabilización gradual de las condiciones de ciertas economías en dificultades (Argentina y Turquía), como por el renovado impulso que la política expansiva de China y la recuperación de una política monetaria laxa en Estados Unidos puede tener para las economías en desarrollo; condiciones que se prevé continúen más allá del 2019. Por el contrario, se prevé que la actividad en las economías avanzadas continúe disminuyendo gradualmente a medida que el impacto del estímulo fiscal de los Estados Unidos se desvanezca y el crecimiento tienda hacia el modesto potencial de este grupo de economías.

Más allá de 2020, se prevé que el crecimiento mundial se estabilice en torno del 3,3-3,4%, sostenido por el aumento del tamaño relativo de economías como las de China y la India, que, según las proyecciones, tendrán un crecimiento robusto en comparación con las economías desarrolladas y emergentes de crecimiento más lento (a pesar de que el crecimiento chino se moderará con el tiempo). Así, el crecimiento de renta, población y profundización financiera provocará un continuado incremento en el potencial de estos países.

El crecimiento de largo plazo antes comentado está en línea con un nuevo potencial global visiblemente más bajo del que se consideraba hace unos años, como consecuencia básicamente de las dinámicas de población, la carga de la deuda total global, el avance tecnológico y su impacto en la productividad, entre otros factores. De esta forma, el tibio crecimiento de la productividad laboral y la desaceleración de la expansión de la fuerza laboral en medio del envejecimiento de la población, arrastrarán el crecimiento de las economías avanzadas a un nivel más bajo durante el horizonte de proyección. Lo anterior, es consistente con la tesis del “estancamiento secular” que se ha venido sosteniendo en los informes *Panorama económico y sectorial* desde finales de 2016.

En este contexto, se prevé que el crecimiento en los mercados emergentes y en las economías en desarrollo se estabilice ligeramente por debajo del 5%, aunque con variaciones por región y país. Las perspectivas de referencia para los mercados emergentes de Asia siguen siendo favorables, y se anticipa que el crecimiento de China se desacelere gradualmente hacia niveles sostenibles y la convergencia de las economías fronterizas hacia niveles de ingresos más altos.

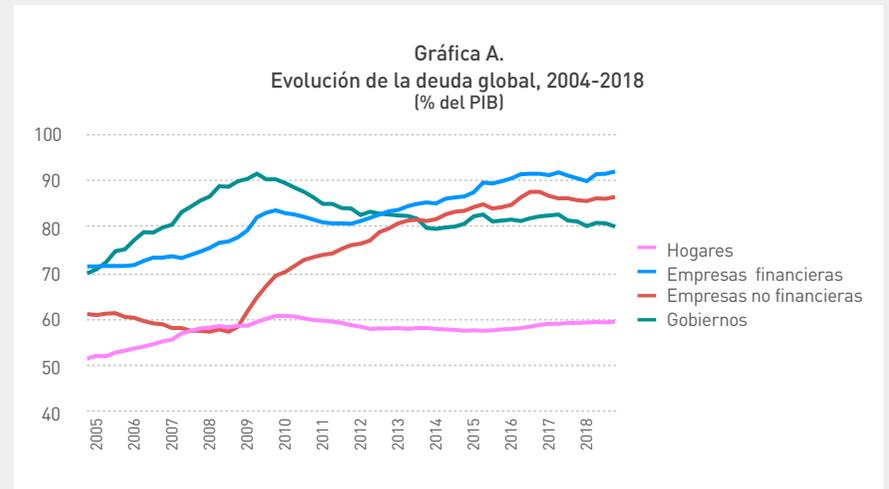
En el caso de otras regiones, las perspectivas se complican por una combinación de estrangulamientos estructurales, un crecimiento más lento de las economías avanzadas y, en algunos casos, un elevado nivel de endeudamiento (véase el Recuadro 1.1.1), además de unas condiciones financieras más estrictas. Estos factores, junto con la moderación de los

Recuadro 1.1.1
Deuda global

Contexto

Tras la crisis de 2008, los gobiernos y bancos centrales de los países desarrollados tomaron un papel de relevancia en la economía mundial, implementando una serie de medidas expansivas de carácter contracíclico con el fin de atajar los problemas de liquidez en el sistema financiero e impulsar el crecimiento económico. Como consecuencia, la generación de déficits e inyecciones de liquidez se fueron acumulando en los balances de los agentes bajo la forma de deuda a bajos tipos de interés. Posteriormente, la evolución positiva de la economía del mundo, que se tradujo en un crecimiento sincronizado global, permitió instaurar una mayor disciplina fiscal (acompañada de favorables fuentes de financiación) en aras de corregir los desequilibrios generados.

Sin embargo, y a medida que se cerraba la brecha del producto (*output gap*), las políticas económicas han dejado de acompañar a la normalización económica, abandonando el carácter estabilizador de las mismas y reorientando su naturaleza hacia la instrumentalización procíclica. Como resultado, los niveles de deuda global han venido aumentando de manera considerable hasta alcanzar en el tercer trimestre de 2018 los 244 billones de dólares (318% del PIB global), destacándose el incremento de la deuda de los gobiernos y las corporaciones no financieras (véase la Gráfica A). Esta dinámica expansiva del apalancamiento ha sido un fenómeno global, aunque con naturaleza claramente diferencial entre las economías desarrolladas y las emergentes. No obstante, y a pesar de que la naturaleza de los



riesgos y sus detonantes provengan de fuentes diversas, se complementan conformando un riesgo global.

Economías desarrolladas

En los años posteriores a crisis financiera de 2008-2009, y por la naturaleza misma de esta, las economías desarrolladas vivieron un proceso de desapalancamiento del sector financiero y de los hogares, consecuencia directa de los excesos acumulados en la década anterior. Al mismo tiempo, el uso de los estabilizadores cíclicos permitió recuperar la senda económica expansiva. La simultaneidad de políticas de laxitud fiscal (generando déficits) con políticas monetarias

Recuadro 1.1.1 (continuación)
Deuda global

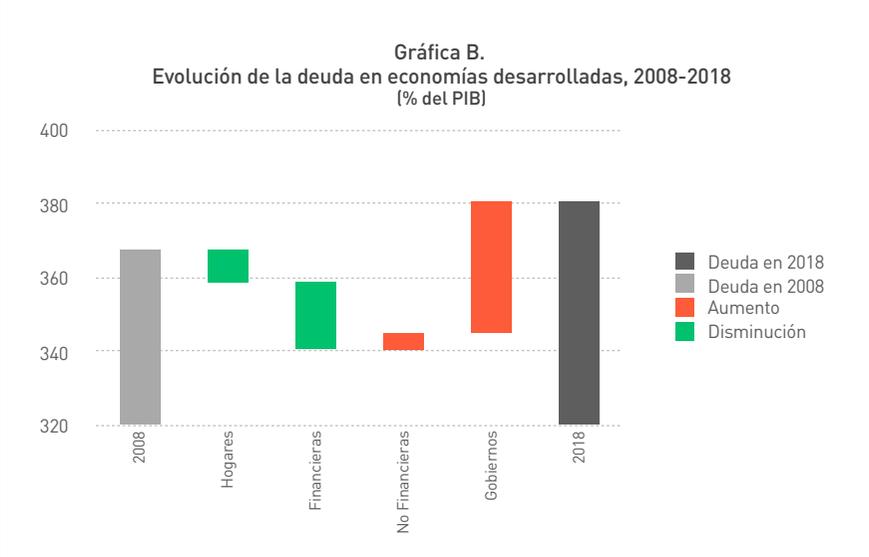
acomodaticias, permitió el pago diferido de estas financiaciones y, por tanto, la gestación y acumulación de elevados *stocks* de deuda a bajo coste (véanse las Gráficas B a D).

Escenario

La dinámica de la deuda pública se basa en el mantenimiento o aumento de los niveles de gasto presente bajo la garantía de su retorno futuro vía impuestos. En este sentido, el riesgo que subyace es la sostenibilidad de dicha deuda en un escenario de desaceleración global y de menor soporte monetario por parte de los bancos centrales en los países desarrollados, lo que plantea diversos retos tanto a corto como a largo plazo.

Por una parte, a corto plazo, y a pesar de que las condiciones financieras continúan siendo favorables, las economías desarrolladas se enfrentan a una creciente corriente política de visión cortoplacista apoyada por los estratos sociales más castigados económicamente, la cual podría agravar la frágil disciplina fiscal con aumentos del gasto y rebajas impositivas (véanse las Gráficas E y F).

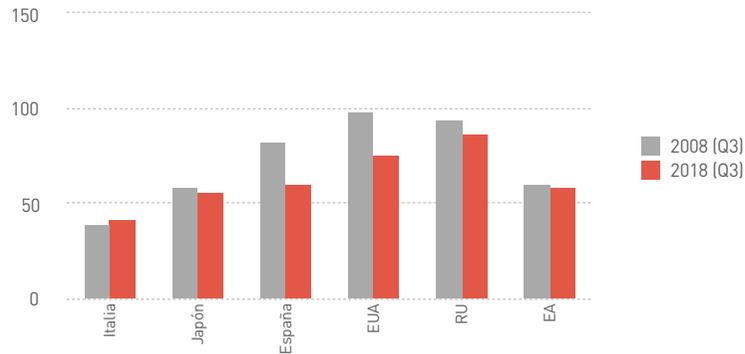
Y por la otra, a mayor plazo, el aumento de la deuda pública podría desencadenar distorsiones en el consumo privado. Desde el punto de vista de la *equivalencia ricardiana*, este fenómeno podría distorsionar el comportamiento de los agentes y sus expectativas en el consumo, ya que la sustitución de financiación pública mediante impuestos por financiación mediante deuda sugiere una posible merma del consumo privado presente y un incentivo al ahorro como reacción de los agentes



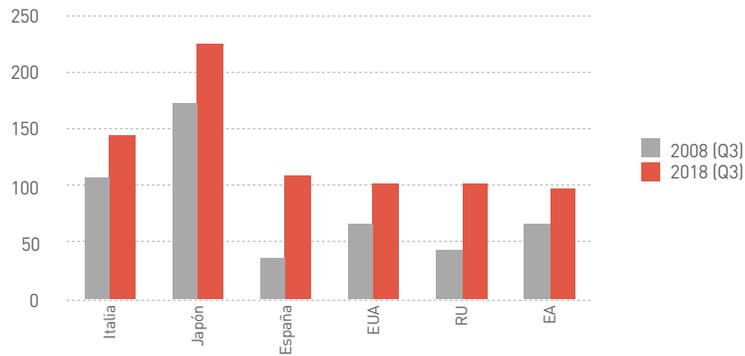
a la percepción de mayores impuestos en el futuro. A su vez, la conciliación de las presiones de gasto actuales con la necesidad de una disciplina futura que corrija los desequilibrios generados podría verse apoyada, cada vez más, por nuevas estrategias de política monetaria, como indica el reciente reposicionamiento de la Reserva Federal de mayor exposición a la deuda soberana, o el relajado panorama de normalización de tipos de interés del Banco Central Europeo que aumenta el riesgo de "japonización" de la economía.

Recuadro 1.1.1 (continuación)
Deuda global

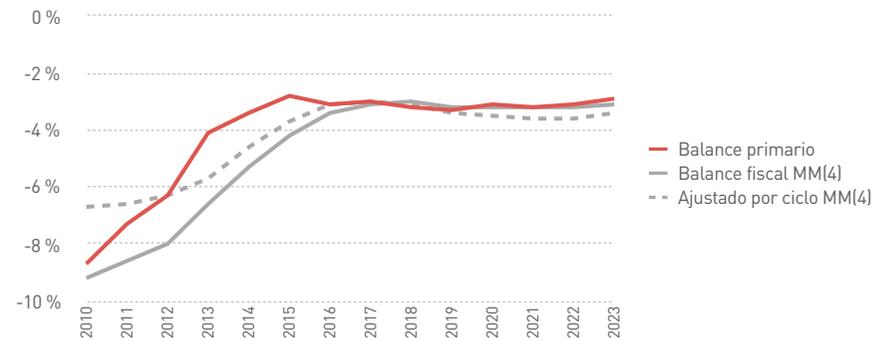
Gráfica C.
Economías desarrolladas: deuda hogares, 2008-2018
(% del PIB)



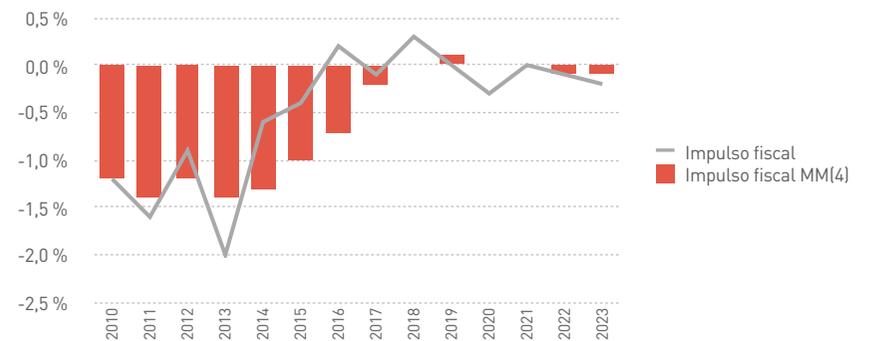
Gráfica D.
Economías desarrolladas: deuda pública, 2008-2018
(% del PIB)



Gráfica E.
Previsiones de sostenibilidad fiscal en el G7, 2010-2023



Gráfica F.
Previsiones de impulso (+) / resistencia (-) fiscal en el G7, 2010-2023



Recuadro 1.1.1 (continuación)
Deuda global

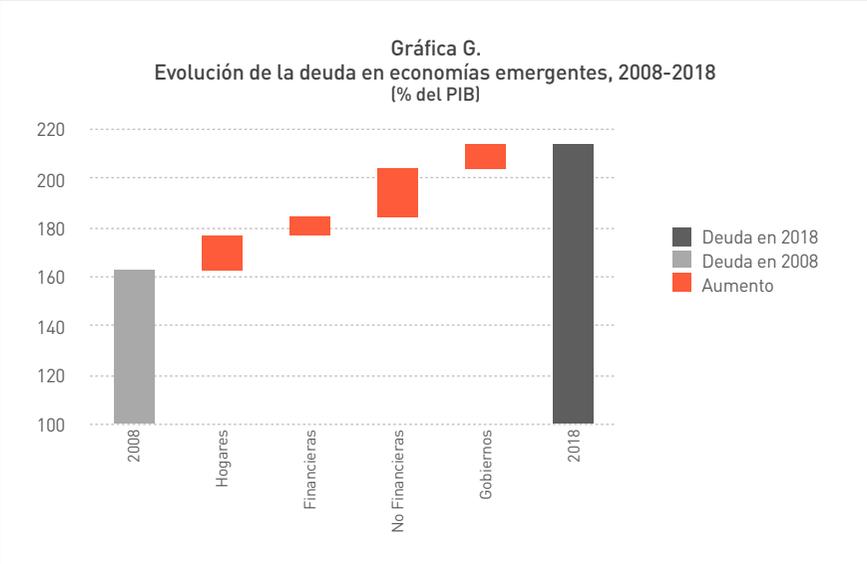
Economías emergentes

La evolución de la deuda en las economías emergentes ha mostrado unos valores más significativos que en el caso de las economías desarrolladas, siendo un proceso apoyado por prácticamente todos los agentes económicos (gobierno, entidades financieras, entidades no financieras y hogares). Sin embargo, cabe destacar al sector no financiero como el principal contribuidor al ratio deuda-PIB, ya que, a medida que los tipos de interés se reducían y la liquidez se restauraba en las economías desarrolladas, la búsqueda por la rentabilidad (*search for yield* frente al *flight to quality*) favoreció la rápida expansión de emisiones (véanse las Gráficas G a I).

En ese intervalo de entrada de flujos, las divisas locales se vieron fortalecidas frente a monedas más fuertes dando lugar a la rápida expansión del apalancamiento. El *stock* de deuda (sumado a la dificultad de las autoridades para canalizar los flujos), el frecuente endeudamiento por vía de la deuda externa y la denominación de emisiones en dólares, conformaron una serie de desequilibrios y vulnerabilidades susceptibles de desencadenar eventos de volatilidad como los vividos en Argentina y Turquía.

Escenario

Como se ha recalcado en informes anteriores, los elevados niveles de endeudamiento externo (principalmente en divisas fuertes y a plazos relativamente cortos) se canalizan a través del sistema bancario hacia todos los agentes económicos. En concreto, el riesgo de este



apalancamiento se incrementa cuando los destinatarios son agentes enfocados a sectores no comercializables con pocas coberturas naturales (como las corporaciones no financieras) y los hogares (activos y pasivos denominados en una misma divisa), en los que subyace un riesgo de divisa que eventualmente puede desembocar en un riesgo de liquidez.

Asimismo, esta fuente de financiación determina que las necesidades de los agentes económicos se encuentren supeditadas al contexto exterior. En concreto, el hecho de que la mayoría de la deuda esté

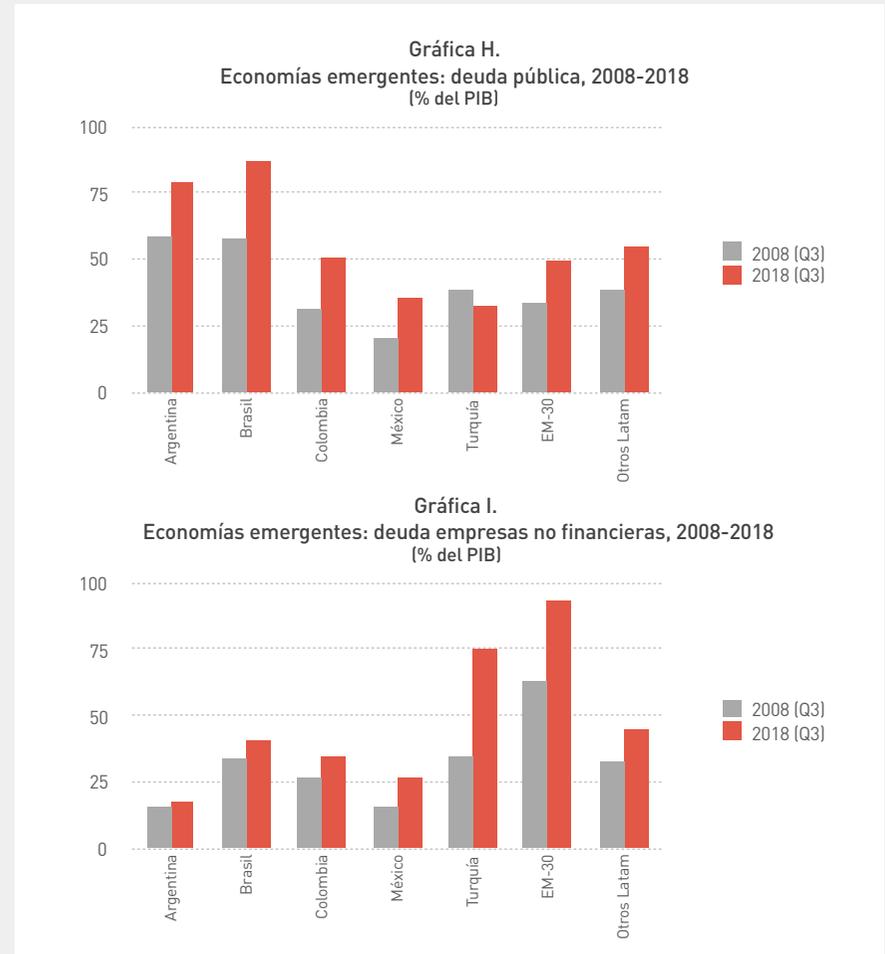
Recuadro 1.1.1 (continuación)
Deuda global

denominada en monedas fuertes, provoca que los espacios monetarios de las economías emergentes queden supeditados a las políticas monetarias de países en los que el momento cíclico puede no coincidir, con las implicaciones que esto tiene en términos de la pro-ciclicidad y de la exacerbación del momento cíclico mencionados en informes anteriores (véanse las Gráficas J a M).

En estricto sentido, un análisis de la sostenibilidad de la deuda debe hacerse en relación con una serie de umbrales de sostenibilidad, los cuales varían con la idiosincrasia de cada país. No obstante, a fin de contar con un parámetro que permita la comparabilidad entre economías, el Fondo Monetario Internacional clasifica el nivel de estrés de deuda en tres categorías de forma genérica y para todos los mercados emergentes: (i) para un ratio de deuda externa-PIB igual o inferior al 30%, el riesgo de sostenibilidad es débil; (ii) para un ratio del 40%, el riesgo es medio, y (iii) para un ratio del 50%, el riesgo de sostenibilidad de la deuda se considera elevado (véase la Gráfica N).

