

A high-angle, close-up photograph of an ancient sundial. The sundial is circular and features a wide outer ring with Roman numerals. Inside this ring, there are several concentric rings. The innermost ring shows zodiac signs, including a scorpion, a bull, and a fish. The next ring out has numbers. The central part of the sundial is a circular plate with a hole in the center, and it is surrounded by a ring of numbers. The sundial is set on a stone surface, and the background is a blurred view of the sundial's base and the surrounding area.

Fundación **MAPFRE**

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

Servicio de Estudios de MAPFRE

**Panorama económico
y sectorial 2019:
perspectivas hacia el
cuarto 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 cuarto 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

Octubre, 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

Maximilian Antonio Bruno Horn

Verónica Martínez Vera

Almudena Aramburu González

José Luis Pozo Estudillo

Julia Vélez García

Contenido

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

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global	11
1.1.1 La desaceleración económica	11
1.1.2 Balance de riesgos	21
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	26
1.2.1 Estados Unidos	26
1.2.2 Eurozona	28
1.2.3 España	30
1.2.4 Alemania	32
1.2.5 Italia	34
1.2.6 Reino Unido	36
1.2.7 Japón	38
1.2.8 Turquía	40
1.2.9 México	42
1.2.10 Brasil	42
1.2.11 Argentina	45
1.2.12 China	47
1.2.13 Indonesia	49
1.2.14 Filipinas	51

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización.	55
2.1.1 Mercados globales	55
2.1.2 Eurozona	55
2.1.3 Alemania	56
2.1.4 Italia	56
2.1.5 España	57
2.1.6 Reino Unido	57
2.1.7 Estados Unidos	58
2.1.8 Brasil	59
2.1.9 México	60
2.1.10 Argentina	61
2.1.11 Turquía	61
2.1.12 China	62
2.1.13 Japón	63
2.1.14 Filipinas	63
2.2 Tendencias regulatorias	64

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas	71
--	----

Índice de gráficas, tablas y recuadros	75
---	----

Referencias	79
--------------------------	----

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2019: perspectivas hacia el cuarto trimestre

Nos encontramos en una situación en la que factores como la guerra comercial y otras crisis están pesando actualmente sobre las economías de manera global creando una situación en la que un choque adicional podría inclinar la balanza hacia la recesión, aunque esta situación no está aún en el escenario base de este informe. No obstante, los indicadores de la inminencia de una recesión mundial son mixtos y no puede descartarse. Si se diera el caso, la capacidad de revertir una desaceleración mediante las palancas monetarias y fiscales habituales podría resultar difícil. Se trata de una situación de vulnerabilidad global en la que, pese a no constituir el escenario central, la posibilidad de una recesión es cada vez mayor, los instrumentos para afrontarla son limitados y sus consecuencias sociales y económicas aún inciertas.

Mercados aseguradores

La ralentización del crecimiento económico, junto con la aplicación generalizada de políticas monetarias acomodaticias, terminará trasladándose al crecimiento de las primas de seguros mundiales. Los mensajes de los principales bancos centrales que apuntan a bajadas de tipos de interés adicionales pueden llegar a constituirse en un estímulo para el negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias en el corto plazo (solo en

aquellas economías que tienen todavía niveles de tipos de interés relativamente altos), aunque terminarán por lastrar también este tipo de negocio.

En España, la ralentización empieza a impactar en mayor medida al consumo y puede influir en el recurso al crédito por parte de familias y empresas, habiéndose incrementado de forma significativa su tasa de ahorro, por lo que empeoran las expectativas para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador, muy ligadas al comportamiento del ciclo económico. El negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales seguirá lastrado por el entorno de bajos tipos que afecta a toda la Eurozona.

Otras economías emergentes se enfrentan también a una posible ralentización en el crecimiento de su negocio asegurador. En Argentina, el panorama se complica, al profundizarse el estado recesivo en el que se encuentra la economía. En Turquía, sin embargo, la situación mejora al haber salido técnicamente de la recesión, aunque el crecimiento se espera débil. En Brasil y México, de momento, la debilidad de sus crecimientos económicos se trasladará a sus respectivos mercados aseguradores, pero las perspectivas para el próximo año mejoran.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global

1.1.1 La desaceleración económica

En esta actualización del informe “Panorama económico y sectorial 2019” se ratifica la apreciación de que la economía global enfrenta una situación reflejada en indicadores que muestran correcciones acumuladas desde finales de 2018, y que asemejan a las vividas de manera generalizada hace una década, con la salvedad de que por ahora no se han trasladado plenamente a las expectativas de los consumidores ni al sector servicios, y que aún no se aprecia una señal de contracción a nivel global sino en países muy concretos.

En general, la economía mundial se mantiene estable, pero se desacelera claramente. Para el período 2019-2020, se espera un crecimiento promedio a nivel global cercano, pero inferior, al 3%; parámetro que es ostensiblemente menor al registrado hace dos años, pero lejos todavía de la cifra que comúnmente se asimila a una recesión global (por debajo del 1%).

En el crecimiento global no se espera una gran aportación por parte de los países desarrollados que, sin superar su potencial, crecerán en el entorno del 2% o menos en promedio durante el 2019 y 2020. Los países emergentes, en cambio, tendrán una contribución más significativa, creciendo de manera estable en el entorno del 4,3% a lo largo de ambos

años, gracias a unas condiciones financieras más benignas, cierto margen para la implementación de políticas de estímulo fiscal, y una mejora en los términos de intercambio, en especial de los países productores de materias primas agrícolas que en cierto modo capitalizarán los efectos colaterales de las tensiones comerciales de Estados Unidos con China y con la Unión Europea.

Es importante puntualizar que muchas de las vulnerabilidades de los países emergentes se tamizarán con el giro actual de la política monetaria. Sin embargo, no por ello dejan de persistir vulnerabilidades graves en algunos de estos mercados, con potencial suficiente para producir disrupciones financieras regionales, fundamentalmente a través de la aversión al riesgo y la generación de un *risk off mood* que afecte a la composición de carteras (véase el Recuadro 1.1.1-a).

Un claro indicador de la atonía venidera de la actividad económica a nivel global es la percepción de que, incluso con disrupciones por el lado de la oferta, hay suficiente margen entre oferta y demanda de petróleo como para que ni ahora ni a medio plazo su precio tome una senda alcista. Actualmente, el Brent ha bajado ostensiblemente desde el repunte de mediados de septiembre y se ubica muy por debajo de 70 USD/b, sin que se prevea una corrección hacia valores de largo plazo sino hasta finales de 2022.

Recuadro 1.1.1-a
Análisis de vulnerabilidad emergente:
evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI)

Análisis de la vulnerabilidad emergente

La información que se representa en el mapa de calor y demás gráficos de este recuadro, se refiere al año fiscal 2018 en los países emergentes. En general, lo que se apreció durante ese año fue una situación exacerbada que daba continuidad al diagnóstico que publicábamos el año anterior (con información de 2017).

Durante el 2018, los mercados emergentes contaban cada vez con desequilibrios más profundos y la vulnerabilidad de sus fundamentales se recrudecía y generalizaba a medida que la política monetaria global (dictada por la normalización de la Reserva Federal) abandonaba el tono acomodaticio. En este sentido, el endurecimiento de las condiciones financieras por parte de la Reserva Federal en 2018 se transmitió de forma abrupta a aquellas economías con elevados niveles de apalancamiento y, de manera más notoria, a aquellas con propensión al endeudamiento por vía de la deuda externa y las emisiones denominadas en dólares. El resultado fue un deterioro de la mayor parte de los *scorings* de nuestro **Índice de Riesgo Emergente (ERI)** en los países analizados que, sin embargo, ha tardado en verse en los indicadores de vulnerabilidad y riesgo como el EMBI, lo que revalida la capacidad de nuestra métrica de capturar el riesgo emergente antes que indicadores agregados como el anterior.

Principales conclusiones del análisis

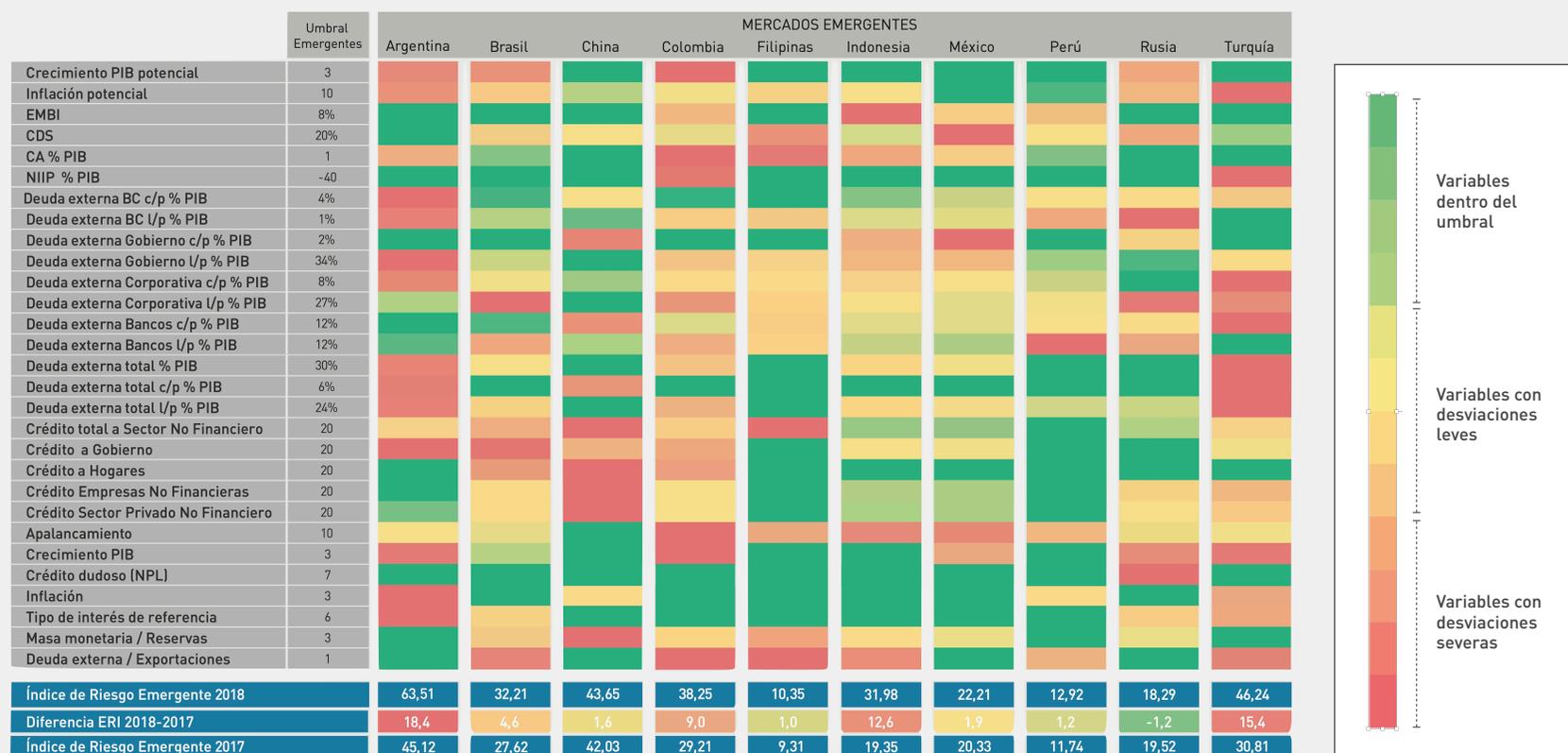
El estudio de las vulnerabilidades de una serie de mercados emergentes a partir de la construcción del ERI ha permitido extraer las siguientes conclusiones generales respecto de economías que, en el marco de este análisis, resultan destacables (véanse las Gráficas A a G de este Recuadro):

- Las economías de Argentina y Turquía presentan un *scoring* de vulnerabilidad alto que, en 2018, amplía su diferencial con respecto a los movimientos que recoge el EMBI. Los desajustes externos de ambas economías terminaron por desembocar en fuertes ajustes de sus divisas en la segunda mitad del año.
- Las economías de Perú y Rusia, por su parte, mantuvieron estables sus niveles de vulnerabilidad. Como se desprende del análisis anterior, el EMBI terminó de cerrar su brecha respecto al *scoring* que, a pesar de las depreciaciones que sufrieron ambas divisas, continúan mostrando una situación saneada.
- Finalmente, el caso de las economías de Indonesia y Colombia. Ambas economías presentaban un posible foco de inestabilidad que, lejos de cerrarse, continúa avanzando. La posición de sus cuentas corrientes continúa deteriorándose, amplificándose en el caso de Colombia por sus elevados niveles de deuda externa. En el caso de Indonesia, y a pesar del endurecimiento de las condiciones financieras, el crédito al sector no financiero continúa elevándose como factor de riesgo.

Los resultados de este estudio continúan mostrando que, en la situación económico-financiera de los países emergentes analizados, pueden distinguirse tres grupos por su nivel de vulnerabilidad: (i) Argentina y Turquía, para los cuales nuestro *scoring* supone una buena alerta temprana, muestran un elevado nivel de vulnerabilidad; (ii) Perú y Rusia, que presentan unos niveles de riesgo bajo, con un *scoring* moviéndose paralelamente con el EMBI; y, (iii) finalmente, Indonesia y Colombia, que reflejan una situación relativamente saneada, pero con ciertos focos de inestabilidad que lejos de disiparse, aumentan.

Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Análisis de vulnerabilidad emergente:
evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI)

Gráfica A.
Mercados seleccionados: perfiles de riesgo y estimación del índice de riesgo emergente (ERI)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (estimaciones a partir de datos de OEF, Haver, FMI, BIS, Bloomberg y Banco Mundial)

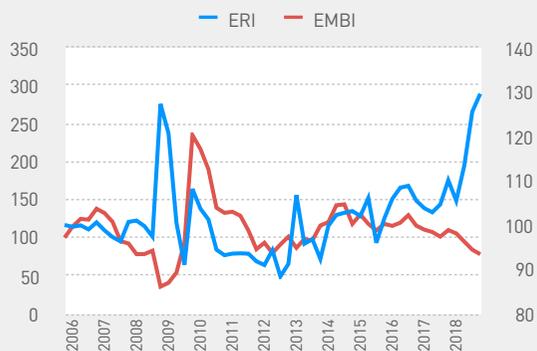
* Datos reestimados para Indonesia y Filipinas tras la publicación de datos definitivos a 2017 y 2018.

** Las variables que construyen este índice se valoran en relación con determinados umbrales de sostenibilidad. Las desviaciones con respecto a dichos umbrales suponen desequilibrios y son ponderadas hasta construir un índice que oscila entre 0 y 100.