Conclusiones

El momento económico actual se ha visto favorecido y estimulado por una batería de políticas económicas adoptadas para atajar la crisis de 2008-2009. No obstante, y una vez restituido el crecimiento, los estabilizadores automáticos reorientaron su función hacia una senda pro-cíclica. En consecuencia, los niveles de deuda global se han multiplicado hasta alcanzar nuevos máximos históricos (de la deuda pública en las economías desarrolladas, y de la deuda privada en las emergentes), bajo la percepción de un riesgo artificialmente bajo. De



Recuadro 1.1.1 (continuación)
Deuda global

Gráfica J.
México: vencimientos de deuda pública, 2019-2023
(millardos de USD)



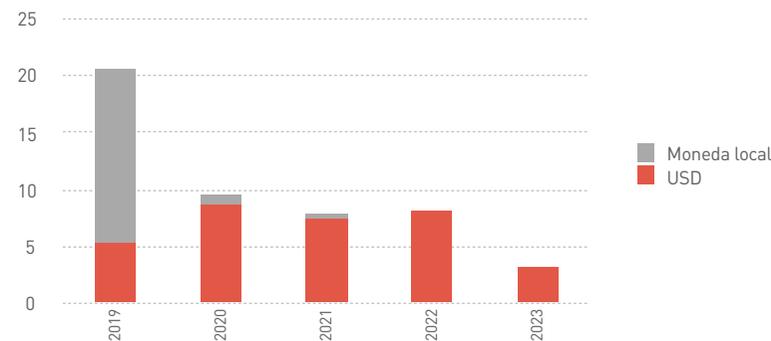
Gráfica K.
México: vencimientos de deuda empresas no financieras, 2019-2023
(millardos de USD)



Gráfica L.
Turquía: vencimientos de deuda pública, 2019-2023
(millardos de USD)

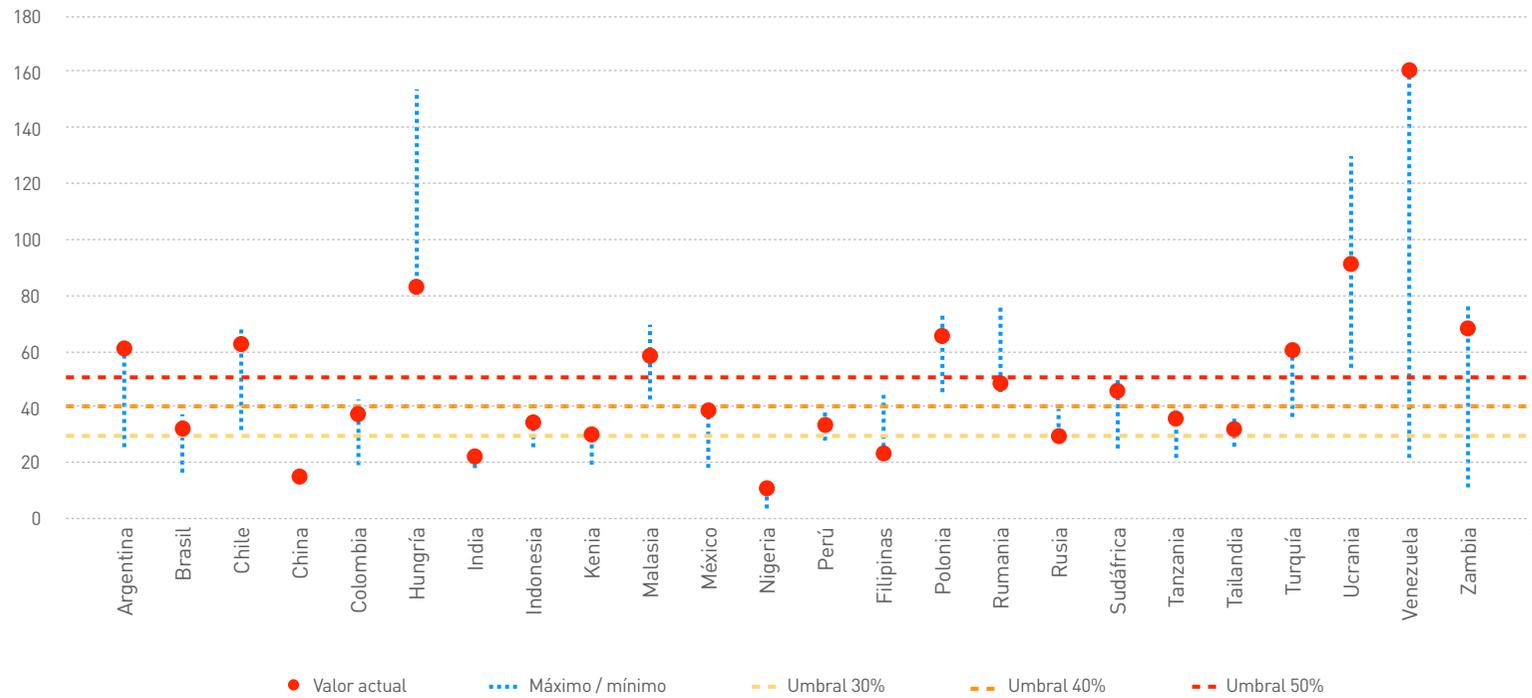


Gráfica M.
Turquía: vencimientos de deuda empresas no financieras, 2019-2023
(millardos de USD)



Recuadro 1.1.1 (continuación)
Deuda global

Gráfica N.
Deuda externa como % del PIB
(barra de máximos y mínimos, umbrales y valor actual)



Recuadro 1.1.1 (continuación) Deuda global

esta forma, y a medida que la normalización monetaria avanzaba, han comenzado a surgir algunos síntomas de debilidad y fragilidad que plantean diversos retos a nivel global.

En las economías emergentes, las menores perspectivas de endurecimiento monetario podrían aliviar y restituir, en parte, la confianza perdida en 2018. Sin embargo, a mayor plazo permanecen latentes los riesgos derivados de variables nominales, principalmente aquellas que arrastran mayores desequilibrios. La sensibilidad a futuros shocks seguirá supeditada al desarrollo de mecanismos de estabilidad financiera que reviertan su histórica pro-ciclicidad.

Y en las economías desarrolladas, por su parte, los principales bancos centrales se han visto obligados a volver a equilibrar sus escenarios macroeconómicos, detener sus pretensiones de normalización monetaria y asumir una postura de mayor cautela analizando las herramientas y estrategias disponibles que permitan coadyuvar a la estabilidad financiera. Las presiones más inmediatas siguen regidas por el riesgo político y el alza de las tendencias proteccionistas. A mayor plazo, el necesario impulso fiscal podría volver a señalar la necesidad de retomar la implementación de reformas estructurales, principalmente en aquellos países en los que no han alcanzado el calado previsto.

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de IIF, IMF Fiscal Monitor, Banco Mundial, FMI y BIS)

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

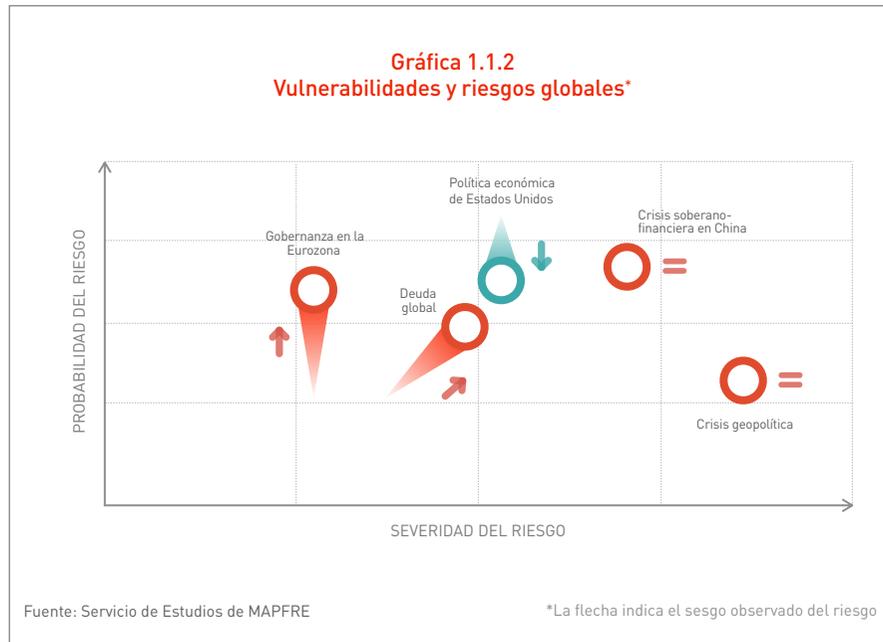
precios de los productos básicos (y las tensiones socio-políticas en algunos casos), contribuirán a la moderación de las perspectivas a medio plazo especialmente para América Latina, y Medio Oriente y el norte de África (MENA).

1.1.2 Balance de riesgos

Riesgos globales

Si bien el crecimiento mundial podría sorprender favorablemente si las diferencias comerciales se resuelven rápidamente, de modo que la confianza empresarial se recupere y el sentimiento de los inversores se fortalezca aún más, el balance de riesgos sigue siendo a la baja (véase la

Gráfica 1.1.2). En este sentido, se reiteran como riesgos señalados en nuestro informe previo: (i) la gobernanza de la Eurozona, que parece aumentar en probabilidad pero no aumentar severidad, con la participación del Reino Unido en las elecciones europeas y el posible contagio del populismo tanto en Finlandia como en Polonia; (ii) el riesgo derivado de la política económica en Estados Unidos, que se ha tamizado gracias al modo “*wait and see*” de la Reserva Federal, y (iii) el ajuste macro financiero en China, independientemente de que sus políticas contra-cíclicas fiscales actuales funcionen y los problemas de geopolítica y relaciones globales se mantengan (el acuerdo comercial entre Estados Unidos y China avanza, a la par que Estados Unidos parece apuntar a la Eurozona como nuevo objetivo en la política económica).



Además de estos riesgos, dada la dominancia en la narrativa de la agenda de política económica global, es imprescindible retomar la relevancia que podrán tener en los niveles de apalancamiento global, tanto público (en algunos países desarrollados como emergentes-frontera) como privado (en el caso del sector corporativo emergente con altos niveles de endeudamiento en monedas fuertes), el resurgimiento de los mercados de crédito (*Sponsor Leverage Loans* y *Lite Covenant Loans*) con su principal nicho en la banca en la sombra (*shadow banking*). Se trata de mercados desconocidos, enormes y fuertemente condicionados a una subida del coste de financiación (vía aversión al riesgo o tipos de interés).

Escenario alternativo

Como en informes previos, se ha diseñado un escenario alternativo que da cuenta de las posibles dinámicas más probables. En cualquier caso, estas siguen siendo las de un escenario de riesgo. Para efectos de este informe, el escenario alternativo estaría delineado por una nueva escalada de las tensiones comerciales y el consiguiente aumento de la incertidumbre política, las cuales podrían debilitar aún más el crecimiento económico global. Sigue existiendo la posibilidad de un fuerte deterioro de la confianza del mercado, lo que implicaría reasignaciones de cartera fuera de los activos de riesgo, mayores márgenes sobre los valores de refugio y unas condiciones financieras más estrictas, especialmente en el caso de las economías vulnerables.

En un contexto de desaceleración económica generalizada (más pronunciada en Europa pero con miedo a un cambio de ciclo brusco en Estados Unidos), después de que los mercados dieran alertas con caídas pronunciadas en diciembre, la Reserva Federal y el Banco Central Europeo han decidido cambiar el tono de la política monetaria a uno más acomodaticio. En este sentido, puede afirmarse que en Estados Unidos se trata de un compás de espera hasta ver en qué dirección se dirigen los datos de actividad, y en Europa es claramente una necesidad de actuar para evitar caída en recesión después de que Italia entrara en recesión y Alemania se librara por poco. Al mismo tiempo, China está usando políticas de soporte macroeconómico (rebajas fiscales) y financiero (aumento de crédito al sector privado) para evitar un frenazo brusco. De esta forma, el escenario alternativo (de riesgo), ya no sería una desaceleración provocada por un endurecimiento excesivo de los tipos de interés y la subida de precio del petróleo, sino que se trataría de un escenario provocado por un repunte de la volatilidad y la aversión al riesgo junto con una crisis de confianza.

Entre los posibles desencadenantes de un episodio de este tipo podrían estar: la persistencia de datos económicos débiles que apunten a una situación de crisis prolongada en el tiempo; una rápida reevaluación por

parte de los mercados de la orientación de la política monetaria de los Estados Unidos que pudiera endurecer las condiciones financieras mundiales; la retirada del Reino Unido de la Unión Europea sin acuerdo; y la prolongada incertidumbre fiscal en un entorno de elevada deuda y escaso y asimétrico espacio fiscal para las políticas públicas, especialmente si se combinan con una recesión más profunda.

1.1.3 Consideraciones de política económica

En medio de la disminución del impulso al crecimiento mundial y de un espacio de políticas limitado, la principal prioridad debe ser evitar los errores de política que podrían perjudicar a la actividad económica.

En este sentido, las políticas macroeconómica y financiera deben tener por objeto evitar una mayor desaceleración en los casos en que la producción podría quedar por debajo de su potencial y facilitar un aterrizaje suave en los casos en que sea necesario retirar los apoyos. Esto requiere una política monetaria que asegure que la inflación se mantenga en el camino hacia la meta de los bancos centrales (o, si está cerca de la meta, que se estabilice allí) y que las expectativas de inflación permanezcan ancladas. Asimismo, requiere que la política fiscal gestione las compensaciones entre el apoyo a la demanda y la garantía de que la deuda pública se mantenga en una senda sostenible.

Si la ralentización económica actual resulta ser más grave y prolongada de lo previsto, las políticas macroeconómicas deberían ser más flexibles, en particular cuando la producción se mantenga por debajo del potencial y la estabilidad financiera no corra peligro. Así, en todas las economías, el imperativo es tomar medidas que impulsen el crecimiento potencial de la producción, mejoren la inclusión y refuercen la resiliencia. Cuando sea necesaria la consolidación fiscal y la política monetaria se vea limitada, su ritmo deberá calibrarse para garantizar la estabilidad, evitando al mismo tiempo perjudicar el crecimiento a corto plazo y agotar los programas que protegen a los más vulnerables.

1.2 Perspectivas generales y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

Constatada la desaceleración, la Reserva Federal adecua su postura monetaria

La economía estadounidense creció 3,1% a/a en el cuarto trimestre de 2018, dejando el promedio anual en el 2,9%. El crecimiento del último trimestre del año se apoyó en el buen desempeño del consumo privado (2,7%) y la inversión (4,5%), aunque ya se apreciaba cierta moderación.

La creación de empleo se ha mantenido dinámica con un aumento de 196.000 puestos de trabajo en marzo, lo que ubica la tasa de paro en niveles friccionales (3,8%) y presiona el crecimiento de los salarios a niveles máximos desde la crisis de 2008-2009 (3,3% a/a). Este último dato se suma a la evidencia aportada por la coyuntura en términos de niveles de producción y pedidos industriales, el índice de gerentes de compras (PMIs), y la inversión de la curva de tipos de interés en sus tramos medios, constatando todo ello que el cambio de ciclo que se venía anticipando es ya un hecho.

De manera consistente con este comportamiento, se prevé una desaceleración de la actividad económica durante el 2019 levemente más pronunciada (2,3% a/a) de lo anticipado hace tres meses, aunque no consideramos que el escenario base sea de un entorno recesivo (la

- **Desaceleración controlada de la actividad económica con riesgos a la baja.**
- **Cambio en el sesgo de la política monetaria hacia la laxitud.**

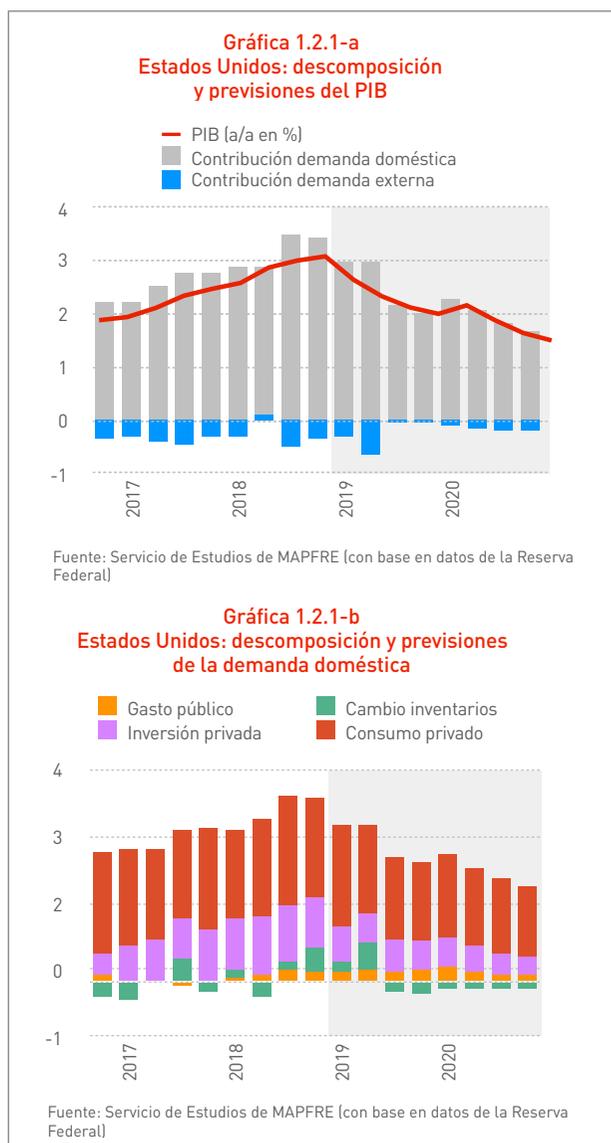


Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,4	2,9	1,6	2,2	2,9	2,3	1,8
Contribución de la demanda doméstica	2,2	3,7	1,8	2,6	3,2	2,5	2,0
Contribución de la demanda externa	0,2	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Contribución del consumo privado	2,0	2,5	1,9	1,8	1,8	1,6	1,4
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	2,4	1,9
Consumo total (% a/a, media)	2,3	3,4	2,5	2,1	2,4	2,2	2,0
Inversión privada (% a/a, media)	4,9	3,3	1,7	4,0	4,9	2,8	2,1
Exportaciones (a/a en %)	4,3	0,6	-0,1	3,0	4,0	2,5	2,7
Importaciones (a/a en %)	5,1	5,5	1,9	4,6	4,6	3,4	3,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,7	5,0	4,8	4,1	3,8	3,5	3,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,2	0,4	1,8	2,1	2,2	1,8	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-5,2	-4,8	-5,3	-4,1	-6,4	-6,5	-6,9
Balance comercial (% PIB)	-4,4	-4,4	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,5
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,6	-2,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,50	0,75	1,50	2,50	2,50	2,50
Tipo de corto plazo (final período)	0,26	0,61	1,00	1,69	2,81	3,08	3,03
Tipo de largo plazo (final período)	2,17	2,27	2,45	2,40	2,69	2,90	3,06
Tipo de cambio vs USD (fin período)	n.a.						
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,16	1,19
Crédito privado (% a/a, media)	7,7	2,3	3,5	5,3	3,9	4,0	3,9
Crédito familias (% a/a, media)	1,8	1,8	2,3	3,5	3,5	3,8	5,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	4,8	5,7	5,4	6,4	8,9	5,4	3,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,7	2,1	4,3	2,9	2,4	2,4	1,5
Tasa de ahorro (% , media)	7,3	7,6	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

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

probabilidad implícita de recesión se ubica por debajo de 35% antes de 2021).

El crecimiento durante el 2019 y el 2020 vendrá fundamentalmente determinado por la demanda doméstica y, de manera creciente, por la contribución del consumo, especialmente a medida que los efectos del impulso fiscal recibidos durante 2017 y 2018 (fundamentalmente en sector corporativo) se diluyan y la inversión pierda tracción. El sector exterior, fuertemente condicionado por el resultado de las negociaciones comerciales con China (en donde se vislumbra un principio de acuerdo) y la eventual ratificación del acuerdo comercial entre Estados Unidos, México y Canadá (USMCA), supondrá una minoración manejable del crecimiento en el escenario base (véase la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

La inflación general a inicios de año ha sido moderada (por debajo del 2% durante el primer trimestre), pero la subyacente se ubica ya por encima de 2,0%, lo que satisface el doble objetivo de la Reserva Federal de inflación y crecimiento y, en cierta medida, mitiga los temores acerca de la curva de Phillips la cual parece que, en su versión salarial, vuelve a cobrar vigencia.

La desaceleración controlada de la actividad económica, la necesidad de acomodar la previsible normalización fiscal, la ausencia de presiones inflacionistas y la existencia de fuertes riesgos de cola a corto y medio plazos, han creado las condiciones necesarias para que el triunvirato Powell-Clarida-Williams coincida en expresar abiertamente un retorno al sesgo monetario más laxo, rindiéndose en cierta manera a las expectativas del mercado.

De esta forma, se descartan por ahora subidas de tipos de interés durante 2019 y 2020, a la vez que se frena la reducción de balance de la Reserva Federal (renovando vencimientos para pasar a una senda de reducción de 15 millardos de USD en lugar de los 30 millardos previos) hasta pararlo totalmente en septiembre. En cierta manera, esta medida soporta la

desaceleración controlada y es bienvenida si ayuda a tamizar los efectos de una necesaria normalización fiscal. Además, el cambio de la postura monetaria de la Reserva Federal hacia un tono acomodaticio, permitirá a otros bancos centrales revisar igualmente su postura de política monetaria con vistas a combatir una desaceleración generalizada de la actividad económica con baja inflación.

La relación del euro respecto al dólar se verá apenas afectada dada la menor presión sobre los tipos de interés en los Estados Unidos. Las monedas emergentes, por su parte, vivirán un periodo de cierta volatilidad hasta que sus bancos centrales se alineen con el nuevo tono de la Reserva Federal, aunque en general es de esperar que las condiciones financieras mejoren a lo largo de 2019, tanto por tipos de interés como por los tipos de cambio.

El balance de riesgos para la economía de los Estados Unidos es a la baja. Los tres riesgos más relevantes son: (i) a muy corto plazo, la posibilidad de un ajuste nominal iniciado con una crisis de confianza ante el agotamiento del ciclo; (ii) el surgimiento de nuevos traspiés en la política comercial estadounidense (*v.gr.*, que falle el principio de acuerdo alcanzado recientemente con China, que se recreen tensiones similares con la Unión Europea, o que no sea ratificado el USMCA en el Congreso de Estados Unidos), y (iii) a más largo plazo, aunque no por ello menos importante, problemas derivados de la actual situación fiscal estadounidense que está actualmente en el centro del debate, especialmente por sus efectos propios y derivados sobre el coste de servicio de la deuda en un entorno de menor crecimiento global.

1.2.2 Eurozona

Riesgos de “japonización” de la economía

A lo largo del último trimestre, la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), el Banco Central Europeo (BCE), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Comisión Europea han rebajado ostensiblemente las perspectivas de crecimiento de la economía en la Eurozona. El recorte medio de las previsiones para el 2019 ha sido aproximadamente de 0,6% interanual.