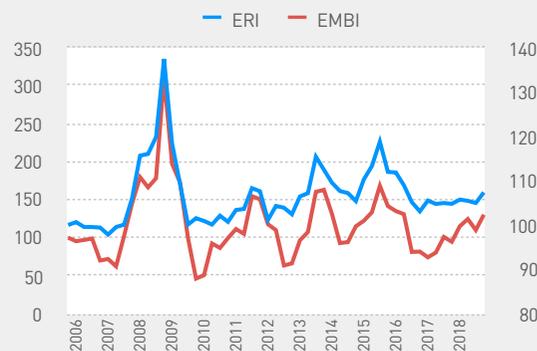
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Análisis de vulnerabilidad emergente:
evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI)

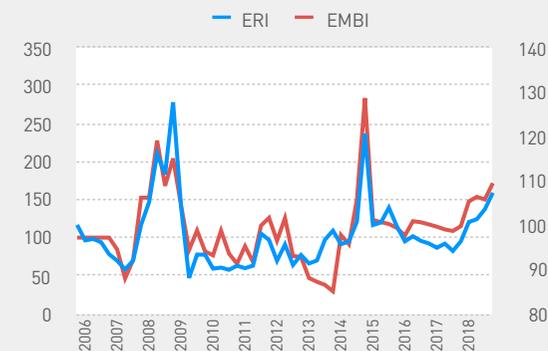
Gráfica B.
Argentina: ERI vs EMBI



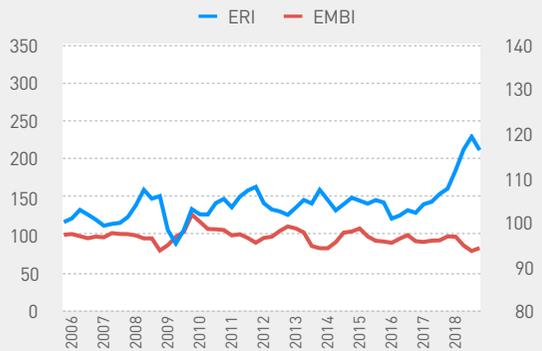
Gráfica C.
Perú: ERI vs EMBI



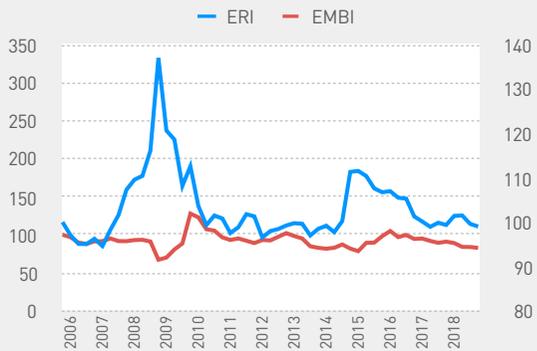
Gráfica D.
Indonesia: ERI vs EMBI



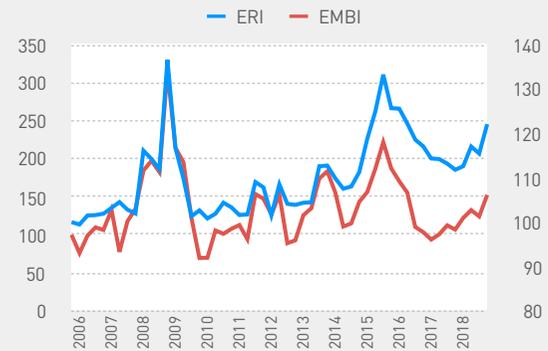
Gráfica E.
Turquía: ERI vs EMBI



Gráfica F.
Rusia: ERI vs EMBI



Gráfica G.
Colombia: ERI vs EMBI



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

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

Un factor de riesgo clave para la economía mundial en el actual contexto es la variedad de disputas comerciales internacionales en curso, entre las que destaca la guerra comercial entre Estados Unidos y China. La guerra comercial, o el cambio abrupto y mal negociado de las relaciones comerciales globales (independientemente de sus protagonistas), constituye una pieza central en el escenario base de este informe, considerando que la intensidad de las interrupciones comerciales será el elemento modulador de la desaceleración en curso que anticipamos se prolongará hasta finales de 2021.

Las tensiones comerciales globales

Aunque la temida fecha para las relaciones comerciales entre Estados Unidos y China del 15 de diciembre ahora parece que no llegará (en virtud de la nueva tregua alcanzada entre ambos gobiernos el 13 de octubre), otros aranceles aún pueden entrar en vigor, como los orientados a las importaciones de autos y otros bienes industriales europeos. Más allá de las tensiones entre Estados Unidos y China, están apareciendo señales de alerta de conflictos comerciales entre Estados Unidos y la Unión Europea (UE), a la par que el surgimiento de un conflicto comercial por motivos políticos entre Japón y Corea del Sur sugiere que el estilo de política comercial y exterior de la administración Trump podría estar extendiéndose. De esta forma, la dislocación del orden comercial anterior constituye ya el escenario base que considera este informe.

Los protagonistas

En los Estados Unidos, el crecimiento del PIB se ha mantenido en torno al 2%, mientras que el bajo nivel de desempleo y el lento aumento de los salarios reales han sostenido el nivel de la demanda de los consumidores. Destaca que los aranceles impuestos por la administración Trump como parte de su guerra comercial con China, aún no se han reflejado en los cambios en el sentimiento de los consumidores. China, por su parte, viene tratando de gestionar las consecuencias económicas locales de la guerra

comercial, aunque está por verse si realmente estas se tamizarán con el acuerdo alcanzado. La tasa oficial de crecimiento del PIB chino del 6,2% parece bastante saludable, pero los análisis externos sugieren que la cifra real es notablemente inferior. A un nivel amplio, las diferencias entre Estados Unidos y China parecen aumentar no solo en lo comercial sino en lo político, y es muy probable que las tensiones persistan incluso ante una hipotética salida del Presidente D. Trump del cargo.

Desaceleración vs recesión

El entorno global ha cambiado con rapidez respecto a nuestro informe previo al verano¹. Las señales de advertencia de una posible recesión abundan: la curva de rendimientos a 10 años de una gran mayoría de economías maduras permanece invertida, los beneficios corporativos en Estados Unidos se deterioran desde hace más de 12 meses, y la incertidumbre parece estar generando los primeros indicios de drenaje de liquidez en los mercados mayoristas como se ha experimentado recientemente. En este contexto, la confianza económica mundial es lo suficientemente débil como para que una o más perturbaciones puedan tener efectos bruscos y interrupciones en los mercados financieros, la demanda de los consumidores o en la inversión.

De esta forma, en el siguiente apartado de esta sección del informe, se explora el balance de riesgos y vulnerabilidades que podrían transformar esta desaceleración en una recesión, como la que se describe en el escenario alternativo de este documento². A nivel temático, sin embargo, se pueden describir las fuentes de los posibles *shocks* de confianza y/o financieros como aquellas que puedan ser originadas por un *shock* de oferta en el mercado de materias primas (notablemente petróleo), o por un *shock* con origen en los mercados financieros con impacto en la liquidez del sistema y/o en la estabilidad de los balances de los agentes económicos. La reducción temporal de financiación en el mercado interbancario, los posibles problemas en los balances de los tenedores de deuda de bajas garantías (*low covenant debt*), la corrección repentina en el mercado de renta

fija y variable, y los problemas de deuda corporativa y soberana son solamente algunos de los factores a tener en cuenta en la multitud de riesgos en ese escenario.