- **Reaparece la debilidad secular de la actividad económica y los precios.**
- **La Eurozona: un posible caso de estancamiento con deuda y deflación de activos.**

De la misma manera, hemos revisado nuestras previsiones las cuales preven ahora que la región crezca en 2019 en el entorno del 1,2%, levemente por debajo de su potencial. Esta revisión ha venido motivada por efectos de arrastre de la atonía en el crecimiento registrado a partir de la segunda mitad de 2018, el cual es previsible se traslade hasta el segundo trimestre de 2019² (véase la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

A pesar de la evidencia anterior, los indicadores más recientes anticipan una leve recuperación. Las exportaciones netas han repuntado, la inversión en equipo mantiene el pulso y varios indicadores adelantados (pedidos industriales, encuestas y crédito a familias) arrojan métricas satisfactorias para los próximos seis meses, con lo que es de esperar una moderada recuperación durante la segunda mitad de año que se refleje en una mejora de la tasa de crecimiento anual.

Esta visión de corto plazo se apoya en el supuesto de que empleo y salarios mantengan su dinamismo, que algunos factores exógenos no

impacten más de lo esperado (Brexit duro, tensión comercial con los Estados Unidos, elecciones Europeas, la situación específica en Italia y Alemania), y que se materialicen los nuevos esfuerzos del BCE por apoyar al crédito y la liquidez para el sector corporativo y para el consumo.

En línea con la atonía de la actividad económica, y pese a la aceleración generalizada en el crecimiento salarial, la inflación muestra debilidad y se enfría en línea con el contexto global (1,4% en marzo), alejándose del 2,0% objetivo del BCE. Asimismo, la inflación subyacente se ubica en 0,8%, mostrando que las expectativas de los agentes siguen ancladas en un entorno de bajo crecimiento.

La recurrencia de este entorno de baja inflación y debilidad del crecimiento, unido al visible incremento de los niveles de apalancamiento (privada o pública, dependiendo del país que se analice), al aumento de la dependencia madura y la caída tendencial del deflactor de inversión, supone el conjunto de signos de la narrativa que actualmente protagoniza la política económica. Esto es, que en la Eurozona comienza a cobrar cuerpo la idea de que pese a signos eventuales de recuperación, la región se adentra en una senda de debilidad estructural, sub-flación y elevada deuda: el estigma de la “japonización” de la economía.

Esta preocupación ha quedado patente en el discurso del BCE de marzo y en los recientes comentarios de su presidente, Mario Draghi, acerca del envejecimiento de la fuerza laboral. En la reunión de marzo, el BCE rebajó las previsiones económicas y volvió a un tono más acomodaticio, posponiendo la posible subida de tipos de interés para 2020 e indicando que seguirá reinvertiendo los bonos que vayan venciendo por el tiempo que sea necesario y que implementará un nuevo programa de compras (TLTRO III) con vigencia entre septiembre de 2019 y marzo de 2021. Además, hay indicios de que, a corto plazo, el BCE pueda decidir escalar una normalización de los tipos de depósito para contrarrestar en parte los efectos de las nuevas medidas sobre la pendiente de la curva de tipos de interés y apoyar algo más al sector financiero.

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

Tasa de paro (% , último trimestre)	11,4	10,5	9,7	8,7	7,9	7,6	7,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	0,3	0,7	1,4	1,9	1,4	1,7
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-2,0	-1,6	-1,0	-0,4	-1,1	-1,1
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	1,4	0,7	0,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,5	2,9	3,2	3,2	3,0	2,6	2,6

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	-0,31	-0,30	0,10
Tipo de largo plazo (final período)	1,34	1,20	1,04	0,91	1,09	1,25	1,76
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,16	1,19
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.						
Crédito familias (% a/a, media)	-0,2	0,9	1,7	2,7	2,7	3,4	3,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,0	8,4	1,7	1,2	1,9	2,5	2,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,3	17,2	3,9	-1,6	1,9	2,8	2,1
Tasa de ahorro (% , media)	12,6	12,5	12,3	11,9	12,1	12,5	12,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2017.

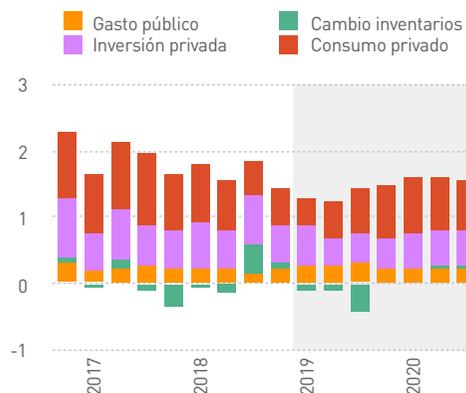
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.2-a
Eurozona: descomposición
y previsiones del PIB



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

Gráfica 1.2.2-b
Eurozona: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica



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

Como en el informe anterior, esperamos que el Euro se mantenga depreciado frente al dólar (1,16 USD/EUR) debido a la persistencia de los diferenciales de crecimiento y tipos de interés. Aunque dados los problemas de cuenta corriente y fiscales de la economía de los Estados Unidos, esta situación debería revertir en el medio plazo hacia niveles de equilibrio (1,25 USD/EUR).

En términos del balance de riesgos, en la Eurozona los más inmediatos se circunscriben a: (i) que Estados Unidos imponga tarifas a las exportaciones de automóviles de la Unión Europea; (ii) que se presente una desaceleración en el ritmo de actividad económica de sus principales socios comerciales, incluyendo China; (iii) las consecuencias de un Brexit sin acuerdos, y (iv) la sostenibilidad de las cuentas públicas en países miembros (Italia).

Finalmente, en el mes de mayo se celebrarán elecciones al Parlamento Europeo, las cuales serán un termómetro para medir el grado de influencia potencial de los populismos, la voluntad popular para avanzar hacia una mayor integración europea, además de servir como indicador para procesos políticos locales en algunos países (*v.gr.*, en Italia se podrían adelantar las elecciones generales si la "Lega" tuviera un apoyo fuerte).

1.2.3 España

Se mantiene el crecimiento diferencial con la Eurozona

En 2018, la economía española creció un 2,6% (a/a) en la totalidad del año, y 2,3% (a/a) en el último trimestre, mostrando una tendencia decreciente. La debilidad de los niveles de actividad está,

- Las fuerzas que guían el dinamismo de la demanda tienden a agotarse.
- La corrección de la confianza podría llegar tras las elecciones generales de abril.

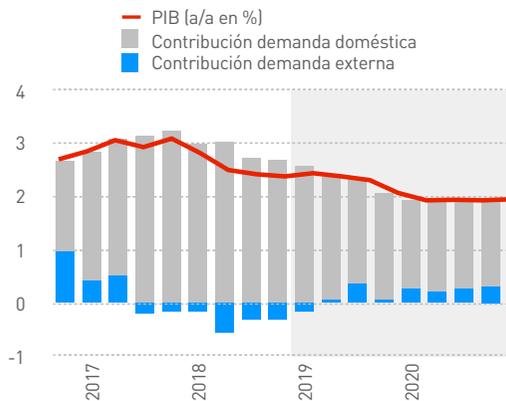
en buena medida, confinada a las manufacturas por el enfriamiento del comercio mundial, con las exportaciones creciendo solo al 1,0%. La demanda interna sigue robusta (+2,5% a/a en el cuarto trimestre del año), con crecimientos de la inversión (+4,4%) y, en particular, de la construcción (+6,3%). Esta fortaleza relativa contrasta con los signos de debilidad que se observa en los países europeos más exportadores como Alemania e Italia.

Los indicadores más recientes de PMIs para España, tanto el de servicios como el general, arrojan datos positivos (54,7 y 54,5, respectivamente). Por su parte, el empleo sigue creciendo, con 469 mil nuevos puestos de trabajo (equivalentes a tiempo completo), lo que implica un crecimiento del total de ocupados del 2,6% en su último dato.

A corto plazo, se prevé que España mantenga su crecimiento diferencial con la Eurozona, lo que la llevará a crecer en 2019 casi al doble que esta. De esta forma, el crecimiento se situará en el entorno del potencial a lo largo del 2019 y 2020. A corto plazo, este crecimiento será de 2,3%, lo que ayudará a crear aproximadamente 650 mil puestos de trabajo y reducirá la tasa de paro hasta el 13,2% (véase la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b). El crecimiento estará fuertemente basado en la demanda doméstica, especialmente en el consumo, y será apoyado por la creación de empleo, la aceleración de la renta salarial, los efectos de la ampliación del déficit primario con las transferencias pre-electorales y por el continuado recurso al crédito; aunque estas son fuerzas que se agotarán en el medio plazo. Así, es previsible que tanto la expansión fiscal como el recurso al ahorro y a la renta encontrarán sus límites en 2020; el déficit primario actual parece insostenible, el paro se ubicará en zona friccional, aunque elevada, y la tasa de ahorro será la más baja desde 2008.

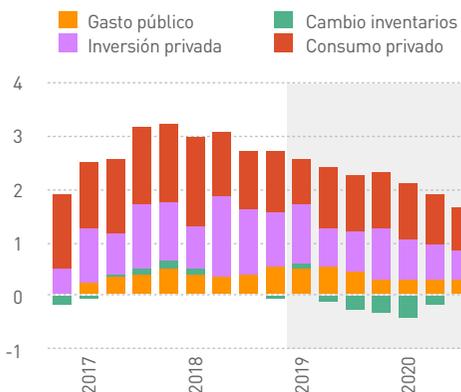
La inversión, por su parte, crecerá (en ausencia de disrupciones comerciales graves) apoyada por el crédito que fluye a ciertos segmentos corporativos y al residencial, así como gracias a la demanda exterior de bienes industriales. El sector exterior, sin embargo, no retomará el

Gráfica 1.2.3-a
España: descomposición
y previsiones del PIB



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

Gráfica 1.2.3-b
España: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica



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

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	1,9
Contribución de la demanda doméstica	1,3	3,8	2,3	2,8	2,9	2,2	1,7
Contribución de la demanda externa	0,1	-0,2	0,8	0,1	-0,3	0,1	0,3
Contribución del consumo privado	0,8	1,7	1,6	1,4	1,3	1,0	0,9
Contribución de la inversión privada	0,5	1,4	0,6	1,0	1,1	0,9	0,6
Contribución del gasto público	-0,1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,5	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,9	4,0	2,4	3,0	3,0	2,3	1,8
Consumo total (% a/a, media)	1,0	2,8	2,4	2,4	2,4	2,0	1,6
Inversión privada (% a/a, media)	4,7	6,7	2,9	4,8	5,2	3,9	2,7
Exportaciones (a/a en %)	4,3	4,2	5,2	5,2	2,2	2,6	3,1
Importaciones (a/a en %)	6,6	5,4	2,9	5,6	3,7	2,7	2,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	23,7	20,9	18,6	16,6	14,5	13,2	12,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,5	-0,3	1,0	1,4	1,7	1,9	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,7	-2,3	-2,0
Balance comercial (% PIB)	-2,2	-2,0	-1,4	-1,9	-2,5	-2,2	-2,0
Impulso fiscal (% PIB)	-2,5	-2,2	-1,7	-0,5	-0,2	0,1	0,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,0	1,1	2,3	1,9	0,8	0,7	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	-0,31	-0,30	0,10
Tipo de largo plazo (final período)	1,61	1,77	1,35	1,51	1,41	1,54	2,05
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,16	1,19
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	0,9	2,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-4,6	-2,8	-2,6	-0,5	-2,7	2,1	2,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-1,4	-6,6	-27,5	-12,2	0,7	2,7	5,5
Tasa de ahorro (% , media)	9,3	8,8	8,0	5,7	4,9	4,6	4,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INE)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

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

protagonismo de años pasados ante la pérdida de tracción del turismo y las incertidumbres globales (Brexit y posibles disrupciones en el sector del automóvil). 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%.

El 28 de abril habrá elecciones generales en España, y el gobierno que se forme dependerá de las diferentes combinaciones de alianzas a las que tendrán que llegar las fuerzas políticas, ya que el espectro está más fraccionado que en anteriores elecciones. Las agendas económicas son bastante antagónicas, así que habrá que ver cómo conjugar el juego de alianzas. Las elecciones generales reducirán, sin embargo, algunas incertidumbres nacionales como la presupuestaria (sin presupuestos generales del Estado desde hace tres años) y las de la política territorial doméstica.

1.2.4 Alemania

Esquiva la recesión y las perspectivas empeoran

En el cuarto trimestre de 2018, la economía alemana ha eludido la recesión. El crecimiento inter-trimestral ha sido del 0,0%, después de que en el tercer trimestre del año fuera de -0,2%. Esto deja sitúa la tasa interanual del último trimestre del año en 0,6% a/a, y una batería de indicadores constatan la desaceleración del ritmo de actividad económica: las ventas al por mayor decrecieron -3,7% a/a en diciembre y las ventas minoristas lo hicieron

- **La economía alemana enfrenta fuertes vientos en contra.**
- **La inversión y el sector exterior en visos de mayor penalización.**
- **La demanda doméstica permanece robusta en un contexto de pleno empleo.**

-1,6% a/a, mientras que las ventas de automóviles han sido fuertemente penalizadas desde septiembre. De manera consistente con estos datos, el PMI manufacturero cayó a su nivel más bajo en seis años, hasta (47,6 en febrero). Asimismo, los datos industriales contrastan con los de consumo, como se desprende del índice de confianza del consumidor GfK que se sitúa en 10,8. En suma, el PMI compuesto se mantiene en territorio positivo (52,8 en febrero), pero con visos al deterioro.

El mercado laboral, por su parte, sigue su convergencia hacia el pleno empleo con una tasa de paro que se ubicó en el mes de febrero en el 3,2%, según el indicador ILO de la Oficina Federal de Estadística. Los salarios evolucionan favorablemente, un 2,1% a/a en el cuarto trimestre de 2018, lo que es un buen presagio para la evolución de la inflación más cercana al objetivo del banco central.

Alemania enfrenta fuertes vientos en contra, tanto por parte del entorno económico global como por parte de la política doméstica. De una parte, además de los desafíos a corto plazo (como el daño económico potencial del Brexit), en otros lugares se vislumbran problemas potenciales relevantes entre los que se encuentran la desaceleración económica de China; los persistentes problemas en la Zona Euro; la pérdida de poder adquisitivo de los mercados de exportación, y un giro hacia industrias "verdes". Y de otra, la fragmentación política doméstica constituye también un riesgo importante que puede abonar en la desaceleración de la economía alemana.

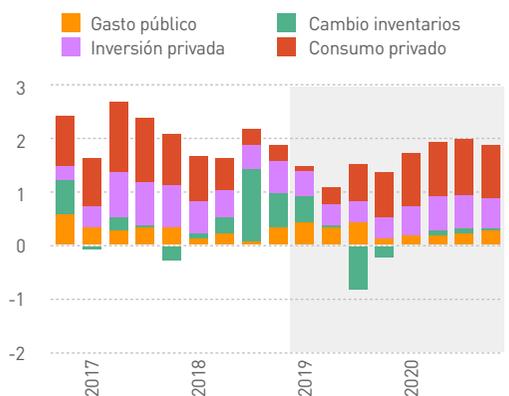
En este contexto, se prevé que en 2019 la demanda doméstica permanezca todavía robusta gracias a las fuertes ganancias salariales y a una posible mayor contribución del sector público. Estos elementos se conjugan en un escenario en el que se espera que 2019 cierre con un crecimiento del 0,7%, para revertir hacia tasas mejores en 2020 llegando hasta el 1,6% (véase la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

Gráfica 1.2.4-a
Alemania: descomposición
y previsiones del PIB



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

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



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

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	1,5	0,7	1,6
Contribución de la demanda doméstica	1,0	1,3	2,8	2,1	1,8	1,1	1,9
Contribución de la demanda externa	1,2	0,2	-0,6	0,3	-0,4	-0,4	-0,2
Contribución del consumo privado	0,6	0,9	1,0	1,1	0,5	0,5	1,0
Contribución de la inversión privada	0,4	0,2	0,7	0,7	0,5	0,4	0,6
Contribución del gasto público	0,3	0,5	0,8	0,3	0,2	0,3	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,6	1,4	3,0	2,3	2,0	1,2	2,0
Consumo total (% a/a, media)	1,2	1,9	2,4	1,9	1,0	1,1	1,7
Inversión privada (% a/a, media)	3,9	1,0	3,4	3,6	2,7	2,0	2,8
Exportaciones (a/a en %)	4,6	4,8	2,1	5,3	2,2	0,8	2,7
Importaciones (a/a en %)	3,6	5,2	4,0	5,3	3,4	1,8	3,6
Tasa de paro (%; último trimestre)	6,6	6,3	6,0	5,5	5,0	5,1	5,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	0,3	1,7	1,7	1,7	1,3	1,6
Balance fiscal (% PIB)	0,6	0,8	0,9	1,0	1,7	0,6	0,3
Balance comercial (% PIB)	7,8	8,5	8,4	8,2	7,2	6,6	6,3
Impulso fiscal (% PIB)	2,2	2,2	2,0	2,0	2,6	1,7	1,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	7,5	8,9	8,5	8,0	7,5	6,9	6,6
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	-0,31	-0,30	0,10
Tipo de largo plazo (final período)	0,54	0,63	0,11	0,42	0,17	0,37	0,85
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,16	1,19
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	3,9	6,1	5,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,7	1,8	2,1	4,3	7,7	3,5	3,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-7,6	8,4	1,9	-1,2	3,2	3,7	3,6
Tasa de ahorro (%; media)	9,4	9,7	10,0	9,8	10,4	10,9	10,5

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de DESTATIS)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

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

No obstante, persisten las dudas sobre la evolución en los próximos trimestres, dado que Alemania es una economía muy dependiente de las exportaciones y el entorno externo se está desacelerando y las tensiones proteccionistas no se relajan. En el último trimestre, el gasto del gobierno y la inversión han evitado la entrada en recesión, pero hace falta mayor ímpetu del consumo privado para recuperar el crecimiento. En la actualidad, Alemania goza de suficiente espacio fiscal para intentar políticas de gasto que estimulen el crecimiento económico; medidas que actualmente se encuentran en el centro del debate.

1.2.5 Italia

Tras la recesión: atonía y riesgo soberano

La economía italiana entró en recesión en el cuarto trimestre de 2018, al haberse contraído -0,1% t/t por segundo trimestre consecutivo, ubicando el crecimiento a lo largo de 2018 en un 0,8%. La ralentización del comercio mundial y la caída de la producción industrial en toda Europa se añadieron a un consumo privado que ya estaba débil. En concreto, la producción industrial italiana decreció por tres meses consecutivo hasta recuperarse en febrero (+0,9%). No obstante, en las encuestas a los gestores de compras, el PMI compuesto se mantiene en terreno recesivo.

- Una mejora del riesgo soberano de Italia requiere de la implementación de reformas estructurales.
- El sector exterior compensará parte de la atonía en los niveles de actividad económica.

Nuestra previsión es que la economía italiana saldrá de la recesión a partir de la segunda mitad de año, situando el crecimiento en -0,1% durante el 2019. La demanda doméstica se mantendrá débil, aunque es

posible anticipar un mejor desempeño del sector exterior³ dado el efecto positivo del turismo de sustitución y la escasa fricción en las cadenas de valor globales que podrían verse afectadas por una escalada arancelaria de Estados Unidos frente a China y la Unión Europea (véase la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

Esta atonía en los niveles de actividad, unida al moderado ritmo de los precios energéticos, ha producido que la inflación en Italia haya vuelto a reducirse situándose en durante el primer trimestre de este año en el entorno del 1,0%, con especial debilidad de la inflación subyacente.

Por otra parte, el riesgo país de Italia se ha minorado en los últimos meses, con el *spread* soberano a 10 años reduciéndose 120 puntos básicos desde octubre (2,5%, actualmente). Los mercados premiaron que Italia accediese a cierta prudencia fiscal tras la amenaza del procedimiento de déficit excesivo de finales de 2018, postergando compromisos políticos adquiridos durante la campaña electoral.

Pese a que el temor a una crisis de la deuda pública a corto plazo haya remitido temporalmente, los problemas estructurales permanecen; el bajo crecimiento será determinante en la magnitud del déficit fiscal y de la deuda pública en un contexto en el que los problemas demográficos pesan ya sobre la sostenibilidad del sistema previsional. Por este motivo, aunque no se prevé una recesión larga ni profunda, las perspectivas para la economía son poco alentadoras puesto que anticipan un estancamiento prolongado que podría poner a la abultada deuda pública en una trayectoria insostenible. Las recomendaciones del BCE en el sentido de hacer reformas que promuevan el crecimiento, hagan la economía más competitiva y alienten el desapalancamiento parecen fútiles en el contexto de un gobierno sin mayorías parlamentarias fuertes⁴.

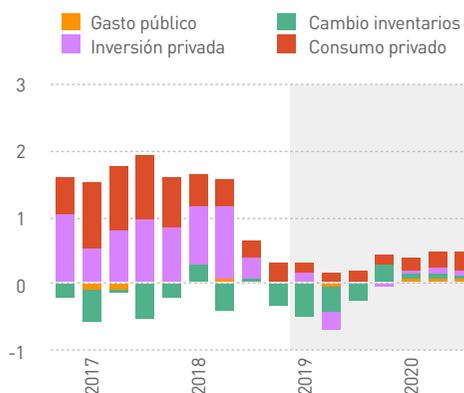
El próximo punto de atención para la política italiana estará en las elecciones europeas, ya que servirán de termómetro para identificar la fuerza de los diferentes partidos políticos. Ante posibles señales de un

Gráfica 1.2.5-a
Italia: descomposición
y previsiones del PIB



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

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



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

Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	0,2	0,8	1,2	1,7	0,8	-0,1	0,5
Contribución de la demanda doméstica	-0,1	1,3	1,6	1,4	0,9	-0,1	0,5
Contribución de la demanda externa	0,3	-0,5	-0,4	0,3	-0,1	0,0	0,1
Contribución del consumo privado	0,1	1,1	0,8	0,9	0,4	0,2	0,3
Contribución de la inversión privada	-0,4	0,3	0,6	0,8	0,6	-0,1	0,1
Contribución del gasto público	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	0,3	1,4	1,7	1,4	0,9	-0,1	0,5
Consumo total (% a/a, media)	0,0	1,3	1,0	1,1	0,5	0,2	0,4
Inversión privada (% a/a, media)	-2,1	1,9	3,7	4,5	3,3	-0,3	0,5
Exportaciones (a/a en %)	2,4	4,2	2,3	6,4	1,4	2,5	2,7
Importaciones (a/a en %)	3,0	6,7	3,8	5,8	1,8	2,7	2,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	12,7	11,5	11,8	11,0	10,6	10,5	10,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	0,2	0,1	0,9	1,4	1,0	1,3
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-2,6	-2,5	-2,4	-2,1	-2,6	-2,6
Balance comercial (% PIB)	2,6	2,5	2,9	2,8	2,3	2,4	2,5
Impulso fiscal (% PIB)	1,6	1,5	1,4	1,4	1,6	1,1	1,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,9	1,5	2,5	2,8	2,6	2,6	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	-0,31	-0,30	0,10
Tipo de largo plazo (final período)	1,88	1,61	1,82	2,00	2,77	3,39	3,88
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,16	1,19
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	2,0	3,9	3,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-2,5	-1,9	-2,1	-2,6	-1,0	1,4	3,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-30,2	-1,4	-0,9	-8,8	-7,3	2,5	6,5
Tasa de ahorro (% , media)	11,0	10,3	10,2	9,3	9,6	10,7	10,5

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

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

cambio de fuerzas, sería muy probable que se terminen forzando unas elecciones generales anticipadas.

1.2.6 Reino Unido

El Brexit sigue siendo el centro de la incertidumbre

La economía del Reino Unido registró un crecimiento de 1,4% a/a en el cuarto trimestre de 2018, nivel igual al que se registró como promedio en el año, y que se ha venido desacelerando desde 2014. Para 2019, mantenemos nuestra estimación de crecimiento del 1,2%, pero con variaciones respecto a su composición, previendo una mayor fortaleza del consumo doméstico (+1,5% a/a), mientras que las exportaciones crecerían menos (+1,2%) y la inversión seguiría su tendencia a la baja (-0,1%) como consecuencia de la incertidumbre del Brexit (véase la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b). Así lo anticipa el deterioro de varios indicadores de expectativas como el PMI de servicios y la confianza de los consumidores, ambos contrayéndose desde hace varios trimestres.

- **Crecimiento de la economía británica estabilizado en la incertidumbre del Brexit.**
- **La política monetaria permanece en modo de espera.**

La inflación, por su parte, se situó en 1,9% en febrero con una tendencia a la baja desde principios de 2018 y ayudada por la recuperación de la libra. El Banco de Inglaterra, en su reunión del 21 de marzo, mantuvo los tipos de interés en el 0,75%. El banco central justifica que mientras no haya claridad sobre el camino de la salida de la Unión Europea, no tiene sentido tomar una postura monetaria diferente. Lo cierto es que, mientras dure la incertidumbre en torno al Brexit, la inversión permanecerá en posición de espera y las empresas preparándose para todas las eventualidades. Por

ello, en materia de política monetaria no se prevén cambios en los tipos oficiales en 2019, y proyectamos una bajada en 2020 en un contexto de baja inflación y moneda estable; postura que podrá variar en función del desempeño económico en los próximos meses y del resultado final del Brexit.

La Unión Europea accedió a la petición del Reino Unido de ampliar el plazo de salida al 31 de octubre, pero con fechas flexibles, preferiblemente antes de lo pactado. El acuerdo se aprobó con vista a que el gobierno británico renegocie con los laboristas, e incluso dentro de su partido, un formato que consiga reunir una mayoría parlamentaria. Aunque se espera que ambas partes hagan todo lo posible para evitar un Brexit sin acuerdo (que sería muy disruptivo en lo comercial y en lo económico), las facciones en el Reino Unido no parecen llegar a un consenso y se encaminan hacia unas elecciones anticipadas⁵.

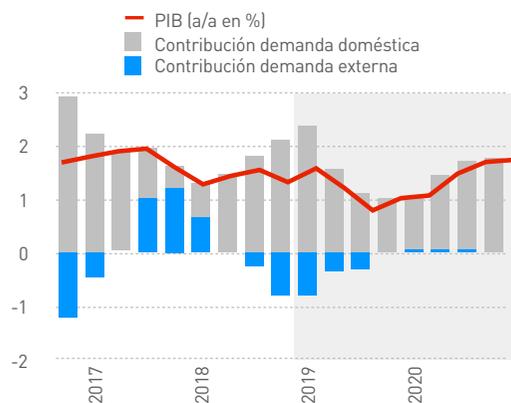
1.2.7 Japón

Atonía continuada del crecimiento

La economía japonesa creció 1,9% t/t (anualizado) en el cuarto trimestre de 2018, revertiendo la contracción del -2,4% t/t registrada en el trimestre previo. Esto deja el crecimiento promedio de 2018 en el 0,8% a/a, lo que representa una caída significativa desde los 1,9% de 2017. Ante la atonía de la demanda doméstica y los problemas que enfrenta en los mercados externos (tarifas, desaceleración global y ciclo de consumo electrónico), se prevé un crecimiento en el entorno de 0,6% en el 2019 y de 0,2% en el 2020 (véase la Tabla 1.2.7 y las

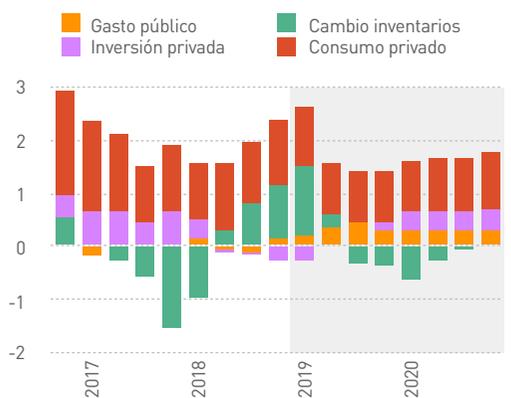
- **La continuada atonía de los niveles de actividad económica en Japón apuntala la laxitud monetaria.**
- **Los problemas de deflación de activo y deuda se mantienen.**

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



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

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



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

Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

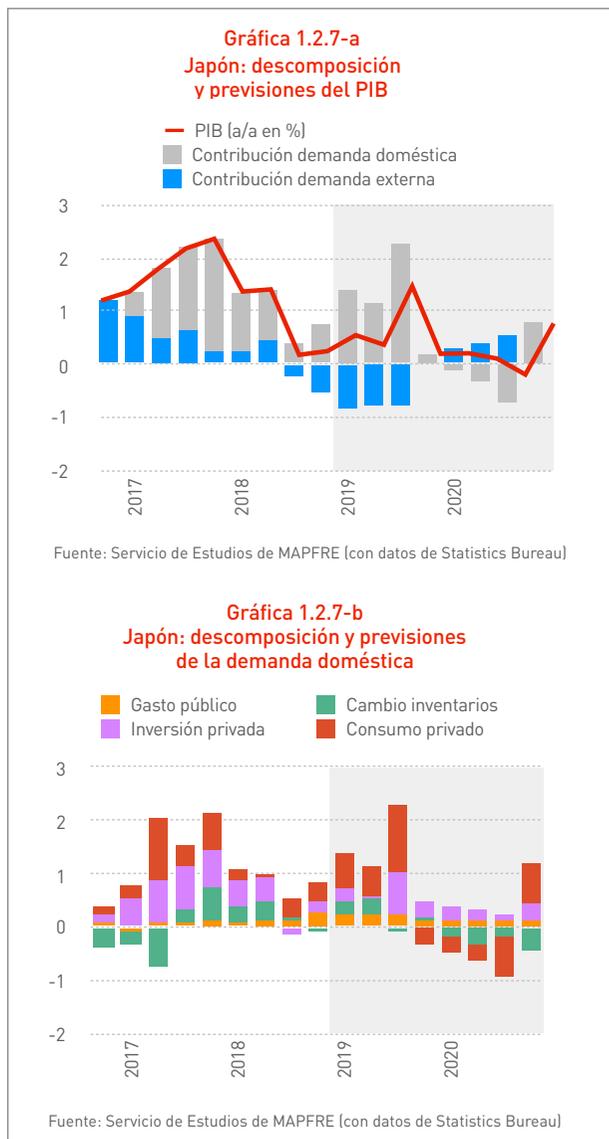
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,9	2,4	1,8	1,8	1,4	1,2	1,5
Contribución de la demanda doméstica	2,6	2,3	2,4	1,4	1,5	1,5	1,5
Contribución de la demanda externa	0,3	0,0	-0,6	0,5	-0,1	-0,4	0,1
Contribución del consumo privado	1,3	1,7	2,0	1,4	1,2	1,0	1,0
Contribución de la inversión privada	0,7	0,6	0,4	0,6	0,0	0,0	0,4
Contribución del gasto público	0,4	0,3	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,6	2,4	2,4	1,4	1,5	1,5	1,5
Consumo total (% a/a, media)	2,1	2,4	2,7	1,6	1,5	1,6	1,6
Inversión privada (% a/a, media)	7,3	3,4	2,3	3,5	0,0	-0,1	2,2
Exportaciones (a/a en %)	2,3	4,5	1,0	5,7	0,2	1,2	1,9
Importaciones (a/a en %)	3,8	5,5	3,3	3,5	0,8	2,4	1,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,7	5,1	4,7	4,4	4,0	4,1	4,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,9	0,1	1,2	3,0	2,3	1,9	1,4
Balance fiscal (% PIB)	-5,4	-4,2	-2,9	-1,8	-1,4	-1,3	-1,1
Balance comercial (% PIB)	-6,6	-6,2	-6,7	-6,7	-6,6	-6,7	-6,8
Impulso fiscal (% PIB)	-2,7	-2,0	-0,5	0,8	1,0	1,2	1,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,9	-4,9	-5,2	-3,3	-4,1	-4,0	-3,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	0,50
Tipo de corto plazo (final período)	0,56	0,59	0,37	0,52	0,91	0,81	0,67
Tipo de largo plazo (final período)	1,82	2,02	1,28	1,25	1,33	1,53	1,72
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,56	1,48	1,23	1,35	1,28	1,36	1,40
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,28	1,36	1,17	1,13	1,11	1,17	1,18
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,1	3,3	4,4	4,6	3,5	3,4	3,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,3	-1,9	6,2	9,4	4,9	2,7	2,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-9,1	-13,6	7,4	10,5	0,2	2,9	5,1
Tasa de ahorro (% , media)	8,6	9,4	6,8	4,2	4,3	4,3	4,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

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

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

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

Tipo de interés oficial (final período)	0,10	0,00	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,11	0,08	-0,05	-0,02	-0,07	0,01	0,01
Tipo de largo plazo (final período)	0,33	0,27	0,04	0,05	0,01	0,13	0,16
Tipo de cambio vs USD (fin período)	119,90	120,30	116,80	112,70	109,70	110,40	109,70
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	145,50	130,90	123,10	135,10	125,61	127,80	130,90

Crédito privado (% a/a, media)	2,2	2,1	2,2	4,6	3,0	3,0	2,1
Crédito familias (% a/a, media)	0,8	1,2	1,3	1,8	2,3	0,3	0,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,4	0,5	2,1	2,6	2,1	2,3	1,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,5	7,7	-0,3	7,9	6,6	4,6	1,8
Tasa de ahorro (% , media)	-0,4	0,8	2,6	3,0	4,3	3,9	4,4

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

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

Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b). Solamente una mejor perspectiva para el gasto público en infraestructuras debido a las olimpiadas 2020 y la posibilidad de que se retrase la aplicación del incremento del impuesto al valor añadido (de 8% a 10% en octubre 2019), supondrían riesgos al alza en esta previsión.

La inflación nacional de enero se situó en el 0,2%, en tanto que el indicador para Tokio de febrero se situó en 0,6%, ambos valores coherentes con el contexto de atonía continuada estructural de los niveles de actividad económica. Para 2019, se espera una inflación algo mayor, pero impulsada por las subidas de impuestos y no tanto por el efecto del mercado laboral pese a estar cercano al pleno empleo dada la contención salarial.

Por otra parte, como se esperaba, el Banco de Japón ha mantenido sin cambios los tipos de interés oficiales en -0,10%. En la última reunión de marzo, el banco central ha rebajado sus expectativas para las exportaciones y la producción, pero no cambió las perspectivas económicas generales. El gobernador manifestó cautela con respecto a algunos datos recientes menos positivos los cuales asocia a la desaceleración externa, pero sigue positivo para la generalidad de la economía y, por tanto, ha moderado las expectativas en el sentido de que hubiera expansión monetaria adicional. 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 a lo largo de todo 2019.

El Yen se depreció paulatinamente contra el dólar durante 2018, excepto que en diciembre y enero de este año se revalorizó repentinamente en respuesta al comportamiento de las bolsas mundiales en esos meses, pero ya vuelto a los niveles de 111 JPY/USD. 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.

El 2019 va a ser un año con una agenda llena: elecciones al parlamento en julio, la coronación de un nuevo emperador el 1 de mayo, elecciones locales en abril, reunión del G20 en Osaka en junio, y visitas de los presidentes de Estados Unidos y de China.

1.2.8 Turquía

La recesión se abandona solo a final de año

En PIB del cuarto trimestre de 2018 confirma la entrada de la economía turca en el terreno de la recesión, al contraerse la economía por segundo trimestre consecutivo (-2,4% t/t), con una contracción interanual del 3,0% a/a (sin ajustar).

La demanda doméstica registró una contracción del 8,9% a/a, mientras que la inversión privada y las importaciones hicieron lo mismo, con caídas de 12,9% a/a y 24,4% a/a, respectivamente.

- Se confirma la entrada de la economía turca en el terreno de la recesión.
- La incertidumbre política se renueva tras las elecciones locales.

El sector real sigue exhibiendo señales de desaceleración con los principales indicadores de actividad registrando retrocesos en el mes de diciembre. La producción industrial (-9,8% a/a), la venta de automóviles (-43,4% en enero), el PMI manufacturero (46,4 en febrero) y la confianza de los consumidores (57,9 contra una media de 69 del último lustro), demuestran que el contexto sigue siendo recesivo. Del mismo modo, el mercado laboral se ha resentido y la tasa de paro se ubica en 13,5% a diciembre de 2018, frente al 9,6% que registró en el mes de abril previo. De esta forma, nuestra previsión apunta a una salida de la recesión solo para el último trimestre de 2019, haciendo que la estimación del crecimiento del PIB para el conjunto del año 2019 sea -1,9% (véase la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

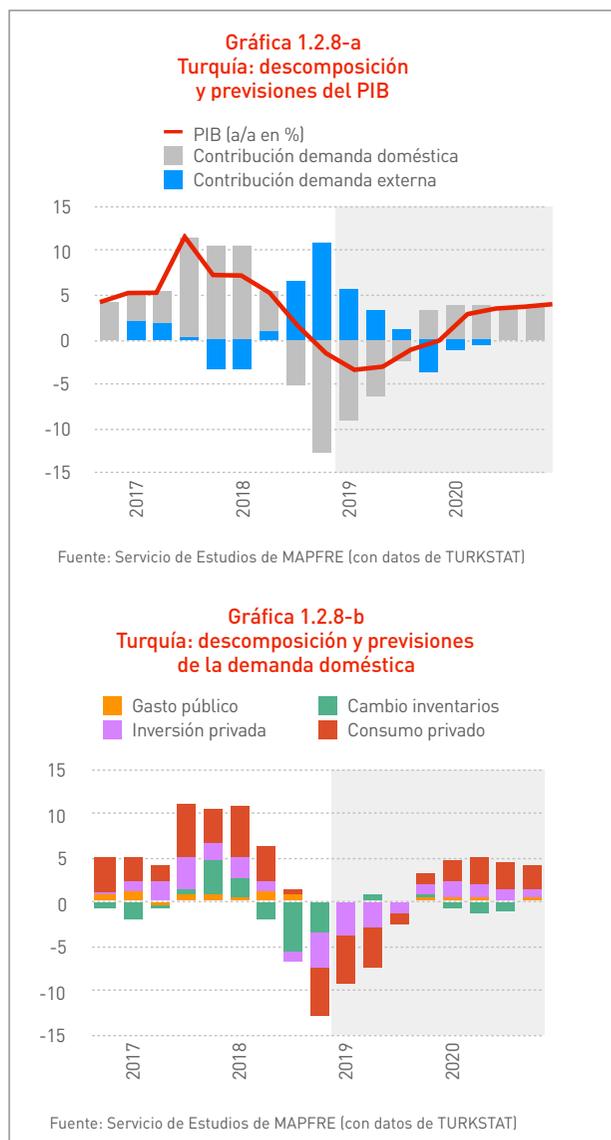


Tabla 1.2.8
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	5,3	6,0	3,3	7,4	2,9	-1,9	3,5
Contribución de la demanda doméstica	3,4	5,5	4,6	7,1	-0,7	-3,6	3,9
Contribución de la demanda externa	1,9	0,5	-1,3	0,3	3,8	1,7	-0,4
Contribución del consumo privado	1,9	3,4	2,2	3,7	1,2	-2,5	2,8
Contribución de la inversión privada	1,3	2,7	0,7	2,3	-0,3	-1,6	1,4
Contribución del gasto público	0,4	0,5	1,3	0,7	0,6	0,2	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,2	5,4	4,5	7,0	-0,5	-3,5	4,1
Consumo total (% a/a, media)	3,0	5,1	4,7	5,9	2,5	-3,0	4,4
Inversión privada (% a/a, media)	5,5	9,1	2,4	7,7	-1,2	-5,4	5,2
Exportaciones (a/a en %)	8,3	4,3	-1,7	12,0	7,3	8,4	5,3
Importaciones (a/a en %)	-0,3	1,8	3,7	10,2	-6,4	-0,9	8,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,7	10,5	12,1	10,3	12,3	12,7	12,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	8,8	8,2	7,6	12,3	22,4	14,5	10,4
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-1,1	-1,3	-1,6	-1,9	-2,2	-2,4
Balance comercial (% PIB)	-6,8	-5,6	-4,7	-6,9	-5,3	-2,2	-1,6
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	-3,5	0,1	0,3
Tipo de interés oficial (final período)	8,51	8,81	8,31	12,75	24,00	20,00	17,50
Tipo de corto plazo (final período)	9,79	11,47	9,90	14,61	24,07	22,50	17,74
Tipo de largo plazo (final período)	7,96	10,74	11,40	11,72	16,53	15,02	14,42
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,33	2,92	3,52	3,79	5,29	5,49	5,56
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	2,83	3,18	3,71	4,55	6,06	6,25	6,54
Crédito privado (% a/a, media)	23,2	23,0	12,8	20,6	18,3	8,6	10,2
Crédito familias (% a/a, media)	16,3	12,5	7,1	17,5	9,8	6,2	15,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	30,1	29,9	14,7	24,3	20,9	2,8	18,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	22,4	26,4	9,0	27,2	25,1	0,9	16,4
Tasa de ahorro (% , media)	26,2	28,3	32,8	31,0	28,4	29,4	24,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

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

Será necesario esperar a que el plan de políticas públicas y la corrección de los desequilibrios restauren la confianza para que vuelva a fluir el crédito al sector privado. De momento, parece que los bancos públicos están en disposición de aumentar el crédito a empresas y hogares de forma que compensen la retracción de la banca privada, lo que puede dar fruto pero es una estrategia no exenta de riesgos, después de varios años de crecimiento económico alimentado por crédito. La participación de los bancos públicos en el crédito total es del 43%.

En el campo de los precios, la inflación alcanzó el 19,7% en marzo, aunque se empieza a moderar desde los 25,4% a/a que alcanzó en octubre. El aumento de los precios se explica principalmente por el *pass-through* del tipo de cambio y la inflación de alimentos. Los últimos datos sugieren que el dato de octubre constituyó un máximo y que los precios deberían seguir moderándose, a menos que los precios del petróleo sufran un repunte inesperado. 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.

La presión estructural sobre la moneda ha remitido al ajuste en la cuenta corriente y a los últimos seis meses gracias a una política monetaria más restrictiva, pero las grandes necesidades de financiación en dólares son un punto débil de la economía, y la presión sobre la moneda no deja mucho espacio a bajadas de tipos de interés. 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%.

Recientemente, la tensión ha vuelto al tipo de cambio y a los rendimientos de los bonos corporativos como consecuencia de la incertidumbre política vivida con los resultados electorales locales, en donde (previa ratificación del recuento por el alto comisionado) el partido en el gobierno no

solamente ha perdido Ankara (e Izmir) sino que posiblemente también Estambul.

1.2.9 México

Desaceleración más acentuada de lo anticipado

En el cuarto trimestre de 2018, la economía mexicana creció un 1,7% interanual (mostrando una desaceleración en los niveles de actividad mayor a la anticipada), lo que ha dado como resultado un promedio del año cercano a 2,0%, por debajo del potencial de la economía y de la media observada en los años anteriores. La inversión y las exportaciones padecen los efectos de la incertidumbre comercial derivada de la pendiente ratificación del USMCA, así como del ajuste a la política económica de la nueva administración federal, aunque a futuro se espera que ambos factores se disipen dando paso a una mayor aportación al crecimiento.