En las actuales circunstancias de la economía global, la recesión puede considerarse como un escenario alternativo (antes no lo era). De presentarse, probablemente aceleraría muchas de las tendencias geopolíticas que han definido los últimos cinco años, incluyendo el creciente nacionalismo y proteccionismo, un sistema internacional cada vez más fracturado y el resurgimiento de las barreras comerciales formales e informales. En ese escenario, las empresas se verán directamente afectadas por los resultados de las políticas y la incertidumbre sobre temas como el aumento de las barreras comerciales, la reducción de los acuerdos de libre comercio y la incapacidad de coordinar las respuestas multilaterales a cuestiones como la migración, el cambio climático y las crisis de seguridad internacional. Un escenario de este tipo podría colocarnos en una realidad en la que los agentes económicos tengan que adaptarse de manera perpetua a reacciones proteccionistas y restricciones arbitrarias en la cadena de suministro o acceso al mercado impuestas por políticas radicales que buscan respuestas inmediatas sin considerar los efectos de largo plazo.

Los límites de la política económica actual

El entorno anteriormente descrito es tanto más preocupante cuanto que las entidades financieras y los reguladores disponen de instrumentos muy limitados para enfrentar los efectos de una brusca y acusada baja de la actividad económica.

Recientemente, se consolidó la renovación del giro ultra acomodaticio de la política monetaria global con las decisiones tomadas tanto por la Reserva Federal de los Estados Unidos como por el Banco Central Europeo (BCE), las cuales han sido secundadas por un elevado número de bancos centrales en el mundo (véase el Recuadro 1.1.1-b). Si bien es cierto que este giro

ayuda a contener los riesgos financieros derivados de la deuda de muchos países, gracias a las buenas condiciones financieras que se derivan de la contención en la apreciación del dólar estadounidense, del Euro y de la caída de los tipos de interés, también comienza a cristalizar el consenso de que la situación actual es un *impasse* de difícil solución.

En primer término, los efectos de la política monetaria son infinitamente más limitados en el contexto actual de valoración de activos, liquidez y *spreads* de riesgo globales, en contraste con el efecto que tuvieron, por ejemplo, en la crisis de Lehman. En segundo lugar, el tipo de interés promedio del G7 es inferior a 1%, lo que le sitúa muy cerca del *Zero Lower Bound*, el cual actúa como asíntota en los tipos a partir de la cual se incentiva al ahorro monetario con motivo precaución antes que al crédito y a la inversión. Y por último, tipos de interés tan bajos (negativos en muchos casos) tienen efectos perversos en el negocio de transformación de plazos de la banca, en el crédito y en la capacidad de remunerar a los inversores del sistema financiero no bancario (aseguradoras, por ejemplo).

Por el lado de la expansión del balance de la Reserva Federal y del BCE, es necesario mencionar que para conseguir el efecto equivalente a la bajada necesaria de tipos de interés que tradicionalmente se ha activado para salir de una recesión (aproximadamente 350 puntos básicos), una autoridad monetaria tiene que hacer compras por valor aproximado de 20% del PIB del país, algo que no cualquier país podría hacer en este momento (la UEM podría estar en condiciones de hacerlo). En este contexto, comienza a generalizarse el consenso de que la única salida de política económica viable, es una expansión fiscal agresiva. Esta estrategia podría beneficiarse de los bajos tipos de interés y de los elevados multiplicadores fiscales que se encuentran actualmente tanto en países desarrollados como emergentes, o bien sustentarse o complementarse con una estrategia de políticas públicas para amplificar la intermediación de ahorro (véase el Recuadro 1.1.1-c). En este sentido, recientemente el Presidente del BCE, Mario Draghi, abogó por la implementación de una política fiscal más activa.

Recuadro 1.1.1-b
Actualización de política monetaria

Una nueva fase de relajación monetaria global

La desaceleración que se está presentando en muchas economías del mundo, y que ocurre junto a una moderación de la inflación, está propiciando que un número importante de bancos centrales reduzca sus tasas de interés de referencia. Con ello, las condiciones financieras resultan más favorables y la presión sobre los tipos de cambio frente al dólar se alivia, pero los desequilibrios corrientes y las vulnerabilidades del sistema financiero continúan en aumento.

La revisión del tono de la política económica global está fundamentalmente dictada por los movimientos que están teniendo lugar en los Estados Unidos y en la Eurozona, pero que están siendo secundados de manera generalizada en el resto de mundo tanto emergente como desarrollado.

Banco Central Europeo

Las sospechas de recesión que acechan a Alemania, así como la ralentización que se cierne sobre el conjunto de la zona euro, han llevado al Presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, a tomar una nueva decisión para retomar o, al menos, sostener el rumbo de la economía europea.

A escasas semanas de que el mandato de Draghi sea sustituido por el de la ex dirigente del Fondo Monetario Internacional (FMI), Christine Lagarde, el BCE anuncia una reducción a -0,5% del tipo de interés de la facilidad de depósito, es decir, aumenta el interés que el organismo cobra a los bancos por depositar liquidez. En cuanto al resto de tipos de interés (el de

financiación y el de la facilidad marginal de crédito), se mantendrán en sus niveles actuales (0,00% y 0,25%, respectivamente).

Asimismo, el BCE espera mantener estos niveles (o incluso inferiores) "hasta que las perspectivas de inflación converjan vigorosamente a un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2%". De ese modo, el comunicado del BCE advierte de que, por un lado, puede volver a reducir los tipos de interés y, por el otro, podría no esperar alcanzar el 2% para volver a subirlos.

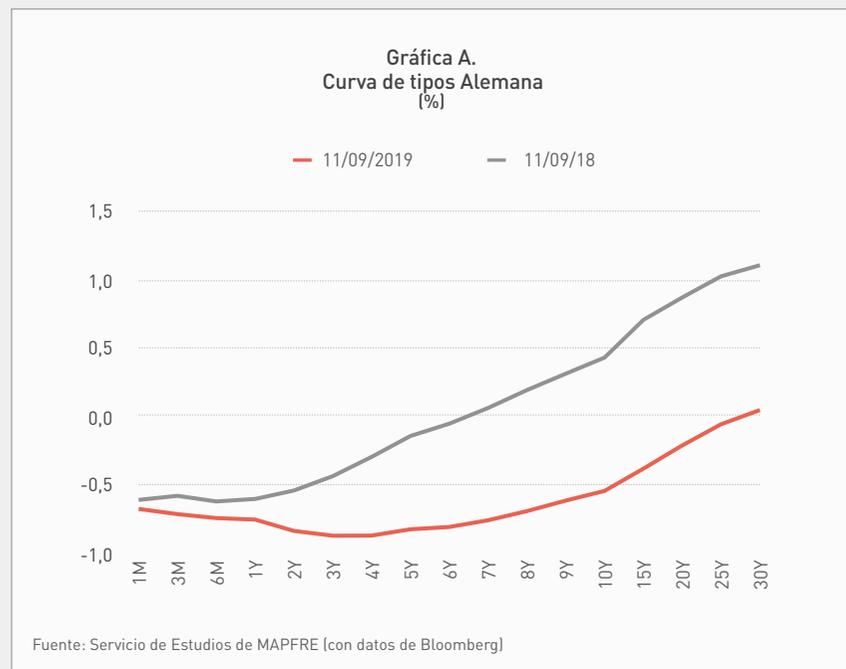
No obstante, para evitar que los bancos acusen tanto el efecto de la medida, el BCE publica que aquellos bancos cuyos préstamos netos admisibles superen un valor de referencia, el tipo aplicado en las operaciones TLTRO III será más bajo, y podrá ser tan bajo como el tipo de interés medio de la facilidad de depósito vigente durante la vida de la operación. Además, el consejo del organismo monetario anuncia nuevas compras a un ritmo de 20.000 millones de euros mensuales, iniciándose con el mandato de C. Lagarde, señalando que se mantendrán durante "el tiempo necesario", si bien finalizarán antes de que se vuelvan a elevar los tipos de interés.