- **Desaceleración mayor a la anticipada que conduce a un crecimiento moderado pero con cierto margen para la mejora.**
- **Las condiciones de financiación para la economía aún se encuentran condicionadas por una postura monetaria restrictiva.**

Es previsible que durante los próximos meses la mayor parte del crecimiento recaiga en la demanda doméstica y, en especial, sobre el consumo⁶, dada la fortaleza del mercado laboral y el empuje del crédito. El sector exterior, por el contrario, podría detraer del crecimiento debido a un aumento de las importaciones tras la apreciación de la moneda (el peso mexicano es la moneda que más se ha apreciado en lo que va de 2019). En este contexto, se anticipa un crecimiento del PIB en 2019 del 1,5%, con posibilidades de mejora en años posteriores en función de la

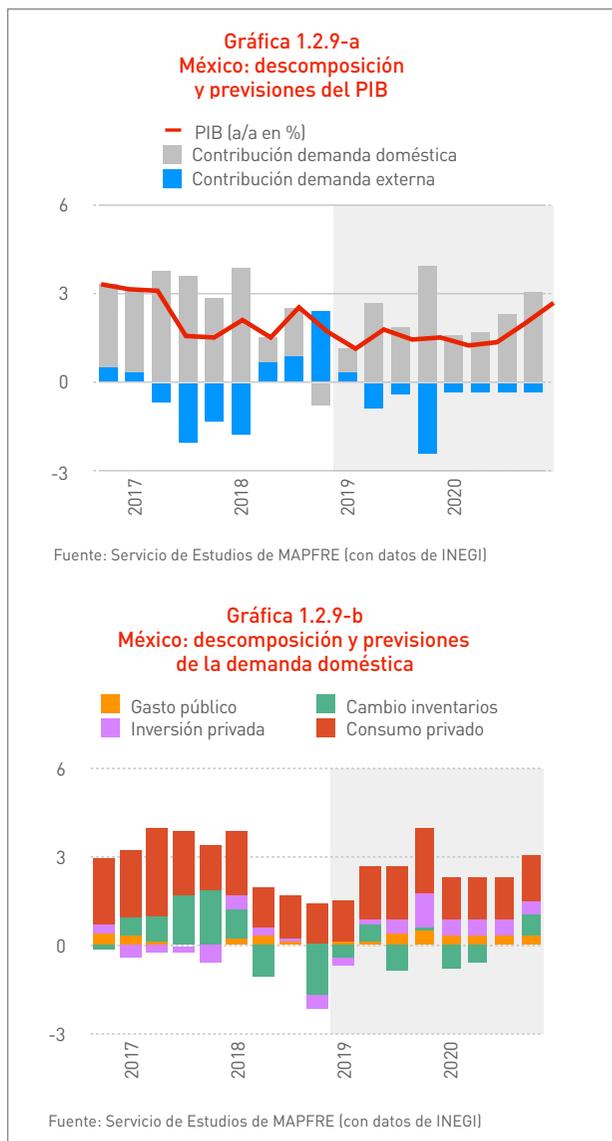


Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,8	3,3	2,7	2,3	2,0	1,5	1,8
Contribución de la demanda doméstica	2,0	2,5	2,2	3,3	1,4	2,3	2,2
Contribución de la demanda externa	0,8	0,8	0,4	-0,9	0,6	-0,8	-0,3
Contribución del consumo privado	1,4	1,8	2,3	2,2	1,6	1,8	1,5
Contribución de la inversión privada	0,3	1,1	0,2	-0,3	0,1	0,4	0,5
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,5	2,5	2,2	3,3	1,4	2,3	2,2
Consumo total (% a/a, media)	2,2	2,6	3,4	3,0	2,2	2,6	2,2
Inversión privada (% a/a, media)	3,0	5,1	1,1	-1,6	0,5	2,2	2,6
Exportaciones (a/a en %)	6,9	8,6	3,7	4,0	5,8	5,3	3,9
Importaciones (a/a en %)	5,9	6,0	2,4	6,7	6,1	5,5	4,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,4	4,2	3,5	3,3	3,3	3,9	3,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,2	2,3	3,2	6,6	4,8	3,8	3,4
Balance fiscal (% PIB)	-4,5	-4,0	-2,8	-1,1	-2,3	-2,2	-2,5
Balance comercial (% PIB)	-0,2	-1,2	-1,2	-0,9	-1,1	-2,6	-2,8
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,9	-2,6	-2,3	-1,7	-1,8	-2,6	-2,9
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	3,25	5,75	7,25	8,25	8,25	7,25
Tipo de corto plazo (final período)	2,92	3,29	5,87	7,31	8,50	8,53	8,43
Tipo de largo plazo (final período)	5,79	6,28	7,42	7,66	8,70	8,18	7,96
Tipo de cambio vs USD (fin período)	14,74	17,20	20,74	19,67	19,65	19,23	19,37
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	17,90	18,73	21,86	23,59	22,50	22,25	23,12
Crédito privado (% a/a, media)	10,8	13,6	16,3	12,1	10,7	2,9	4,8
Crédito familias (% a/a, media)	8,1	8,4	12,8	10,0	8,3	4,3	3,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,8	-11,4	3,5	1,7	-1,3	14,7	15,5
Tasa de ahorro (% , media)	13,8	14,6	12,8	10,7	12,0	9,4	9,1

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

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

concreción del reciente acuerdo comercial de Norteamérica, así como del sentido de la política económica del nuevo gobierno (véase la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Con la inflación en 4,0% (marzo) y la subyacente en el 3,55%, ambas en el rango objetivo del 3-4% del Banco de México, y la Reserva Federal de los Estados Unidos retomando una postura más acomodaticia, comienza a vislumbrarse espacio para iniciar la bajada de tipos de interés hacia finales de 2019. A pesar de ello, hasta ahora el banco central se ha mostrado cauteloso a una alteración de su postura monetaria. El tipo de fondeo se sitúa en el 8,25%, lo que hace que el tipo real se ubique en el entorno del 4%, el doble del neutral.

A la política monetaria se ha unido el ciclo monetario y real de Estados Unidos, así como la estabilización de los flujos de cartera que han contribuido a la apreciación del peso. El tipo de cambio cerró en marzo en 19,42 MXN/USD, apreciándose ligeramente desde los 19,65 MXN/USD. Como se apuntaba antes, el peso mexicano es la moneda emergente que más se ha apreciado en 2019.

La prima de riesgo país se encuentra muy condicionada por las necesidades de financiación de Petróleos Mexicanos (PEMEX). El anuncio de la eventual ayuda con cargo al Fondo de Estabilización de Ingresos Petroleros ha minorado por el momento la tensión, aunque los mercados mantienen su postura en el sentido de que es necesario un plan de negocios más amplio para la empresa petrolera que, por una parte, garantice su viabilidad financiera de largo plazo y, por la otra, contribuya a dar estabilidad a las finanzas públicas dada su importante dependencia de los ingresos petroleros.

1.2.10 Brasil

Expectativas revisadas a la baja

La economía brasileña creció un 1,1% durante 2018 (0,1% t/t en el último trimestre); una desaceleración provocada no solamente por un contexto externo a la baja, sino también por las debilidades domésticas. La reducción del ritmo de actividad en el cuarto trimestre de 2018 ha provenido principalmente de la inversión y del gasto del gobierno que se deberá compensar con mayor consumo privado y exportaciones.

- La actividad del sector privado brasileño deberá compensar el ajuste público.
- Las reformas estructurales se mantienen distantes, lo que puede afectar la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Dada la desaceleración, hemos adaptado nuestras expectativas rebajando nuestra proyección al 1,7% en 2019, desde el 2,3% que se preveía en nuestro informe anterior (véase la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b). Así, el consumo privado (+1,5%, en el cuarto trimestre de 2018), la inversión (+3,0%), y las exportaciones (+12%) son los factores en los que la economía deberá encontrar soporte dado el momento actual de ajuste del sector público.

La inflación, por su parte, no parece ser una preocupación en este momento al haberse situado en 3,9% en febrero, nivel relativamente bajo para los estándares históricos. De esta forma, en su reunión del 20 de marzo el banco central brasileño situó los tipos Selic en 6,5%, sin cambios. Se prevé que los tipos de interés se mantengan en ese nivel durante 2019, en un contexto de menores presiones inflacionarias y en el que los demás bancos centrales han abierto también un compás de espera.

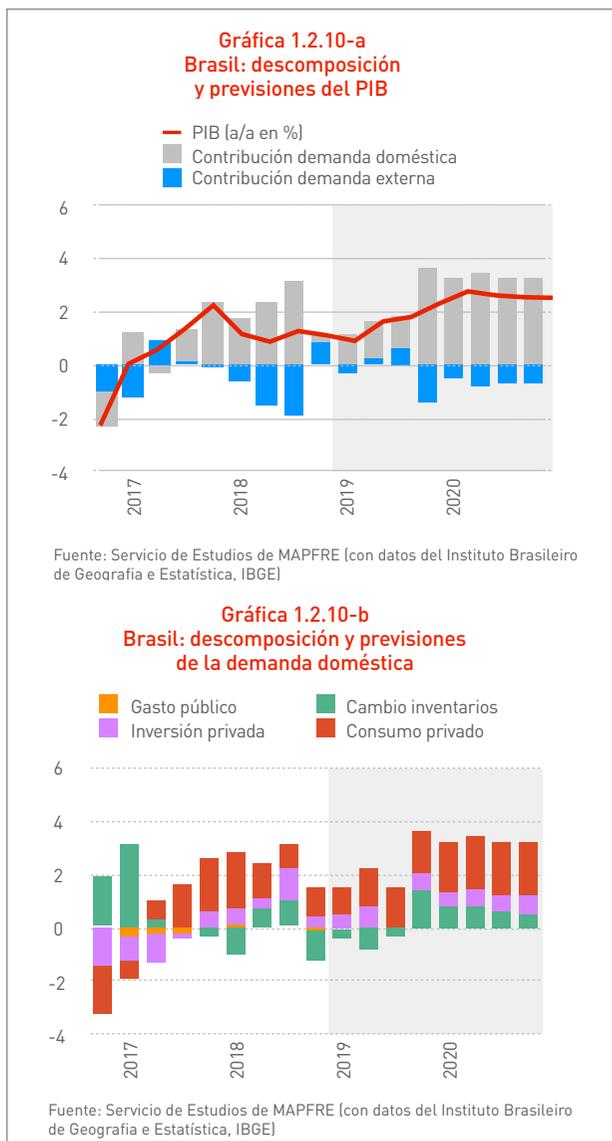


Tabla 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	0,5	-3,6	-3,3	1,1	1,1	1,7	2,6
Contribución de la demanda doméstica	0,5	-7,1	-5,1	1,1	1,9	1,9	3,3
Contribución de la demanda externa	0,0	3,6	1,9	-0,1	-0,8	-0,2	-0,7
Contribución del consumo privado	1,5	-2,2	-2,7	0,9	1,3	1,4	2,0
Contribución de la inversión privada	-0,8	-2,9	-2,3	-0,4	0,7	0,5	0,6
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	1,1	1,9	1,8	3,2
Consumo total (% a/a, media)	2,0	-2,8	-3,1	0,9	1,5	1,6	2,3
Inversión privada (% a/a, media)	-4,1	-14,0	-12,0	-2,5	4,1	2,9	3,8
Exportaciones (a/a en %)	-1,3	6,8	0,8	5,8	3,5	3,4	3,8
Importaciones (a/a en %)	-2,3	-14,1	-9,7	5,6	7,7	4,1	6,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,5	9,0	12,0	11,8	11,6	10,4	9,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,5	10,4	7,0	2,8	4,1	3,7	4,0
Balance fiscal (% PIB)	-6,0	-10,2	-9,0	-7,8	-7,1	-6,4	-5,7
Balance comercial (% PIB)	-0,3	1,0	2,5	3,1	2,9	2,7	2,1
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,1	-3,0	-1,3	-0,4	-0,8	-1,1	-1,3
Tipo de interés oficial (final período)	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	6,50	8,00
Tipo de corto plazo (final período)	11,65	14,15	13,65	6,90	6,40	6,42	7,99
Tipo de largo plazo (final período)	12,25	16,10	11,36	10,24	9,28	8,73	8,87
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,66	3,90	3,26	3,31	3,87	3,89	3,91
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3,22	4,25	3,43	3,97	4,44	4,50	4,67
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	14,1	10,1	4,3	4,6	6,8	15,1	16,0
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	18,5	18,6	18,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2018.

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

El gobierno brasileño ha presentado en el Congreso su proyecto de reforma a la seguridad social, la cual implica incrementos en la edad de jubilación y a los periodos de cálculo de las prestaciones, pero la aprobación de estas medidas implica un cambio constitucional haciéndolas difícil de materializar. Otras debilidades internas son el mal estado de las cuentas públicas regionales, una deuda en crecimiento y una factura de nóminas de la función pública alta y en aumento. Por ello, el gobierno tendrá que promover y conseguir avanzar en las reformas estructurales mientras los mercados aún le dan el beneficio de la duda.

El Real brasileño se ha mantenido relativamente estable. En este contexto, se prevé que se mueva en un rango de 3,80–3,90 USD/BRL a lo largo de los próximos meses.

1.2.11 Argentina

Ajuste macroeconómico y elecciones en 2019

En el cuarto trimestre de 2018, la economía Argentina profundizó en su recesión registrando una nueva contracción (-1,2% t/t). Sin embargo, se prevé que este deterioro adicional represente el punto de inflexión y a partir de aquí se recupere gradualmente la normalidad alcanzando el terreno positivo a partir del cuarto trimestre del año. Así, la previsión para el conjunto de 2019 es de una contracción de -1,4%, lo que elevará la tasa de paro hasta el 10%, aproximadamente (véase la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

- **Una recesión pronunciada que parece agotarse en 2019 con la implementación de ajustes severos.**
- **Argentina necesitará refinar sus compromisos externos o recibir ayuda adicional del FMI.**

La contracción del nivel de actividad económica tiene su origen básicamente en el ejercicio de corrección de los graves desequilibrios acumulados a lo largo de los últimos años: el necesario ajuste de su déficit gemelo (fiscal y por cuenta corriente) y el esfuerzo por desapalancarse en moneda extranjera como compromiso para aceptar la ayuda del FMI del 2018 (por aproximadamente de 50 millardos de dólares).

A este respecto, el déficit público debe corregir hasta ubicarse en el 0,5% del PIB de acuerdo a los compromisos adquiridos, con lo que el ajuste en el gasto público ha de ser muy pronunciado. De la misma manera, el apalancamiento en moneda extranjera supone más del 75% del PIB, y el proceso de fuerte inflación (superior al 49% en el febrero) y de depreciación de la moneda (más del 100% desde que se inició la corrección) hacen sumamente complejo su servicio. Además, de continuar con los ajustes, Argentina necesitará refinar sus compromisos externos o recibir ayuda adicional del FMI en 2021, opción, esta última, que parece ser la de mayor probabilidad.

El fuerte ajuste que todavía necesita acometer el país, el deterioro de los niveles de renta en general (en especial de los trabajadores del sector público), la aún persistente inflación (que no se espera por debajo de 30% a lo largo de 2019) y las extenuantes condiciones financieras que se prevén para este año y el siguiente (con el tipo de cambio cercano al 45 ARS/USD y la tasa de fondeo LELIQ por encima de 25%), supondrán un reto para la reelección del Presidente M. Macri en el 2019; más aún si, encima de todo ello, el gobierno argentino debe volver a pedir la ayuda del FMI. A pesar de este complejo contexto, los sondeos siguen a favor de Mauricio Macri y, en cualquier caso, quien llegue a la Casa Rosada se encontrará con la mitad del ajuste macroeconómico ya realizado.

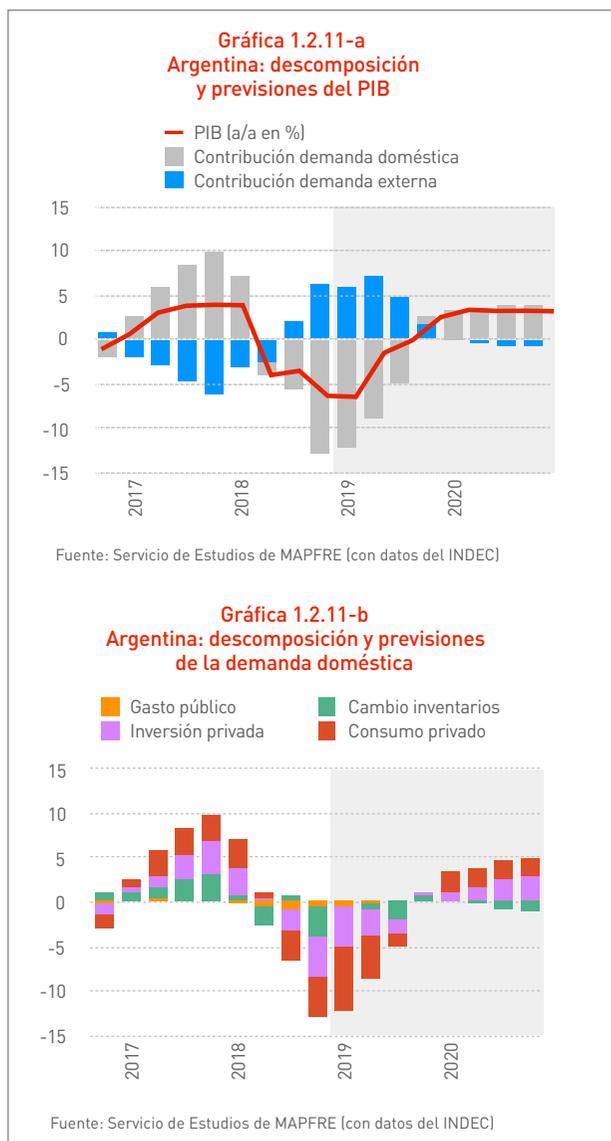


Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	-2,5	2,7	-1,7	2,8	-2,5	-1,4	3,2
Contribución de la demanda doméstica	-4,2	4,4	-1,4	6,7	-3,2	-6,3	3,7
Contribución de la demanda externa	1,7	-1,7	-0,4	-3,9	0,7	4,9	-0,5
Contribución del consumo privado	-3,1	2,5	-0,7	2,5	-1,0	-3,4	2,2
Contribución de la inversión privada	-1,2	0,7	-0,9	2,1	-0,8	-2,2	1,8
Contribución del gasto público	0,4	0,9	0,0	0,3	-0,4	-0,1	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	-3,8	4,2	-1,3	6,3	-2,9	-5,6	3,5
Consumo total (% a/a, media)	-3,2	4,1	-0,8	3,3	-1,7	-4,0	2,8
Inversión privada (% a/a, media)	-6,6	3,4	-4,8	10,8	-3,2	-10,7	10,1
Exportaciones (a/a en %)	-6,8	-2,8	6,0	0,4	-1,5	9,2	4,5
Importaciones (a/a en %)	-11,2	4,9	6,0	14,9	-2,6	-10,3	5,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,9	7,0	7,6	7,2	8,3	9,0	8,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	44,2	26,0	39,3	23,3	47,4	30,6	20,6
Balance fiscal (% PIB)	-4,8	-5,9	-5,8	-6,0	-5,1	-3,6	-3,5
Balance comercial (% PIB)	1,0	-0,1	0,8	-0,9	-0,3	3,0	2,7
Impulso fiscal (% PIB)	-3,2	-3,9	-4,1	-3,7	-2,3	-0,3	0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,6	-2,7	-2,7	-5,0	-5,5	-2,4	-2,5
Tipo de interés oficial (final período)	25,33	33,00	24,75	28,75	59,25	35,00	25,00
Tipo de corto plazo (final período)	16,00	26,00	26,75	30,75	74,85	37,13	26,94
Tipo de largo plazo (final período)	9,36	6,65	7,00	5,91	10,86	8,99	8,46
Tipo de cambio vs USD (fin período)	8,60	13,00	15,90	18,60	37,70	47,70	54,40
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	10,40	14,20	16,70	22,40	43,17	55,20	64,90
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.						
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.						
Tasa de ahorro (% , media)	n.d.						

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INDEC)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

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

1.2.12 China

La política macroeconómica está consiguiendo estabilizar el crecimiento

La economía de China terminó el 2018 con un crecimiento del PIB del 6,4% en el cuarto trimestre, alcanzando un promedio anual del 6,6%. De esta forma, la previsión actual es de desaceleración del ritmo de actividad hasta el entorno cercano al 6% en promedio a lo largo del 2019 y 2020 (véase la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

- **Un nuevo impulso al crecimiento, con incentivos fiscales específicos para el sector privado, apoya el crecimiento.**
- **Además, el crecimiento podría beneficiarse por la resolución de los conflictos comerciales.**

La desaceleración del nivel de actividad económica ha tenido varias fuentes: el agotamiento del ciclo global, un enfriamiento pronunciado del sector residencial, la mayor incertidumbre económica y, especialmente, la reducción de estímulos públicos (crédito) acometida durante el año pasado (que puso a la economía en el *fast track* hacia la normalización). De hecho, ha sido la reducción de estos estímulos lo que, de acuerdo al *Government Work Report 2019*, ha supuesto cierto desenganche del ajuste y ha activado el protocolo de su suavización. Así, para los próximos meses se espera que la política económica intente mantener cierto equilibrio entre la estabilidad macro-prudencial y el crecimiento que, en todo caso, se fija ahora en un objetivo algo menor (entre 6% y 6,5% según el informe).

Este ajuste balanceado contempla un mayor desequilibrio fiscal a través de gasto en infraestructura y la promoción de crédito concentrado ahora en las pequeñas y medianas empresas, así como en rebajas fiscales puntuales también para el sector corporativo de menor tamaño y familias. El impulso fiscal que esto supone será de aproximadamente 1,5%

adicional sobre el PIB, en tanto que el déficit público se ubicará por encima del 6% a mediados de 2020. Este renovado impulso fiscal acomodará la normalización de la política monetaria que se enfoca ahora a conseguir la neutralidad tras un 2018 protagonizado por reducciones agresivas de la postura monetaria a través de los requerimientos de reservas y tipos de interés de intervención.

El yuan se encuentra actualmente estable, aunque podría fortalecerse levemente a lo largo del año, en el contexto de un crecimiento económico aún fuerte, una inflación controlada y con la política monetaria de la Reserva Federal “*on hold*”.

Los riesgos para la actividad económica en China son balanceados, en el sentido de que asignamos igual probabilidad a desviaciones hacia mayor crecimiento como a menor crecimiento. El posible acuerdo comercial con los Estados Unidos (y su cumplimiento) reduce tensiones y riesgos a corto plazo, pero plantea retos comerciales a horizontes más lejanos.

1.2.13 Indonesia

Hacia el cambio del ciclo de tipos de interés para 2019

La economía de Indonesia creció el 5,2% en el cuarto trimestre de 2018 (ritmo sostenido en los últimos 3 años), aunque ahora debe tenerse en cuenta el enfriamiento del contexto externo. Se prevé que el crecimiento en 2019 y 2020 consiga mantener el ritmo de años anteriores (en el entorno al 5% en promedio), apoyándose en todas las componentes del PIB, con un consumo privado creciendo al 5,1% y la inversión al 6,0% (véase la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

- **Indonesia mantiene el ritmo de crecimiento de manera consistente gracias al impulso de la demanda doméstica.**
- **La política macroeconómica estará centrada en la estabilidad.**

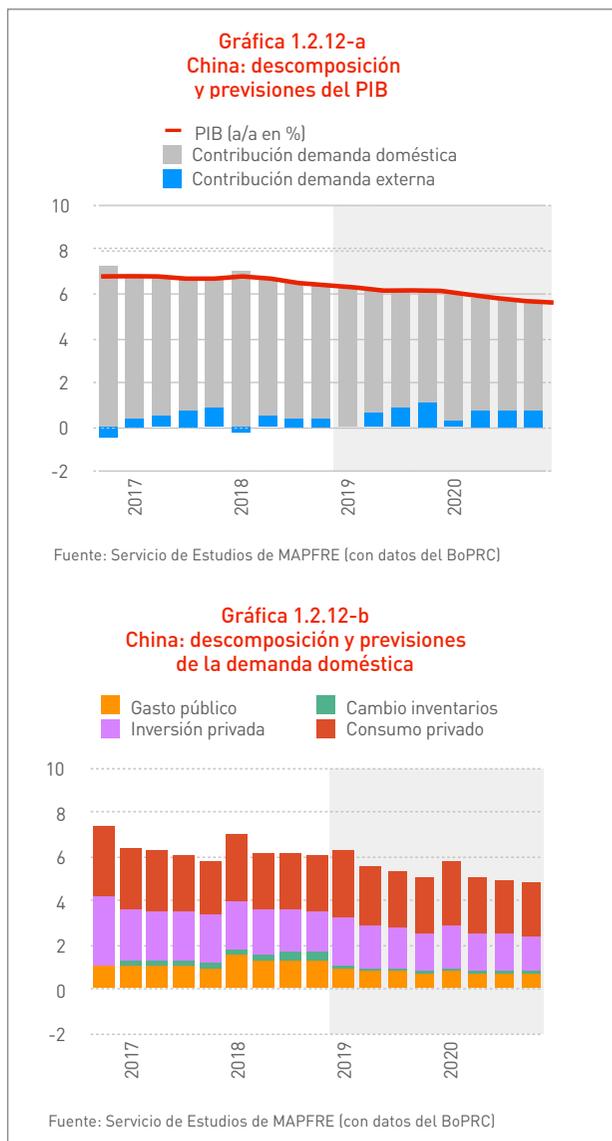


Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	7,3	6,9	6,7	6,8	6,6	6,2	5,8
Contribución de la demanda doméstica	5,7	6,9	7,3	6,1	6,3	5,5	5,1
Contribución de la demanda externa	1,6	0,0	-0,6	0,6	0,3	0,7	0,6
Contribución del consumo privado	3,1	3,1	3,1	2,6	2,6	2,7	2,5
Contribución de la inversión privada	2,2	3,3	3,1	2,2	2,0	1,9	1,7
Contribución del gasto público	0,4	0,9	1,1	1,1	1,4	0,9	0,8
Demanda doméstica (% a/a, media)	7,1	7,1	7,5	6,2	6,5	5,7	5,3
Consumo total (% a/a, media)	7,1	8,0	8,5	7,2	7,8	6,8	6,3
Inversión privada (% a/a, media)	6,9	7,3	6,7	4,8	4,4	4,4	4,0
Exportaciones (a/a en %)	5,4	0,5	1,8	6,6	4,8	2,1	4,1
Importaciones (a/a en %)	7,7	0,6	3,2	8,2	7,0	3,1	4,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,1	4,1	4,0	3,9	3,8	3,8	3,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,5	1,5	2,2	1,8	2,2	2,5	2,3
Balance fiscal (% PIB)	-1,8	-3,4	-3,8	-3,7	-4,2	-4,2	-4,2
Balance comercial (% PIB)	4,2	5,3	4,4	3,9	2,9	2,8	2,7
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,3	2,8	1,8	1,4	0,4	0,2	0,3
Tipo de interés oficial (final período)	4,96	2,32	2,59	3,09	3,04	3,34	3,35
Tipo de corto plazo (final período)	5,75	3,05	4,25	5,53	3,70	3,65	3,59
Tipo de largo plazo (final período)	3,63	2,82	3,05	3,91	3,26	3,81	3,96
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,20	6,49	6,94	6,51	6,88	6,58	6,47
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	7,53	7,07	7,32	7,80	7,87	7,62	7,73
Crédito privado (% a/a, media)	13,4	14,8	13,3	10,5	12,0	13,3	9,6
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.						
Tasa de ahorro (% , media)	39,7	39,3	38,3	38,6	38,5	38,3	38,1

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

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

Tabla 1.2.13

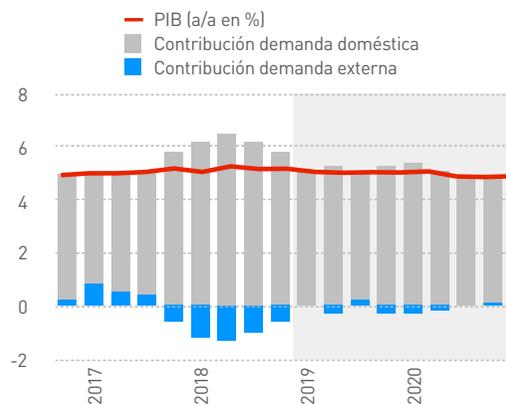
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	5,0	4,9	5,0	5,1	5,2	5,0	4,9
Contribución de la demanda doméstica	4,6	3,9	4,9	4,8	6,2	5,1	5,0
Contribución de la demanda externa	0,4	0,9	0,1	0,3	-1,0	-0,1	-0,1
Contribución del consumo privado	2,9	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7
Contribución de la inversión privada	1,0	1,6	1,5	2,0	2,2	2,0	2,1
Contribución del gasto público	0,1	0,5	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5
Demanda doméstica (% a/a, media)	5,3	4,0	5,0	4,8	6,3	5,2	5,0
Consumo total (% a/a, media)	4,7	4,9	4,4	4,6	5,1	5,1	5,1
Inversión privada (% a/a, media)	4,5	5,0	4,5	6,1	6,7	6,2	6,3
Exportaciones (a/a en %)	1,3	-2,1	-1,6	9,0	6,5	2,9	6,2
Importaciones (a/a en %)	2,2	-6,2	-2,4	8,1	12,2	3,3	6,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,9	5,8	5,5	5,3	5,3	4,9	4,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,5	4,8	3,3	3,5	3,2	4,1	3,5
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-2,6	-2,5	-2,6	-1,7	-1,9	-2,1
Balance comercial (% PIB)	0,8	1,6	1,6	1,9	0,0	0,2	0,6
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,1	-2,0	-1,8	-1,6	-3,0	-2,70	-2,30
Tipo de interés oficial (final período)	6,50	6,25	4,75	4,25	6,00	6,25	6,25
Tipo de corto plazo (final período)	7,17	8,86	7,46	5,48	7,70	8,01	7,98
Tipo de largo plazo (final período)	7,86	8,81	7,85	6,30	7,90	8,54	8,63
Tipo de cambio vs USD (fin período)	12.427	13.836	13.525	13.484	14.380	13.853	13.856
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	15.088	15.063	14.257	16.171	16.465	16.033	16.537
Crédito privado (% a/a, media)	15,2	10,6	7,8	8,2	10,8	8,2	9,7
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	4,4	32,0	10,1	15,1	4,2	3,3	9,2
Tasa de ahorro (% , media)	17,0	17,0	17,0	17,0	17,1	17,9	18,1

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

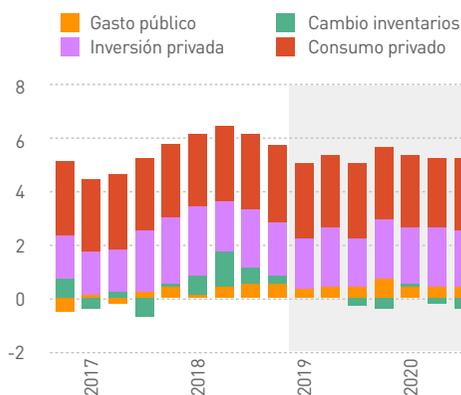
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.13-a
Indonesia: descomposición
y previsiones del PIB



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

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



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

La balanza comercial sorprendió en febrero con un superávit de 0,3 millardos de dólares, contra el déficit de 1,1 millardos de dólares en enero. Esto se ha debido a una caída de las importaciones del 14% (a/a), a la que han contribuido el petróleo (-30%), bienes de consumo (-27%) y materias primas para transformación (-15%). Las exportaciones también se han desacelerado un -11% (a/a), destacando los productos de petróleo y gas (-21%). Esto confirma el contexto de desaceleración exterior, con mayor incidencia en los socios comerciales asiáticos.

La inflación, por su parte, sigue moderándose (2,6% en febrero), lo que es consistente con una política monetaria restrictiva y un aumento de la masa monetaria que crece, pero desacelerándose desde el tercer trimestre de 2017. 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 su última reunión, el 21 de marzo, el banco central mantuvo los tipos sin cambio en el 6,0%. La novedad significativa fue el cambio de tono y las señales dadas. Con la balanza comercial estabilizada y los riesgos externos para la Rupia disminuyendo, las autoridades monetarias cuentan con un margen mayor para apoyar el crecimiento.

Con la inflación bajo control y con riesgos de desaceleración económica, se espera que el banco central empiece a preocuparse más por los riesgos de desaceleración económica y, por tanto, a dar inicio al ciclo de bajada de tipos en 2019. Con la Reserva Federal de los Estados Unidos situada en un tono más acomodaticio y una Rupia más estable, parecen darse las condiciones para ello. De esta forma, se anticipan dos bajadas de tipos de interés en 2019, terminando en diciembre de 2019 en el 5,50%.

El 17 de abril pasado se celebraron elecciones presidenciales y parlamentarias de Indonesia. En este proceso se renovó la presidencia de Joko Widodo. En sus manos está ahora abrazar la agenda de

transformaciones estructurales que precisa el país. Los temas de la agenda económica estarán esencialmente en torno a la liberalización de los precios de la energía y el equilibrio de la balanza externa.

1.2.14 Filipinas

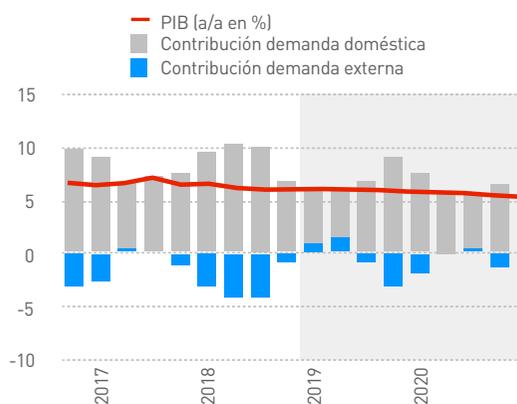
Crecimiento fuerte e inflación moderándose

La economía filipina mantiene un fuerte ritmo de crecimiento (6,1% en el cuarto trimestre de 2018), gracias al sostenimiento de la demanda interna (privada, +5,4%; pública, +11,9%), la inversión (+5,5%) y a las exportaciones (+13,2%). A pesar del contexto mundial en desaceleración, la economía de Filipinas conseguirá mantener un nivel de crecimiento del entorno de 6% en 2019, por debajo del objetivo del gobierno del 6,5% (véase la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

- El crecimiento de la economía filipina es fuerte y basado en el impulso de la demanda doméstica, pero inferior al objetivo del gobierno.
- Se espera un sesgo más restrictivo de la política monetaria con efectos sobre el tipo de cambio.

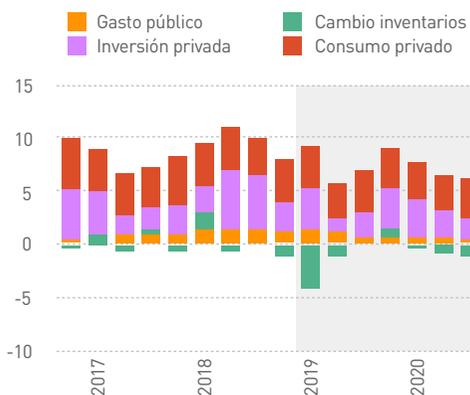
El déficit comercial mejoró ligeramente en el último trimestre de 2018, gracias al abaratamiento de las importaciones del petróleo, pero lleva una tendencia de fondo de empeoramiento, con las importaciones aumentando más que las exportaciones, como resultado de un mercado interno fuerte y una demanda exterior debilitándose. Asimismo, la confianza de los consumidores está cayendo visiblemente desde junio de 2017, entrando en territorio negativo en el segundo semestre de 2018. La confianza de los empresarios, por su parte, lleva 5 años deteriorándose suavemente, pero este deterioro se aceleró a partir del primer trimestre de 2018.

Gráfica 1.2.14-a
Filipinas: descomposición
y previsiones del PIB



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

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



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

Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	6,1	6,0	6,9	6,7	6,2	6,0	5,6
Contribución de la demanda doméstica	4,8	9,1	11,9	7,5	9,2	6,4	6,2
Contribución de la demanda externa	1,3	-3,0	-5,0	-0,8	-3,0	-0,4	-0,7
Contribución del consumo privado	3,9	4,4	4,9	4,1	3,8	3,8	3,6
Contribución de la inversión privada	1,1	3,6	6,2	2,7	4,0	2,7	2,5
Contribución del gasto público	0,3	0,8	0,9	0,7	1,4	1,0	0,5
Demanda doméstica (% a/a, media)	5,0	9,0	11,5	6,9	8,5	5,7	5,6
Consumo total (% a/a, media)	5,2	6,5	7,4	6,0	6,5	6,1	5,2
Inversión privada (% a/a, media)	7,2	16,6	26,6	9,5	14,3	8,7	7,9
Exportaciones (a/a en %)	12,6	8,7	11,7	19,6	11,4	9,4	7,3
Importaciones (a/a en %)	10,1	14,6	20,5	18,2	14,5	8,5	7,2
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	5,9	3,1	3,9
Balance fiscal (% PIB)	-0,6	-0,9	-2,4	-2,2	-3,0	-3,0	-3,0
Balance comercial (% PIB)	-6,1	-8,0	-11,7	-12,9	-15,4	-15,5	-14,9
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,8	2,5	-0,4	-0,7	-2,8	-3,0	-2,6
Tipo de interés oficial (final período)	4,00	4,00	3,00	3,00	4,75	4,75	5,00
Tipo de corto plazo (final período)	3,09	3,03	2,50	3,22	5,03	5,38	5,46
Tipo de largo plazo (final período)	4,37	4,10	4,63	5,70	7,05	6,31	6,69
Tipo de cambio vs USD (fin período)	44,60	47,20	49,80	49,90	52,72	51,60	50,90
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	54,20	51,30	52,50	59,90	60,37	59,70	60,70
Crédito privado (% a/a, media)	18,0	13,2	15,3	18,0	16,2	10,2	9,9
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,8	2,6	8,7	9,2	10,2	10,3	9,9
Tasa de ahorro (% , media)	9,3	7,7	7,8	8,1	7,6	7,9	8,1

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2018.

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

La inflación se ha moderado sustancialmente (3,8% en febrero de 2019 contra 6,7% de septiembre de 2018), gracias a la menor presión del precio de los alimentos y combustibles. Pese a esto, se prevé que la inflación se estabilice aún por encima del rango objetivo del banco central (2-4%) a lo largo del 2019. Por este motivo, y a pesar de que la autoridad monetaria filipina ha sido una de las que ha mantenido una postura monetaria más restrictiva entre los mercados emergentes (subió tipos 175 puntos básicos), no tiene incentivos a relajarla en la actualidad. De hecho, mantiene los tipos de interés en pausa desde febrero (4,75%), en espera a la evolución de la inflación y el tipo de cambio. A pesar de unos datos de inflación más contenidos, de cara a 2019 se estima que el banco central

filipino suba tipos de interés en otros 25 puntos básicos en el segundo trimestre del año, mientras que las siguientes decisiones estarán supeditadas al comportamiento de la inflación y del impulso crediticio.

Cabe señalar que las subidas de tipos de interés del 2018 se han trasladado a los tipos de interés aplicados por los bancos comerciales, conduciendo a una desaceleración del crecimiento del crédito desde niveles superiores al 20% en 2017 a niveles más cercanos al 10% en la actualidad.

2. Panorama sectorial

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

2.1.1 Mercados globales

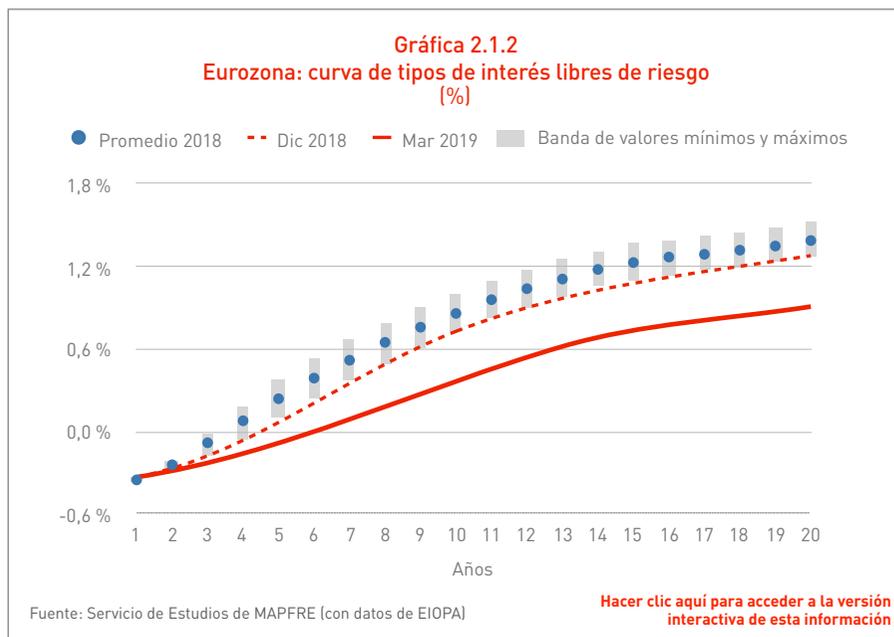
El contexto económico anticipa un crecimiento mundial para 2019 en el entorno del 3,3% (3,6% en 2018), lo que supone una notable desaceleración de la demanda global, lejos ya del crecimiento robusto y sincronizado de 2017 (3,8%). Esta ralentización se trasladará al crecimiento de las primas de seguros mundiales, especialmente en los segmentos de No Vida y Vida riesgo, dada la fuerte vinculación que mantienen con el comportamiento del ciclo económico.

Asimismo, el freno en el proceso de normalización monetaria y el retorno hacia políticas monetarias más acomodaticias puede ralentizar el desarrollo del negocio asegurador de Vida ahorro y rentas vitalicias. La situación, sin embargo, podría mejorar hacia finales de año si surten efecto las medidas de política monetaria y fiscal que están adoptando algunas de las grandes economías mundiales para hacer frente a la ralentización de la actividad y se despejan algunas de las incertidumbres que afectan a los mercados y al comercio mundial.

2.1.2 Eurozona

Las previsiones de crecimiento del PIB real de la Eurozona para 2019 se sitúan en el entorno del 1,2%, lo que supone una desaceleración respecto del crecimiento de 2018 (1,8%), en línea con la tendencia a la desaceleración iniciada desde 2017 (2,5%). La debilidad en el crecimiento mostrada en el segundo semestre de 2018, especialmente en Alemania e Italia, junto con la persistencia de incertidumbre que afectan a la Zona Euro (como las tensiones comerciales o un Brexit sin acuerdo), ha motivado una revisión a la baja generalizada en las previsiones de crecimiento. Sin embargo, los indicadores más recientes anticipan una leve recuperación que podría materializarse en la segunda mitad de 2019. España sigue liderando el crecimiento de la región, aunque su economía también se está desacelerando. Este entorno de debilidad en el ritmo de actividad económica podría traducirse en una ralentización del negocio asegurador, especialmente por lo que se refiere a las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo.

Por otro lado, una inflación subyacente débil y la rebaja en las previsiones de crecimiento económico han llevado al BCE a un discurso más acomodaticio en sus declaraciones de política monetaria, anunciando un nuevo programa de liquidez a dos años para la banca (TLTRO III). En diciembre de 2018, finalizaron las compras netas de activos, sin que se haya anunciado ningún cambio en este sentido, y continuará la reinversión



del principal de los valores que vayan venciendo 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) y no se espera la primera subida de tipos sino hasta 2020. En este sentido, el BCE se está planteando iniciar una normalización de los tipos de depósito, en terreno negativo, si bien todavía está en fase de valoración del efecto que esto pueda tener sobre la economía y la rentabilidad del sector financiero de la Eurozona. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo preparadas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) se aprecia una nueva caída de tipos de interés a lo largo de la curva, situándose por debajo de los niveles mínimos de 2018. La curva sigue presentando una inclinación positiva, con mayores tipos a mayores vencimientos, que podría ser un estímulo para el desarrollo de productos de Vida ahorro y de

rentas vitalicias, pero los bajos niveles de los tipos sigue lastrando su comercialización. El tramo corto de la curva, por su parte, continúa presentado valores negativos (véase la Gráfica 2.1.2). De esta forma, 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 muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2018, así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de diciembre de 2018 y 31 de marzo de 2019. Cabe destacar que pueden visualizarse otros meses y divisas en el gráfico interactivo al que se accede a través del hipervínculo en la parte inferior de la señalada Gráfica.