Hacia adelante

La nueva ronda de relajación monetaria ha vuelto a entrar en escena para amortiguar el persistente deterioro macroeconómico y el peso de una serie de incertidumbres globales que, lejos de disiparse, se cristalizan cada vez más. Sin embargo, y dado el escaso margen de maniobra en materia de política monetaria, los próximos movimientos contra-cíclicos deberían apoyarse en la política fiscal de la mano del oportuno perfil de Christine Lagarde.

Recuadro 1.1.1-b (continuación) Actualización de política monetaria

En el corto plazo, esta sincronización del tono expansivo de ambas políticas (fiscal y monetaria), podría volver a estimular la economía y reactivar la inflación. La generación de déficits primarios y la consecuente acumulación de deuda continuarían sostenidos por la tendencia a la baja en los intereses de la deuda y sus perspectivas de perdurar en el tiempo (véase la Gráfica A).



A mayor plazo, el efecto de una expansión fiscal (tanto por la vía del incremento del gasto como de rebajas fiscales) tiende a diluirse con el paso del tiempo, como se viene observando en la economía estadounidense desde finales de 2018. Ante este supuesto, la economía europea volvería a enfrentarse a la disyuntiva de retomar las reformas estructurales pendientes que permitan flexibilizar la economía en un entorno cada vez más complejo, o continuar la “japonización” económica aumentando la intensidad y duración de los estímulos.

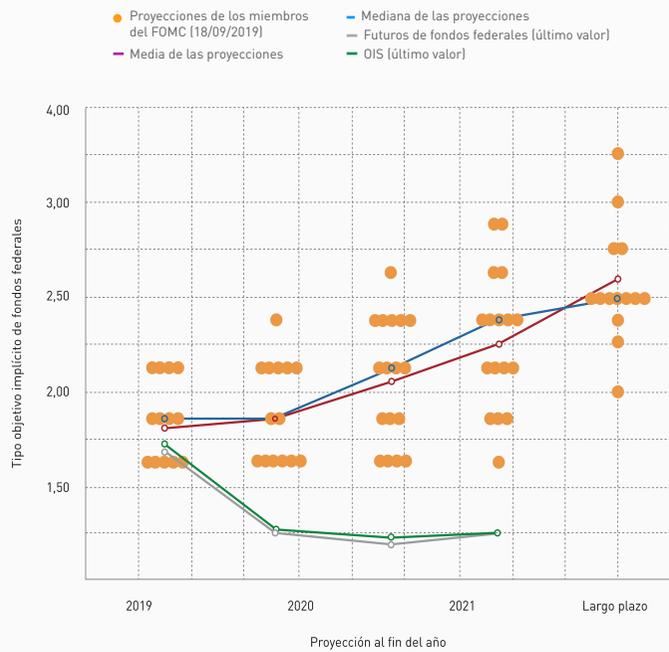
Reserva Federal

La Reserva Federal de los Estados Unidos, en su reunión de septiembre, volvió a recortar los tipos de interés en 25 puntos básicos hasta el rango de 1,75-2,00%. Bajo esta decisión de la autoridad monetaria estadounidense impera el consenso de que los recortes aplicados hasta la fecha constituyen medidas de corte preventivo que buscan favorecer la expansión económica. Sin embargo, y como indican el análisis de *dot plot* más reciente (véase la Gráfica B), parece existir una mayor división de opiniones por parte de los miembros del comité de cara a las próximas reuniones, penalizando así la herramienta de comunicación prospectiva (*forward looking*).

Conforme al calendario previsto, el 30 de octubre se celebrará una nueva reunión de la Reserva Federal de los Estados Unidos, en donde se espera una nueva bajada de 25 puntos básicos hasta 1,50-1,75% (con una probabilidad del 90%). En este sentido, los mercados descuentan, además, una probabilidad no despreciable de una bajada adicional antes de que se termine el año.

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Actualización de política monetaria

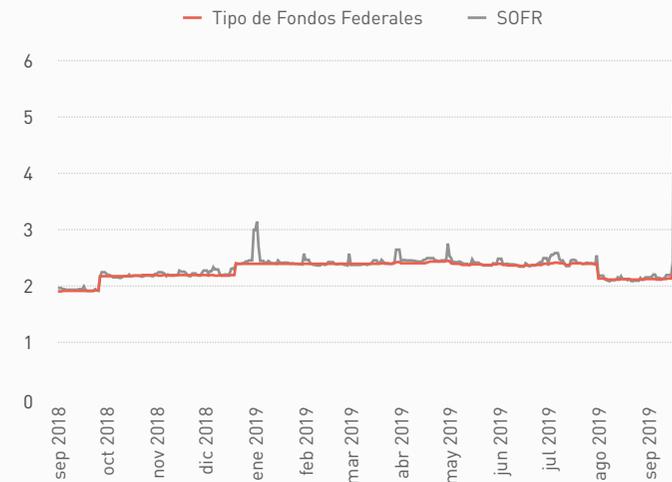
Gráfica B.
Dot Plot de la Reserva Federal
de los Estados Unidos (septiembre 2019)



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

En cuanto a las herramientas de balance (*Quantitative Easing, QE*), en el corto plazo se desestima la posibilidad de recuperarlas, a pesar de las recientes turbulencias en el mercado interbancario que han obligado a la

Gráfica C.
SOFR (Secured Overnight Financing Rate)
vs Tipo de Fondos Federales (18/09/2019)



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

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Actualización de política monetaria

Reserva Federal a dotar al mercado con 130.000 millones de dólares en tan solo 2 días, tras un fuerte repunte en los tipos de las operaciones repo que llegaron a alcanzar el 5,25% (véase la Gráfica C).

Sin embargo, y como se comentaba en nuestra anterior actualización en materia de política monetaria (véase: Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Panorama económico y sectorial 2019: perspectivas hacia el tercer trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE), el Presidente del Sistema de la Reserva Federal, Jerome Powell, ha anunciado la posibilidad de dar un giro a la posición del balance de esa autoridad monetaria en el caso de que no se disipen los riesgos e incertidumbres, o de recibir señales de debilitamiento económico que tornen a recesivas. En este sentido, la idea comienza a generalizarse ante la reciente aversión mostrada por la política de tipos de interés negativos imperante en otras autoridades monetarias como el BCE o el Banco de Japón.

Cabe destacar que las operaciones repo constituyen un instrumento tradicional de política monetaria, a través del cual se dota de liquidez al mercado con la compra de bonos bajo pactos de recompra a muy corto plazo y, por lo general, a la tasa objetivo de los mismos. En este sentido, y debido a las presiones al alza sobre los tipos de interés vividos en las últimas adjudicaciones que obligaron a extender las inyecciones de liquidez de la Reserva Federal de Nueva York hasta principios de noviembre, J. Powell anunció la decisión de extender la cuantía de las operaciones hasta los 60.000 millones mensuales (frente a los 45.000 anteriores), así como la ampliación de la duración de estas, al menos hasta la primera mitad de 2020.

Como consecuencia, el balance de la Reserva Federal ha vuelto a aumentar su tamaño, aunque a un ritmo de expansión moderado y bajo mecanismos de política monetaria convencional. De hecho, y como se resaltaba en el comunicado de su última reunión, se trata de operaciones que, aún con propósitos similares a los de los programas de compras bajo el QE, distan en gran medida de los mismos, ya que a través de las adquisiciones QE los bonos que se incluyen en el balance se adquirirían con el propósito de mantener a vencimiento.