2.1.3 Alemania

En Alemania se prevé que el crecimiento real del PIB se sitúe en torno al 0,7% en 2019 para recuperarse en 2020 hasta el 1,6%. Los principales motivos de la revisión a la baja de las previsiones para 2019 provienen del sector exterior, por las tensiones comerciales a nivel internacional y la desaceleración de los mercados a los que Alemania dirige sus exportaciones, principalmente de la economía China y los países de la Eurozona. Este entorno de desaceleración económica puede afectar de forma negativa al crecimiento de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador. No obstante, el mercado laboral alemán sigue fuerte con una tasa de paro que se ubicó en el 3,2% y un crecimiento interanual de los salarios en torno al 2,1% en el último trimestre de 2018. De momento, la ralentización de la actividad está afectando al sector industrial y manufacturero, pero no al consumo interno, por lo que el impacto sobre el crecimiento de la demanda de aseguramiento podría ser menos acusado.

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.

2.1.4 Italia

El crecimiento estimado de la economía italiana para 2019 se situaría en torno al -0,1% (0,8% en 2018), lo que implica una recesión en la que ya se encuentra técnicamente. El alto nivel de deuda pública es su principal vulnerabilidad y el entorno político dificulta las necesarias reformas que hagan su economía más dinámica y competitiva. Este entorno de bajo crecimiento económico, e incluso recesivo, es desfavorable para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, la decisión de gestionar las cuentas públicas de forma más prudente y acorde a las exigencias de sostenibilidad de la deuda y de los pactos de adhesión al euro, ha relajado la prima de riesgo de la deuda soberana italiana, cuyo bono a 10 años ha experimentado caídas significativas en rentabilidad en los últimos meses, situándose en el entorno del 2,5% frente a las rentabilidades puntuales cercanas al 3,7% que alcanzó en 2018. Aun así, se encuentra significativamente por encima de la rentabilidad del bono soberano de las grandes economías de la Eurozona. Esta situación puede ser un estímulo para los productos con garantías a medio y largo plazo, sin perjuicio de las vulnerabilidades que puedan acumularse en los balances de las entidades aseguradoras que aprovechen el alto nivel de la prima de riesgo de la deuda soberana italiana.

2.1.5 España

Continúa la tendencia hacia una desaceleración suave de la economía española, previéndose que el crecimiento real del PIB en 2019 se sitúe en torno al 2,3% (2,6% en 2018), apoyado en la demanda doméstica y,

especialmente, en el consumo. A pesar de la desaceleración prevista, la economía española continúa siendo uno de los motores del crecimiento de la Zona Euro y las expectativas siguen siendo favorables para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador, si bien con una tendencia a desacelerarse en la medida en que lo haga la actividad económica general. El crecimiento de la demanda doméstica previsto en 2019 se apoya en el buen comportamiento del mercado laboral, pero también en el recurso al crédito y en la caída significativa de la tasa de ahorro (la más baja de la última década), lo que le hace más vulnerable. De esta forma, la previsión es que la economía española y el negocio asegurador sigan desacelerándose en 2020.

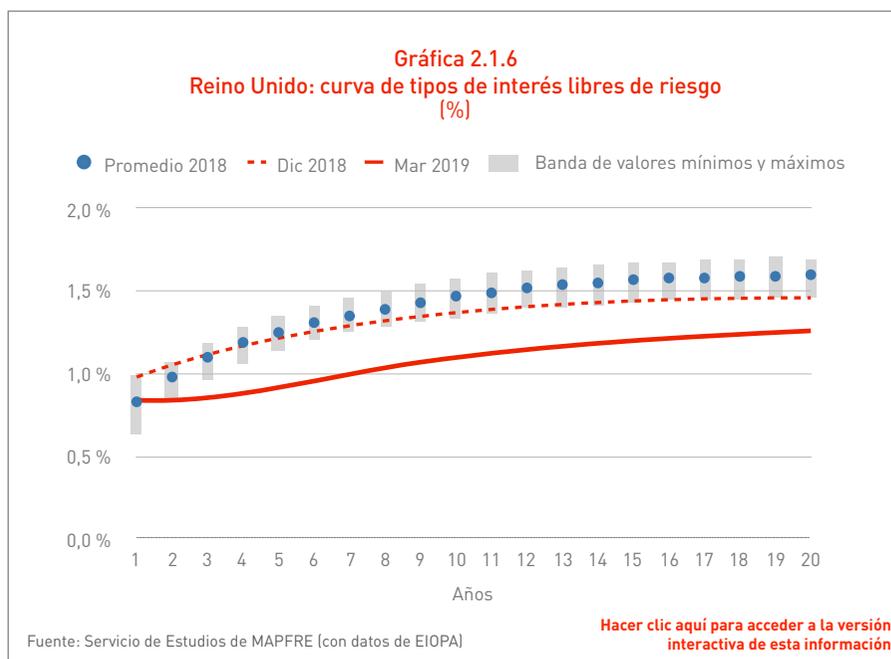
En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, como en la Eurozona en su conjunto, persiste el panorama de bajos tipos de interés que viene lastrando este negocio y que se va a prolongar conforme a los últimos mensajes de política monetaria del BCE. Por otro lado, parece que los mercados de valores se han recuperado de las caídas y aumento de la volatilidad sufridas a finales de año, que perjudican la comercialización de productos en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. En cualquier caso subsiste cierta cautela, lo cual puede dificultar la comercialización de este tipo de productos, que no terminan de arraigar en el mercado asegurador español.

2.1.6 Reino Unido

El crecimiento económico real previsto para 2019 en el Reino Unido podría situarse en el entorno del 1,2% (1,4% en 2018), lejos de los crecimientos experimentados en los años anteriores al referéndum sobre la salida de la Unión Europea que, de momento, se ha aplazado hasta el 31 de octubre de este año. Se prevé que la ralentización del ritmo de actividad y el aplazamiento de las decisiones de consumo e inversión privada, continúen lastrando el crecimiento por la incertidumbre generada en torno al Brexit. Sin embargo, la tasa de desempleo se mantiene en niveles bajos, en el entorno del 4%, y siguen observándose crecimientos en los salarios

reales. Este entorno influirá en el desarrollo del negocio asegurador, el cual puede resistir la ralentización de la economía, aunque la incertidumbre sobre sus crecimientos es elevada.

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, el cual continuará lastrando esta línea de negocio. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA se aprecia una caída generalizada en el nivel de los tipos en todos los tramos de la curva respecto del trimestre anterior, situándose incluso por debajo de los niveles mínimos de 2018, excepto en los tipos a más corto plazo (véase la Gráfica 2.1.6). Aunque la curva presenta una ligera pendiente positiva, la prima por plazo continúa siendo reducida con unos niveles que se sitúan en mínimos, por lo que el

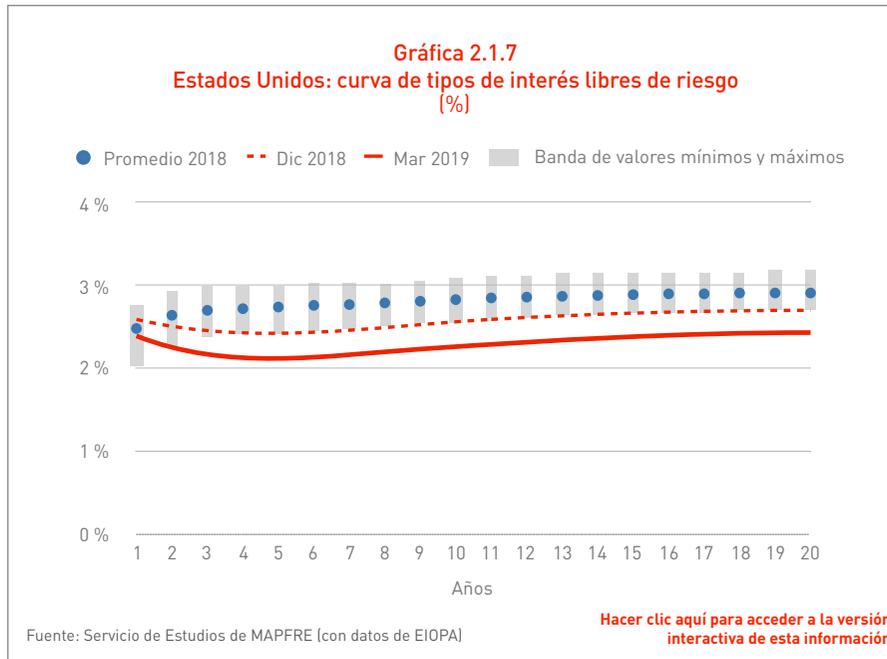


entorno sigue siendo desfavorable para el desarrollo de este tipo de productos. Por otro lado, la recuperación de los mercados de valores, tras la caída sufrida a finales de 2018, puede favorecer el desarrollo de los productos de seguros en los que el tomador asume el riesgo de la inversión (*unit-linked*) de amplia difusión en este mercado.

2.1.7 Estados Unidos

El crecimiento previsto para Estados Unidos en 2019 apunta hacia una desaceleración de su economía, estimándose en el entorno del 2,3% (frente al 2,9% de 2018). La economía estadounidense experimentó un crecimiento notable en el cuarto trimestre de 2018 (3,8%), apoyado en el buen desempeño del consumo privado y de la inversión, con una tasa de desempleo que continúa en niveles mínimos y un crecimiento de los salarios reales en el entorno del 3,3% que sigue respaldando la renta disponible y el consumo privado. El entorno, por tanto, sigue siendo favorable para los negocios de No Vida y Vida riesgo de la industria aseguradora. Sin embargo, algunos indicadores confirman el cambio de ciclo y apuntan hacia una desaceleración gradual del nivel de actividad a lo largo de este año, lo que podría trasladarse al crecimiento de estas líneas de negocio también de forma gradual.

En cuanto a los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, el efecto favorable del crecimiento económico podría verse compensado de forma negativa por el comportamiento de los tipos de interés. La Reserva Federal ha frenado el proceso de normalización monetaria descartándose nuevas subidas de tipos de interés en 2019. En este sentido, en las últimas curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA se aprecia una caída significativa en todos los tramos de la curva respecto del nivel que presentaban al cierre del trimestre anterior, quedando incluso por debajo de los mínimos de 2018, con la única excepción de los tipos con vencimientos a plazo más cortos (en torno a un año). La curva presenta incluso una pendiente negativa en su primer tramo hasta los cinco años (véase la Gráfica 2.1.7). Estas caídas pueden frenar la demanda de



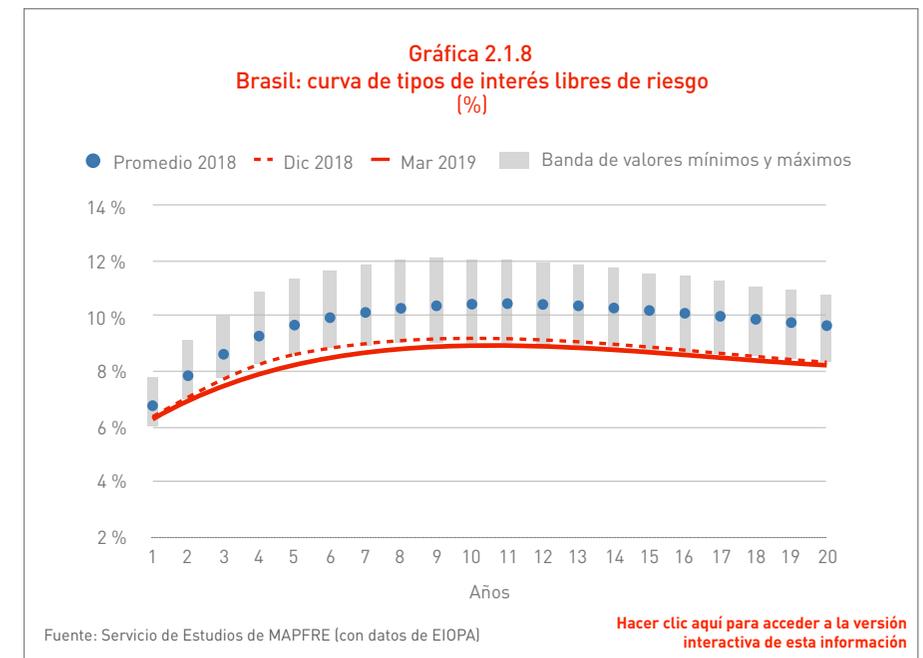
productos de ahorro, especialmente de aquellos que ofrecen garantías de tipos de interés a medio y largo plazo. En este entorno, la principal oportunidad de negocio estaría en la comercialización de productos de Vida ahorro temporales renovables en plazos cortos, que permitan una revisión del tipo garantizado en cada renovación, para aquellas entidades aseguradoras que tengan la agilidad suficiente para adaptar su oferta de productos a este entorno.

Por otro lado, los mercados de valores parece que se han recuperado de las caídas sufridas a finales de 2018, lo cual es buena noticia para el desarrollo de los productos de seguros en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, aunque los altos niveles que ya presentan y el

episodio vivido en el último trimestre del año anterior hace que pueda existir cierta cautela a la hora de invertir en este tipo de productos.

2.1.8 Brasil

En Brasil se prevé que el crecimiento real del PIB en 2019 se sitúe en torno al 1,7% (1,1% en 2018). Estas previsiones se atribuyen principalmente a mejoras en el comportamiento del consumo privado y de la inversión. Sin embargo, las expectativas de ralentización global, la persistencia del fuerte desequilibrio en las cuentas públicas y las dificultades que enfrenta el nuevo gobierno que trata de acometer las reformas estructurales necesarias para equilibrarlas, especialmente en el sistema de pensiones, está llevando a rebajas significativas en las expectativas de crecimiento.



De momento, a pesar de estas revisiones a la baja, las perspectivas siguen siendo positivas, por lo que el entorno continúa siendo favorable para el negocio de No Vida y de Vida riesgo de la industria aseguradora. La inflación, por su parte, parece que se está controlando y se prevé cierta estabilidad de los tipos de cambio, lo cual son también buenas noticias para el desempeño de estas líneas de negocio.

Por otro lado, no se prevé que el banco central siga reduciendo el tipo de interés de referencia de política monetaria. En las curvas de tipos de EIOPA se observa que los tipos de interés libres de riesgo se han estabilizado en el último trimestre frente a la caída significativa experimentada en 2018 (véase la Gráfica 2.1.8). La curva mantiene una pendiente positiva en los tamos de corto y medio plazo, y negativa en plazos más largos, lo cual puede favorecer el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, a pesar de que los tipos de interés en todos los vencimientos se encuentren en niveles relativamente bajos comparados con los alcanzados en años anteriores, lo cual podría llegar a dificultar la comercialización de nuevos productos para estos segmentos de negocio.

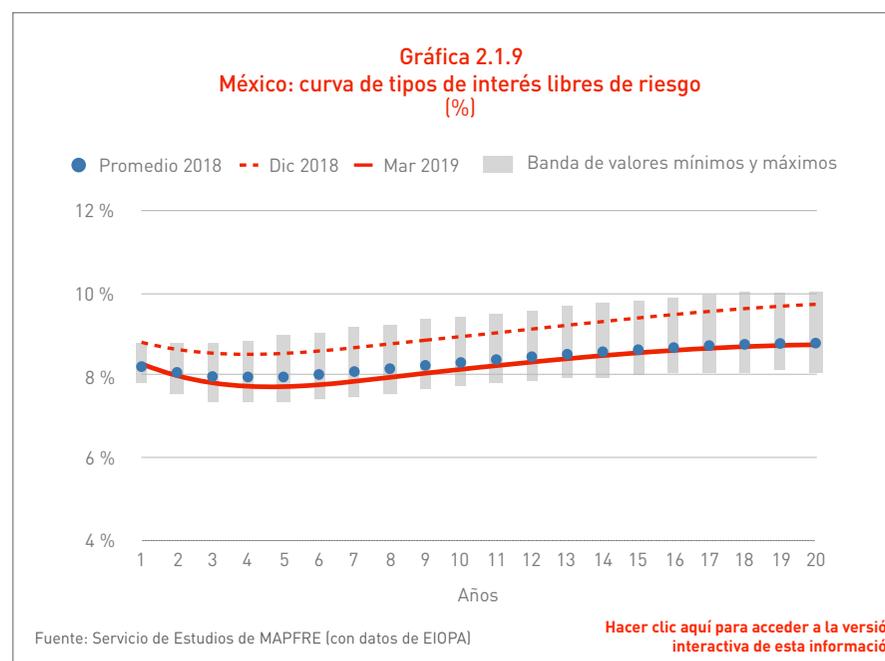
2.1.9 México

Se prevé un crecimiento real para la economía mexicana en 2019 en el entorno del 1,5% (2% en 2018). El ritmo de crecimiento del nivel de actividad se ha ralentizado más de lo previsto y la economía mexicana continúa presentando un crecimiento por debajo de su potencial. El endurecimiento de la política monetaria con el fin de controlar la inflación y la depreciación de la moneda parece que están surtiendo efecto, pero lleva consigo una ralentización en el crecimiento.

Esta ralentización, unida al lento arranque del gasto público por parte de la nueva administración federal, podría terminar trasladándose al crecimiento del mercado asegurador en 2019, aunque el entorno positivo

de la actividad económica basado principalmente en el consumo y la fortaleza del mercado laboral continúa siendo un entorno favorable para el desarrollo de los segmentos de negocio de No Vida y Vida riesgo. El control tanto de la inflación como de la depreciación de la moneda son factores positivos para el desempeño de la rentabilidad de las líneas de negocio de No Vida, la cual se veía afectada de forma negativa por el repunte de esas variables en meses anteriores al incrementarse los gastos derivados de los siniestros y el coste de las coberturas a través del reaseguro cuyos contratos suelen negociarse en dólares.

En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA puede observarse una caída en todos los tramos de la curva a finales de marzo de 2019 respecto del nivel que presentaba en diciembre del año pasado,



situándose en niveles cercanos a los valores medios de 2018 (véase la Gráfica 2.1.9). La curva presenta una ligera pendiente negativa en vencimientos inferiores a cinco años, como resultado de la política monetaria restrictiva implementada por el Banco de México. Así, por el momento el entorno continúa siendo favorable para la comercialización de productos de Vida ahorro y rentas vitalicias que aprovechen el nivel de los tipos de interés a largo plazo, así como de productos de Vida ahorro temporales renovables en plazos inferiores a un año que permitan una revisión del tipo garantizado en cada renovación.

2.1.10 Argentina

La previsión de crecimiento para la economía argentina en 2019 es de una caída del PIB en términos reales del -1,4% (-2,5% en 2018). Sin embargo, la previsión para el año 2020 es de una recuperación económica con un crecimiento real en torno al 3,2%. La confluencia de una serie de factores coyunturales adversos en 2018 (endurecimiento de la política monetaria de los Estados Unidos y fuertes sequías), junto con vulnerabilidades estructurales que afectan a su cuenta corriente (elevado endeudamiento exterior a corto plazo en dólares, reducido nivel de reservas en esta moneda y alta inflación) provocaron una fuerte caída en la cotización del peso argentino que forzó la solicitud de apoyo financiero al FMI. 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.

No obstante, Argentina debe seguir aplicando las medidas de ajuste 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 está llevando a cabo hacen prever que el entorno recesivo continuará durante este año y será superado en el año 2020. Este entorno recesivo afectará negativamente al desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo de la industria aseguradora. Las dificultades para controlar la inflación, que continúa alta (47,4% de

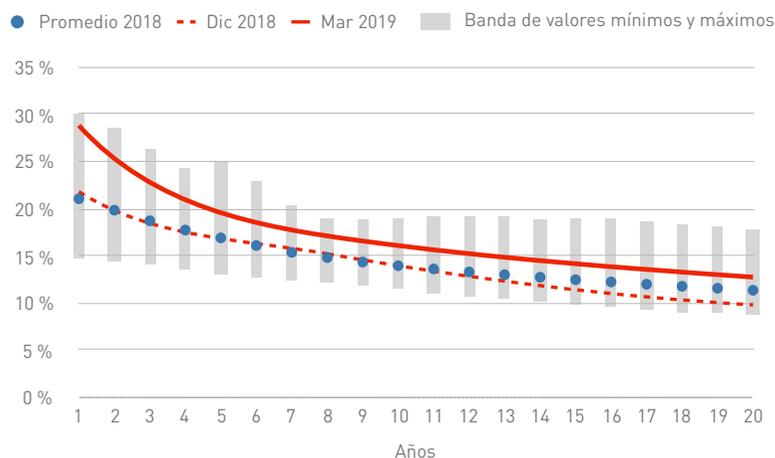
media en el último trimestre de 2018), impactarán de forma negativa en el coste de los siniestros de las entidades aseguradoras que no pueden beneficiarse plenamente de los altos tipos de interés de política monetaria para apuntalar la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio por los límites regulatorios impuestos a las entidades aseguradoras en las inversiones en instrumentos de deuda pública a corto plazo. 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 los referidos límites regulatorios dificultan el desarrollo de este tipo de productos.

2.1.11 Turquía

En Turquía se prevé una caída del PIB del -1,9% en 2019 en términos reales. El crecimiento en 2018 se situó en el entorno del 2,9% (7,4% en 2017), por debajo de lo inicialmente previsto, debido a la recesión en la que ha entrado la economía de ese país en el segundo semestre de 2018. El entorno recesivo y la persistencia de las vulnerabilidades derivadas de los excesos de estímulos que condujeron a una demanda excesiva y a un desequilibrio en su balanza de pagos hace que la tensión sobre la lira haya vuelto a repuntar, a pesar del endurecimiento de la política monetaria y de la presentación por parte del gobierno de un plan económico a tres años para intentar controlar la situación. Los principales indicadores de producción y de confianza se han deteriorado y el mercado laboral se ha resentido, con un notable incremento en la tasa de desempleo en el último trimestre de 2018.

Este entorno impacta negativamente en el 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. La tasa de inflación continúa alta pero parece que se está moderando y la moneda ha

Gráfica 2.1.11
Turquía: 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](#)

tenido un mejor comportamiento por las medidas de política monetaria adoptadas, por lo que se modera el impacto negativo que el deterioro de estos indicadores conlleva en el coste de los siniestros de las entidades aseguradoras. Los altos tipos de interés de política monetaria pueden ayudar a compensar estos efectos adversos, apuntalando la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio. Sin embargo, el riesgo de la volatilidad en la cotización de la moneda sigue siendo alto.

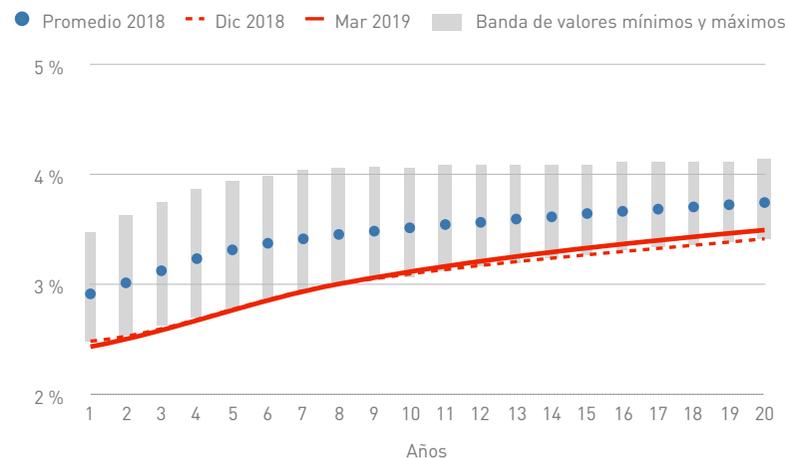
Por su parte, como puede observarse en las curvas de EIOPA, continúa alta la volatilidad en el comportamiento de los tipos de interés libres de riesgo, con una curva que continúa marcadamente invertida (véase la Gráfica 2.1.11). En este sentido, se observa que la curva de final de marzo de 2019 se ha vuelto a elevar en todos los vencimientos y, especialmente,

en los tramos de más corto plazo. Este entorno de alta volatilidad y de inversión de la curva de tipos es perjudicial para el desarrollo de productos con garantías a largo plazo de los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias. No obstante, la subida de los tipos de interés a corto plazo podría abrir una oportunidad de negocio para la comercialización de productos de Vida ahorro temporales renovables en plazos cortos, que permitan una revisión del tipo garantizado en cada renovación.

2.1.12 China

La previsión de crecimiento para la economía china en 2019 se sitúa en el entorno del 6,2% (6,6% en 2018). La inversión y el consumo continúan

Gráfica 2.1.12
China: 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](#)

siendo los principales motores del crecimiento, pero la escalada de las tensiones comerciales con los Estados Unidos, la ralentización en el crecimiento del crédito y la desaceleración prevista en la actividad global, apuntan hacia una caída en el ritmo de crecimiento real de su economía que se acentuaría en 2020. Sin embargo, la ralentización podría ser menos acusada de lo inicialmente previsto en virtud de los estímulos monetarios aplicados en 2018 y por la decisión del gobierno chino de adoptar medidas de expansión del gasto en infraestructuras y de reducción de impuestos para dar un impulso fiscal a su economía.

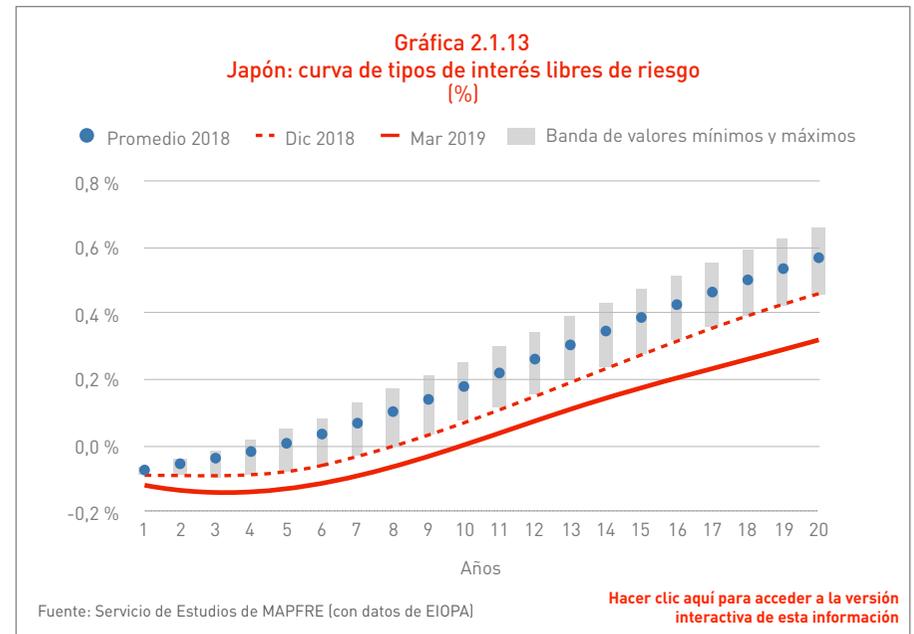
La ralentización económica podría trasladarse al desempeño de la industria aseguradora en China pero, en cualquier caso, las previsiones de crecimiento continúan siendo favorables para las perspectivas del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, con la ayuda de la aún reducida tasa de penetración del seguro en China, que conlleva una mayor elasticidad en el crecimiento de las primas ante crecimientos del PIB. Las perspectivas de inflación moderada (2,5%) y la estabilidad de su moneda favorecen, asimismo, el desarrollo de este negocio. Es de destacar, como se ha reiterado en los anteriores informes, que el gobierno chino tiene entre sus objetivos explícitos para la actividad aseguradora el incrementar la tasa de penetración.

En cuanto a los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias, en las curvas de EIOPA se aprecia que los tipos de interés libres de riesgo parecen haberse estabilizado tras la caída significativa que experimentaron en 2018, por la aplicación de estímulos monetarios para evitar una excesiva ralentización de la economía (véase la Gráfica 2.1.12). La curva mantiene una pendiente positiva, si bien los tipos de interés en todos los vencimientos se encuentran en niveles bajos, comparados con los alcanzados en promedio durante 2018, lo cual puede dificultar la comercialización de nuevos productos para estos segmentos de negocio.

2.1.13 Japón

Se prevé que la economía de Japón presente un crecimiento en el entorno del 0,6% en 2019 (0,8% en 2018). En el último trimestre de 2018, la economía se recuperó de la fuerte contracción del trimestre anterior, motivada por los desastres naturales sufridos y el entorno más débil de comercio exterior. Sin embargo, el desempeño económico continúa débil y la previsión es que siga debilitándose en los dos próximos años, lo que hace prever un comportamiento también débil en términos de crecimiento del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo.

En las curvas de EIOPA se aprecia la profundización de la caída de los tipos de interés libres de riesgo a lo largo de la curva en el mes de marzo respecto de los niveles del mes de diciembre de 2018, que ya se situaba en



niveles mínimos del año. La curva presenta valores negativos para vencimientos hasta diez años y la prima por plazo a partir de esos vencimientos continúa deprimida, lo cual hace muy difícil la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias (véase la Gráfica 2.1.13).

Este entorno de bajos tipos de interés continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio. Por otro lado, los mercados de valores parece que se han recuperado de las caídas sufridas a finales de 2018, lo puede estimular el desarrollo de los productos de seguros en los que el tomador asume el riesgo de la inversión.

2.1.14 Filipinas

En el caso de la economía filipina, la previsión de crecimiento para 2019 se sitúa en el entorno del 6% (6,2% en 2018); esta ligera ralentización del ritmo de actividad sería algo mayor en 2020 (5,6%). En cualquier caso, se trata de una dinámica económica robusta, a pesar del contexto global de desaceleración y revisión a la baja del crecimiento.

En el caso de la economía de Filipinas, el motor del crecimiento proviene del mercado interno con incrementos importantes en la inversión y en el consumo privado. El déficit comercial ha mejorado en los últimos meses, pero muestra una tendencia a deteriorarse. 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 Filipinas. La moderación de la inflación, por su parte, hace que la previsión para 2019 se sitúe en torno al 3,1%, lo que contrasta con las altas tasas de inflación registradas en 2018 (5,9%), lo cual es un factor positivo para el desarrollo de estas líneas de negocio al moderarse el aumento del coste de los siniestros a cargo de las entidades aseguradoras.

Por otro lado, con el fin de controlar la inflación el banco central ha venido elevando el tipo de interés de referencia de política monetaria, que se encontraba en el 3% en el mes de mayo de 2018, hasta el 4,75%, y la rentabilidad del bono soberano a diez años, que se situaba en el 7% en diciembre de 2018, se estima quedará en torno al 6,3% a finales de 2019. Este entorno de tipos con una prima por plazo positiva, junto con la previsión de crecimiento económico, será favorable para el desarrollo de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias.

2.2 Tendencias regulatorias

2.2.1 Tendencias globales

IAIS

El 4 de abril de 2019, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS) hizo públicos los comentarios recibidos sobre la nueva versión del futuro Estándar Global de Capital "ICS Version 2.0". El 30 de abril, la IAIS lanzará un nuevo análisis de campo para valorar las distintas opciones y cuestiones que continúan abiertas, entre las que destacan las valoraciones de activos y pasivos⁷, la consideración de los beneficios de diversificación en la agregación de las cargas de capital⁸, y el tratamiento del efecto impositivo⁹, entre otras.

El plazo para la remisión de la información por parte de los grupos que participen en este ejercicio termina el 31 de julio de 2019. Cabe señalar que la adopción del "ICS Version 2.0"¹⁰ está programada para el mes de noviembre de 2019.

2.2.2 Unión Europea

Solvencia II

Reforma de 2019 del Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de Solvencia II

El 8 de marzo de 2019, la Comisión Europea adoptó la modificación del Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de Solvencia II que afectan a algunos elementos del cálculo del capital de solvencia obligatorio bajo la fórmula estándar¹¹. El Parlamento Europeo y el Consejo disponen de un plazo de tres meses para formular objeciones. De no hacerlo, esta reforma entrará en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Los principales cambios que contempla afectan a 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 compañías aseguradoras, que se reducen, bajo ciertos requisitos de elegibilidad. Además, se establece un régimen particular para determinadas inversiones de disponibilidad limitada a largo plazo en acciones, que se beneficiarán de las reducidas cargas de capital que se aplican a las participaciones estratégicas, siempre que cumplan ciertos requisitos en cuanto a la gestión de riesgos del activo-pasivo y de las propias inversiones.

Como medidas de proporcionalidad, se introducen exclusiones a la aplicación obligatoria del enfoque de transparencia a los fondos de inversión y excepciones en el uso de calificaciones de crédito externas. En esta misma línea, se simplifica el sub-módulo de riesgos de catástrofes provocadas por el hombre.

Por otro lado, se eliminan algunas inconsistencias con la normativa bancaria 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).

Por último, cabe destacar que 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, y se introducen una serie de principios adicionales que afectan al proceso de supervisión 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.

Reforma de 2020 de la Directiva de Solvencia II

El 11 de febrero de 2019, la Comisión Europea envió un requerimiento formal a EIOPA solicitándole un consejo técnico para la preparación de la revisión de la Directiva de Solvencia II prevista para el año que viene¹². El requerimiento de la Comisión Europea advierte que los principios fundamentales de la Directiva no deben ser cuestionados, con una mención expresa al nivel de confianza subyacente a la calibración del capital de solvencia obligatorio y a la valoración consistente con el mercado. Con esa salvedad, el consejo técnico debería permitir realizar una valoración holística y profunda del marco regulatorio.

La propia Directiva de Solvencia II contempla unas áreas que deben ser revisadas por la Comisión en 2020. En particular, se hace referencia a las medidas de garantías a largo plazo, los métodos, supuestos y parámetros para el cálculo del capital de solvencia obligatorio bajo la fórmula estándar, el capital mínimo obligatorio, la supervisión de grupos y la gestión de capital en el seno de los mismos, entre otros.

Se hace referencia también a otros aspectos del marco de Solvencia II que se considera merecen una nueva valoración, tales como la supervisión de las actividades transfronterizas o la necesidad de reforzar los principios de proporcionalidad, incluyendo la obligación de suministro de información.

Producto paneuropeo de pensiones individuales

El 4 de abril de 2019, el Parlamento Europeo adoptó formalmente el texto del Reglamento sobre un producto paneuropeo de pensiones individuales (Reglamento PEPP)¹³. Sin embargo, todavía queda un largo camino hasta que empiecen a comercializarse productos de este tipo, que se puede demorar en torno a dos años y medio, según cálculos de la propia Comisión Europea¹⁴.

Tras su adopción por el Parlamento, el texto debe ser ahora adoptado por el Consejo, tras lo cual se enviará para su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea. Una vez publicado, está previsto que entre en vigor 20 días después de su publicación, pero su aplicación efectiva queda demorada hasta que la Comisión Europea adopte una serie de actos delegados previstos en el propio Reglamento PEPP. Tras la publicación en el Diario Oficial de estos actos delegados, el Reglamento entrará en vigor a los doce meses siguientes a la publicación de los mismos.

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

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

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

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: 17 abril 2019.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	0,4	1,8	2,1	2,2	1,8	1,9	0,4	1,8	2,1	2,2	1,8	1,9
Eurozona	0,3	0,7	1,4	1,9	1,4	1,7	0,3	0,7	1,4	1,9	1,4	1,5
Alemania	0,3	1,7	1,7	1,7	1,3	1,6	0,3	1,7	1,7	1,7	1,3	1,4
Francia	0,1	0,3	1,2	2,1	1,3	1,5	0,1	0,3	1,2	2,1	1,2	1,4
Italia	0,2	0,1	0,9	1,4	1,0	1,3	0,2	0,1	0,9	1,4	0,9	1,1
España	-0,3	1,0	1,4	1,7	1,9	1,9	-0,3	1,0	1,4	1,7	1,8	1,8
Reino Unido	0,1	1,2	3,0	2,3	2,0	1,4	0,1	1,2	3,0	2,3	1,9	1,2
Japón	0,2	0,3	0,6	0,9	1,7	0,5	0,2	0,3	0,6	0,9	1,7	0,3
Mercados emergentes	4,6	4,2	4,5	5,0	4,7	4,6	4,6	4,2	4,5	5,0	4,6	4,5
América Latina¹	6,2	4,6	5,9	7,1	5,6	4,9	6,2	4,6	5,9	7,1	5,4	4,6
México	2,3	3,2	6,6	4,8	3,8	3,4	2,3	3,2	6,6	4,8	3,7	3,2
Brasil	10,4	7,0	2,8	4,1	3,7	4,0	10,4	7,0	2,8	4,1	3,9	3,9
Argentina	26,0	39,4	23,3	47,4	30,6	20,6	26,0	39,3	23,3	47,4	30,6	20,5
Emergentes europeos²	3,9	4,2	6,8	10,2	8,3	7,5	3,9	4,2	6,8	10,2	8,1	7,2
Turquía	8,2	7,6	12,3	22,4	14,5	10,4	8,2	7,6	12,3	22,4	14,4	10,5
Asia Pacífico³	2,2	2,5	2,8	3,8	3,2	3,2	2,2	2,5	2,8	3,8	3,1	3,1
China	1,5	2,2	1,8	2,2	2,5	2,3	1,5	2,2	1,8	2,2	2,4	2,0
Indonesia	4,8	3,3	3,5	3,2	4,1	3,5	4,8	3,3	3,5	3,2	4,2	3,6
Filipinas	0,3	2,0	3,0	5,9	3,1	3,9	0,3	2,0	3,0	5,9	3,1	3,9
Mundo	2,9	3,0	3,3	3,7	3,6	3,5	2,8	3,0	3,3	3,7	3,4	3,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

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: 17 abril 2019.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	2,27	2,45	2,40	2,69	2,91	3,06	2,27	2,45	2,40	3,15	2,79	2,57
Eurozona	1,20	1,04	0,91	1,09	1,25	1,76	1,20	1,04	0,91	1,19	1,22	1,35

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020
USD-EUR	0,92	0,95	0,83	0,87	0,86	0,84	0,92	0,95	0,83	0,88	0,87	0,84
EUR-USD	1,09	1,05	1,20	1,15	1,16	1,19	1,09	1,05	1,20	1,14	1,16	1,19
GBP-USD	1,48	1,23	1,35	1,28	1,36	1,40	1,48	1,23	1,35	1,35	1,35	1,40
USD-JPY	120,27	116,78	112,69	109,70	110,39	109,70	120,27	116,78	112,69	112,51	110,18	109,32
USD-CNY	6,49	6,94	6,51	6,88	6,58	6,47	6,49	6,94	6,51	6,91	6,57	6,45

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	0,50	0,75	1,50	2,50	2,50	2,50	0,50	0,75	1,50	2,50	2,25	2,00
Eurozona	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,05	0,00	0,00	0,00	-0,02	-0,17
China	2,30	2,50	2,40	2,70	2,90	3,10	2,30	2,50	2,40	3,20	3,27	3,03

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 Fecha de cierre de previsiones: 17 abril 2019.

Índice de gráficas, tablas y recuadros

Gráficas

Gráfica 1.1.1	Global: crecimiento e inflación, 2011-2019	12
Gráfica 1.1.2	Vulnerabilidades y riesgos globales	21
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	23
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	23
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	26
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	26
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	28
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	28
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	30
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	30
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	32
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	32
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	34
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	34
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB	35
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	35
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	37
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	37
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB	39
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	39
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB	41
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	41

Gráfica 1.2.11-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB	43
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	43
Gráfica 1.2.12-a	China: descomposición y previsiones del PIB	45
Gráfica 1.2.12-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	45
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB	46
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	46
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB	48
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	48
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	52
Gráfica 2.1.6	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo	54
Gráfica 2.1.7	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	55
Gráfica 2.1.8	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo	55
Gráfica 2.1.9	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	56
Gráfica 2.1.11	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	58
Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	58
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	59

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	23
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	26
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	28
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	30
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	32
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	34
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	35
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	37
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	39
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	41
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	43

Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	45
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	46
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	48
Tabla A-1	Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto	63
Tabla A-2	Escenarios Base y de Riesgo: inflación	64
Tabla A-3	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	65
Tabla A-4	Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio	65
Tabla A-5	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia	65

Recuadros

Recuadro 1.1.1	Deuda global	13
----------------	------------------------	----

Referencias

1/ Véase: Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Panorama económico y sectorial 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.

2/ La desaceleración económica en la Eurozona es principalmente a nivel industrial, con el índice PMI manufacturero en caída desde diciembre 2017 (47,5 en marzo), mientras que el de construcción sigue en territorio positivo (52,2) y el de servicios ha repuntado en febrero y marzo (53,3 en marzo). Esto da cierta esperanza de que al menos el consumo interno dé cierto soporte que evite una desaceleración mayor a la prevista. El índice Sentix de sentimiento de los inversores para la Zona Euro, se situó en abril en -0,3 contra el -2,0 esperado, aunque es pronto para decir si ha tocado fondo. Por otra parte, el gasto minorista repuntó en febrero hasta 2,8%, lo que es coherente con un mercado laboral fuerte y confirma la buena salud de la demanda interna al compararlo con la actual contracción del sector manufacturero sensible a las exportaciones.

3/ De hecho, el desempeño de largo plazo de las exportaciones muestra que la tendencia es positiva.

4/ Reformas que precisan una reforma constitucional, como la que intentó sin éxito el ex Primer Ministro Matteo Renzi.

5/ La Primera Ministra, Theresa May, aceptó el 11 de abril la oferta de la Unión Europea (UE) de retrasar la salida del Reino Unido hasta el 31 de octubre. Según los términos de la última prórroga, el Reino Unido puede abandonar la UE antes de esa fecha si el Parlamento aprueba el Acuerdo de retirada. Los líderes europeos acordaron revisar el acuerdo a finales de junio. En una conferencia de prensa, tras una larga noche de negociaciones, Donald Tusk, presidente del Consejo Europeo, dijo que ambas partes habían acordado lo que él llamó "una extensión flexible". El partido conservador en el poder mantiene conversaciones con la oposición laborista para encontrar una solución interpartidista al estancamiento del Brexit, pero ambas partes afirman que la otra no está dispuesta a llegar a un acuerdo.

6/ El índice de confianza de los consumidores ha repuntado fuertemente en febrero hasta 52,4.

7/ <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-capital-standard/file/81188/section-91-gaap-with-adjustments-public/05.04.2019>

8/ <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-capital-standard/file/81190/section-720-aggregation-and-diversification-of-ics-risk-charges-public/05.04.2019>

9/ <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-capital-standard/file/81189/section-8-tax-treatment-public/05.04.2019>

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

11/ http://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/solvency2-delegated-regulation-2019-1900_en.pdf

12/ https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190211-request-eiopa-technical-advice-review-solvency-2.pdf

13/ <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P8-TA-2019-0347+0+DOC+PDF+V0//EN>

14/ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-19-1993_en.htm?locale=en

Otros informes del Servicio de Estudios de MAPFRE

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Envejecimiento poblacional*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Panorama económico y sectorial 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *GIP-MAPFRE 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Índice Global de Potencial Asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Sistemas de salud: un análisis global*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *El mercado asegurador latinoamericano en 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *El mercado español de seguros en 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2017), *Sistemas de pensiones*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2017), *Elementos para la expansión del seguro en América Latina*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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