De esta forma, la cobertura de las brechas de liquidez del mercado continuará articulándose bajo operaciones de financiación convencionales, manteniendo un cierto margen de actuación tanto en la cuantía de las adjudicaciones (aún bajo esquema competitivo), como en los tipos de interés de referencia bajo los que se toman y, en último lugar, con la posibilidad de modificar su postura sobre mecanismos no convencionales como el QE.

Implicaciones EUR/USD

Finalmente, como se ha comentado antes, la Reserva Federal optó por ahondar en su laxitud monetaria. Sin embargo, el intercambio 1,10 EUR/USD continúa mostrando que los estímulos del organismo estadounidense no terminan de reflejarse en el tipo de cambio. En un entorno en el que la demanda mundial de dólares provoca una fortaleza de la divisa, lejana a sus valores de intercambio fundamentales (1,20-1,25), y donde los estímulos monetarios no se transmiten al tipo de cambio, la decisión de debilitar la divisa podría comenzar a tomar relevancia.

Sin embargo, los gobiernos se muestran reacios a asumir esa responsabilidad.

1.1.2 Balance de riesgos

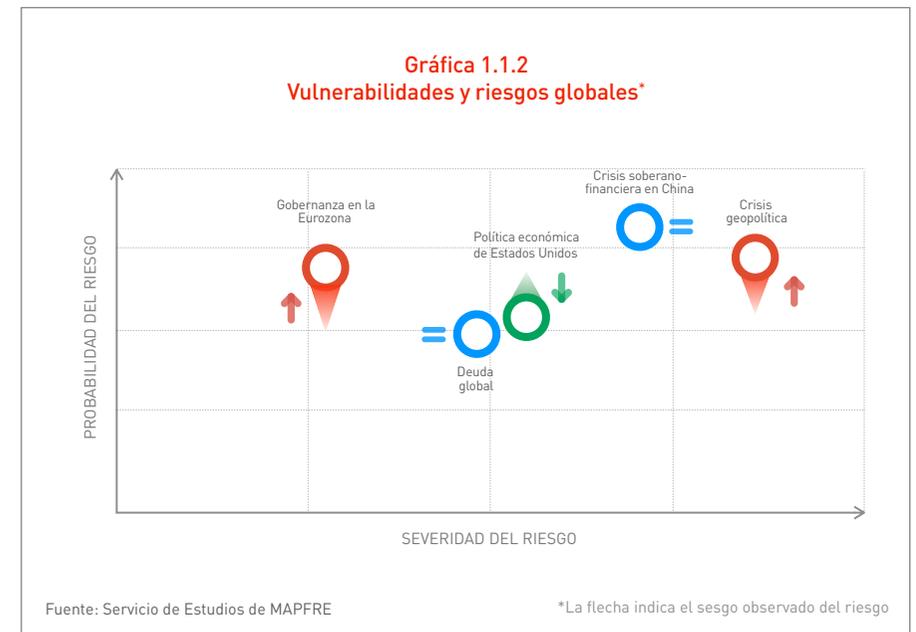
Como se ilustra en la Gráfica 1.1.2, en la revisión del entorno de riesgos para la economía internacional, ponderando su probabilidad y severidad, se identifican cinco riesgos globales.

En primer término, el entorno de riesgos identifica el que tiene que ver con la gobernanza de la Eurozona, respecto del cual se percibe un aumento en la probabilidad para su materialización. La reciente reintroducción de estímulos monetarios en la Eurozona, que ha sido acompañada por el llamamiento al apoyo de políticas fiscales, ha desembocado en una divergencia de posiciones económicas en la zona euro. Por un lado, las dudas respecto a la efectividad de la política monetaria y el posible riesgo de suscitar una mayor sobrevaloración de activos, y, por el otro, el divergente margen fiscal y la voluntad soberana de emplearlo en cada país, junto a la postergación recurrente de las necesarias reformas estructurales, conforman un complejo panorama que se solapa con la volátil recta final del Brexit.

En segundo lugar, está el riesgo derivado de la política económica en Estados Unidos, respecto del cual se identifica una menor probabilidad. Con las rebajas en los tipos de interés ocurridas en julio y septiembre, la Reserva Federal ha optado por poner en práctica una política monetaria de corte preventivo que acompañe al actual contexto de debilidad económica. Asimismo, el gobierno de los Estados Unidos parece haber rebajado el tono beligerante en materia comercial y tarifaria con China, aunque los mercados ya han aprendido a ser cautelosos y las mejoras nominales (de tipo de cambio y precios de activos) han sido limitadas. Por el contrario, la tensión se ha vuelto a reorientar hacia Europa, con una narrativa que abunda en amenazas respecto a la aplicación de aranceles a la importación de bienes industriales (aviación y automovilística), que podría pesar aún

más sobre el ya maltrecho desempeño de Alemania y otros países exportadores de la Eurozona.

En tercer lugar, está el riesgo asociado al posible ajuste macro financiero en China, cuya probabilidad podría considerarse sin variación respecto a nuestra anterior evaluación. La desaceleración de la economía china continúa siendo amortiguada con las políticas económicas de corte expansivo aplicadas por el gobierno, al tiempo que los impactos arancelarios son absorbidos por el ajuste a la divisa local, lo que entraña crecientes desequilibrios y vulnerabilidades en el sector soberano financiero, pero cuyo ajuste repentino podría suponer una corrección abrupta en la actividad del país y en una crisis interna de deuda.



Recuadro 1.1.1-c Análisis del ahorro

El ahorro: conceptos generales

El ahorro total disponible para una economía es la suma del *ahorro externo*, es decir el que proviene del exterior en forma de financiación de la cuenta corriente, y el *ahorro nacional bruto* (ANB), es decir, el generado domésticamente. El ahorro nacional bruto (ANB) es la suma del ahorro público y el ahorro privado. Este indica la cantidad de recursos domésticos que tiene un país para invertir en sí mismo y en el resto del mundo, así como para hacer frente a contingencias.

Su definición de cuentas nacionales establece la conocida identidad con la inversión (asumiendo que no hay cuenta de capital ni variación de reservas): $[S_H + S_C] + (T-G) - CF = I$. Donde $(T-G)$ es el balance de las cuentas públicas y por lo tanto el *ahorro público*, $[CF]$ es el balance de la cuenta financiera que financia la cuenta corriente y, por lo tanto, el *ahorro externo*, y $[S]$ la suma del *ahorro privado familiar* y del *ahorro corporativo* $[S_H + S_C]$, siendo el *ahorro familiar* el formado por el ahorro en activos reales y financieros [depósitos + inversión directa + efectivo + seguros de vida ahorro + inversión colectiva + fondos de pensiones] y siendo el *ahorro corporativo* los beneficios antes de impuestos no distribuidos por las empresas.

Cabe señalar que, por lo general, depósitos y efectivo suman aproximadamente entre el 50% y 60% del ahorro financiero, los instrumentos de inversión individual y colectiva suman entre el 25% y el 30%, y las aportaciones a planes de pensiones y los seguros de vida ahorro suman entre 25% y 10% del ahorro financiero total, dependiendo mucho del país en donde se analice. Por ejemplo, en Europa el peso de estos últimos es más cercano a 25% en promedio, mientras que en Estados Unidos esto se asemeja más al 10%.

De esta forma, el *ahorro nacional bruto* es la cantidad total de ahorro que se genera en un país durante un periodo de tiempo, lo que sumado al ahorro público y a la financiación externa forma el ahorro total $[TS]$, o los recursos de los que dispone un país para financiar su inversión. Esto es importante porque elevar la inversión es el único modo de asegurar un incremento del nivel de renta en el largo plazo (incluso compensando el desempeño del factor trabajo, la población y el cambio tecnológico como algo dado), y de garantizar un determinado nivel de renta que afectará al nivel de consumo per cápita de largo plazo que se pueda alcanzar, lo que en última instancia reduce la desigualdad y apoya la obtención del máximo bienestar social.

En esta nota trataremos el ahorro privado, S_H (que, como se puede comprobar en las Gráficas A a E, suponen el grueso del ahorro total), asimilándolo al nombre de "*ahorro*", obviando de esta manera el ahorro público y externo para facilitar la comprensión.

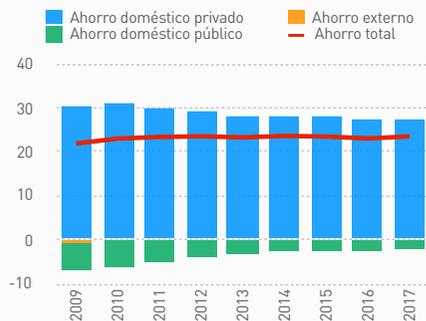
El comportamiento del ahorro

Hay tres ideas fundamentales (no necesariamente excluyentes) sobre el comportamiento del ahorro. La primera es que el ahorro se calcula por los agentes descontando cuánto van a tener que consumir durante su vida activa y a des-ahorrar durante su vida inactiva (*Teoría del Ciclo Vital* de Modigliani); esto quiere decir que el ahorro es una proporción del ratio entre el tiempo residual como persona activa $[V_{RA}]$ y el tiempo residual total $[V_{TA}]$, es decir: $S = [1 - V_{RA} / V_{TA}] \cdot Y$. **Por lo tanto, el ahorro está fuertemente condicionado por la esperanza de vida, la fertilidad, la longevidad y, especialmente, por la tasa de dependencia (madura) de una sociedad.**

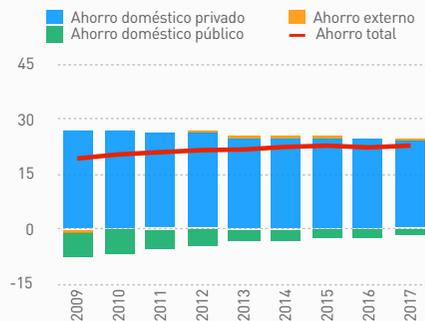
La segunda idea fundamental es que el ahorro, siendo complementario al consumo $(S=Y-C)$, es una proporción de la renta permanente o de los flujos

Recuadro 1.1.1-c (continuación)
Análisis del ahorro

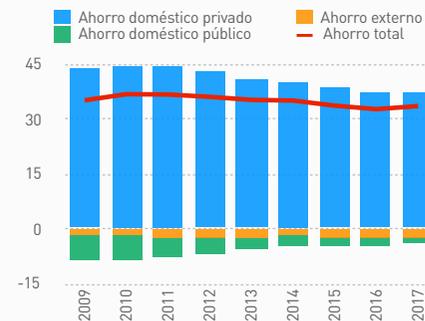
Gráfica A.
Ahorro total: mundo
(% del PIB)



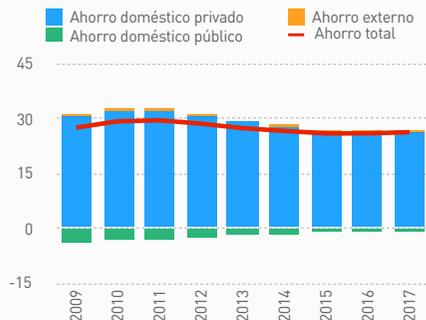
Gráfica B.
Ahorro total: países post dividente demográfico
(% del PIB)



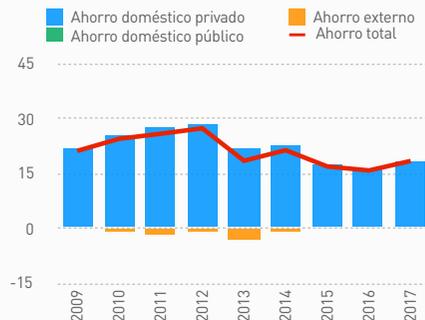
Gráfica C.
Ahorro total: países avanzado dividente demográfico
(% del PIB)



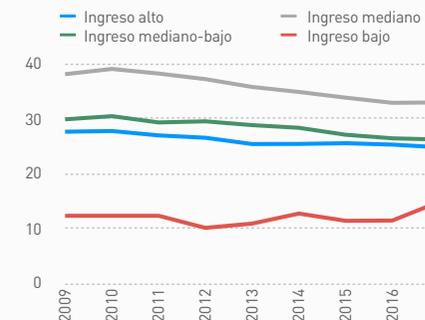
Gráfica D.
Ahorro total: países inicial dividente demográfico
(% del PIB)



Gráfica E.
Ahorro total: países previa dividente demográfico
(% del PIB)



Gráfica F.
Ahorro privado por nivel de ingresos
(% del PIB)



Recuadro 1.1.1-c (continuación) Análisis del ahorro

de renta salarial y no salarial esperados durante toda la vida del consumidor, descontados a valor presente (*Teoría de la Renta Permanente* de Friedman). Es decir: $S=s \cdot Y$. Esto quiere decir que le afecta el desarrollo en el largo plazo del empleo, la población, la renta salarial, la intensidad de capital físico y humano, la depreciación, la tecnología productiva, los tipos de interés, la riqueza existente, y la propensión al ahorro (que es complementaria a la de consumo, $s=1-c$) y, por lo tanto, se halla vinculada a la distribución de la renta (sensible a la renta per cápita y a la desigualdad de renta). **En este sentido, el ahorro es proporcional al desempeño económico y productivo de un país y condicional a sus condiciones financieras.**

Y la tercera idea es, como establece la *Golden Rule* de la tasa de ahorro (Edmund Phelps), que existe un nivel de ahorro óptimo en el cual la propensión a ahorrar es tal que garantiza el nivel máximo de consumo per cápita posible en el largo plazo. **Por lo tanto, el ahorro influye sobre los niveles de equilibrio de capital, renta y por extensión consumo y bienestar social en el largo plazo.**

El ahorro en su justa medida

La existencia de *ahorro privado nacional* reduce la dependencia de la financiación externa (limitando las bien conocidas vulnerabilidades externas), y promueve el aumento de la inversión a corto plazo y el aumento de la productividad a mayor horizonte, elevando el potencial de crecimiento de un país, sus necesidades de capital y los tipos de interés para remunerarlo. En el margen, el ahorro es crucial para producir un crecimiento de la inversión y de la renta que eleve el *stock* de capital, la renta disponible y el consumo de largo plazo, idealmente hasta el punto en el que se maximiza el consumo y, previsiblemente, el bienestar. Además, el

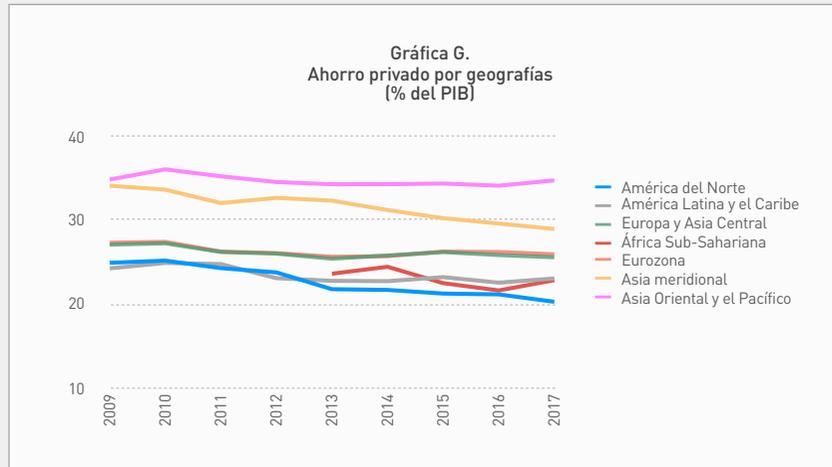
ahorro privado familiar (idealmente el intermediado por el sistema financiero) complementa la financiación de los gastos estatutarios de una sociedad, así como su sistema de previsión pública.

Pero no necesariamente todo el ahorro ni mucho ahorro tienen que producir ganancias de bienestar social. Excesivo ahorro no intermediado puede dar lugar a problemas de liquidez (si es ahorro en activos reales) y, si se trata de ahorro escasamente intermediado como el efectivo y los depósitos, poco efecto puede tener sobre la inversión (aunque facilite en algunos casos la función de “transformación de plazos” de la banca). El excesivo ahorro en efectivo puede también ser contraproducente, ya que el incremento de los saldos monetarios reales pesa y reduce los tipos de interés, tipos que ya de por sí pueden estar presionados a la baja en sociedades ahorradoras envejecidas en donde el stock de capital por trabajador es significativamente alto.

De esta forma, el *exceso de ahorro* puede producir estancamiento en el crecimiento económico, caídas de tipos de interés o depresión del consumo, e incluso deflación (en casos paradigmáticos como el de Japón) produciendo pérdidas de bienestar y riesgos financieros graves. En contrapartida, la *escasez de ahorro* (como en algunos países emergentes) puede conducir a una insuficiencia de recursos para la financiación y dependencia del sector exterior (caso de Argentina), así como al escaso potencial de crecimiento, a la incapacidad de convergencia en los niveles de renta y consumo, y al incremento de la desigualdad.

El ahorro depende de manera muy importante, aunque no de una forma inequívoca, de la renta de los países. En algunos casos, los países emergentes pueden converger (Asia emergente y Oriente Medio) con los niveles de ahorro de los países de mayor renta (véase la Gráfica G), pero esta siempre depende del nivel de profundidad financiera y de la capacidad

Recuadro 1.1.1-c (continuación)
Análisis del ahorro



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Banco Mundial)

de captación de ahorro de largo plazo por parte del sector financiero (en especial, el no bancario). Por otro lado, los factores demográficos influyen fuertemente en la dinámica de ahorro de los países, entendiéndose que la dinámica del ahorro tiene matices en función del estado en el que la sociedad transita con mayor o menor distancia a su dividendo demográfico.

Por último, si el incremento de capital se produce en consonancia con tendencias demográficas que así así lo permitan y la población crece a una tasa por encima de la reposición, el *stock* de capital por trabajador se incrementará hasta una tasa en la que permanecerá constante y en el camino elevará su rentabilidad, empujando también los tipos de interés en diferentes plazos.

En cuarto lugar, está el riesgo vinculado con los niveles de apalancamiento globales. En este sentido, el riesgo de solvencia soberana y corporativa se mantiene estable, aunque elevado. De un lado, la relajación de la política monetaria global (y en especial la de Estados Unidos) limita los costes financieros de esta, eludiendo un problema de financiación a corto plazo. Sin embargo, por otro lado, las crecientes emisiones privadas y el mantenimiento de elevados déficits primarios suponen insostenibilidad de la deuda a medio plazo, a la luz de la paulatina pérdida de crecimiento potencial a nivel global.

Por último, está el riesgo derivado de una potencial crisis geopolítica, respecto del cual se identifica un alza de probabilidad. En este sentido, la incertidumbre en torno al Brexit bajo la actitud de confrontación que lidera el Primer Ministro, Boris Johnson, la tensa guerra comercial cuyos efectos continúan comprometiendo el crecimiento económico y el actual modelo de comercio mundial, la hostilidad de las protestas en Hong Kong y la deriva desafiante de Irán ante los conflictos de Oriente Medio, continúan presionando al alza los riesgos geopolíticos.

1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

La desaceleración avanza

La actividad económica en los Estados Unidos se desacelera con moderación. El PIB creció 2,3% en el segundo trimestre, con la demanda doméstica aún fuerte gracias a la fortaleza del mercado de trabajo (nivel de paro en 3,5%, y creación de 136 mil empleos), los incrementos salariales (2,9%), la disponibilidad de crédito y las condiciones financieras favorables (tipos de interés bajos y USD apreciado). Del otro lado, sin embargo, la inversión se ha estancado ante la incertidumbre sobre la evolución de la demanda exterior como consecuencia de las tensiones comerciales y de la desaceleración global. Las exportaciones están cayendo (-1,7% a/a en el segundo trimestre) y los datos posteriores de julio y agosto muestran que siguen sin reactivarse (0,1% a/a en agosto).

- **El deterioro continuado de indicadores adelantados no define los límites de la desaceleración, pero una recesión requeriría de un *shock* cuyo origen es difícil de anticipar.**
- **La Reserva Federal reduce tipos para moderar la caída de la actividad económica, se estiman dos bajadas más en lo que resta del año.**
- **Anuncio de pre-acuerdo con China y suspensión de aranceles previstos.**

Los indicadores adelantados confirman tanto la desaceleración de los niveles de actividad, como la forma en que esta se traslada ya a las confianzas de los agentes económicos. La última encuesta del ISM (indicador avanzado de producción) de septiembre, revela un empeoramiento de expectativas en el sector manufacturero (47,1), el cual, de momento, contrasta con el de

servicios (52,6), aunque ambos se han deteriorado proporcionalmente. La producción industrial lleva un año desacelerándose y ha dejado de crecer (0,4% a/a en agosto), y los pedidos de fábrica están en negativo (1,9% en agosto). La caída es similar a la experimentada por los PMIs, aunque estos últimos aún se mantienen en territorio expansivo (compuesto 51,0; manufacturero 51,1). De esta forma, nuestra previsión de crecimiento para 2019 se sitúa en 2,2% y en 1,6% para 2020 (véase la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

Por otra parte, la inflación se ha alejado del objetivo del 2%, con 1,7% el índice de precios al consumidor (CPI) y 1,4% el PCE (*Personal Consumption Expenditures Price Index*) en septiembre, principalmente por la bajada de la energía, ya que la inflación subyacente se mantiene en 2,4% (CPI agosto) y 1,8% (PCE agosto). La escasa presión por parte de la inflación y la creciente preocupación por la actividad doméstica y comercial global promovió que la Reserva Federal, en su reunión del 18 de septiembre, bajara 25 puntos básicos (pbs) los fondos federales hasta el rango 1,75-2,00%, tras la bajada de julio (-25 pbs). De cara a las próximas reuniones, se prevé que la Reserva Federal hará dos recortes más, lo que situará los tipos de interés en 1,25-1,50% a final de 2019.

Además, el 11 de octubre, la Reserva Federal anunció que seguirá interviniendo a través de la inyección de liquidez en el mercado interbancario, con 60 millardos de USD mensuales por lo menos hasta enero, con el propósito de estabilizar el mercado de repos y mantener su tipo de interés dentro de la banda de los tipos oficiales. Un gesto que arroja mayor evidencia de que el hecho experimentado a inicios de enero (cuando el tipo repo tocó el 10%) puede tener más que ver con un problema de liquidez que con los problemas fortuitos atribuidos inicialmente³.

Por lo que se refiere a la política comercial, Estados Unidos y China acordaron el 11 de octubre el esbozo de un principio de acuerdo comercial, que se entiende como acuerdo de mínimos preliminar. El acuerdo considera que: (i) China aumentará significativamente su compra de productos agrícola-

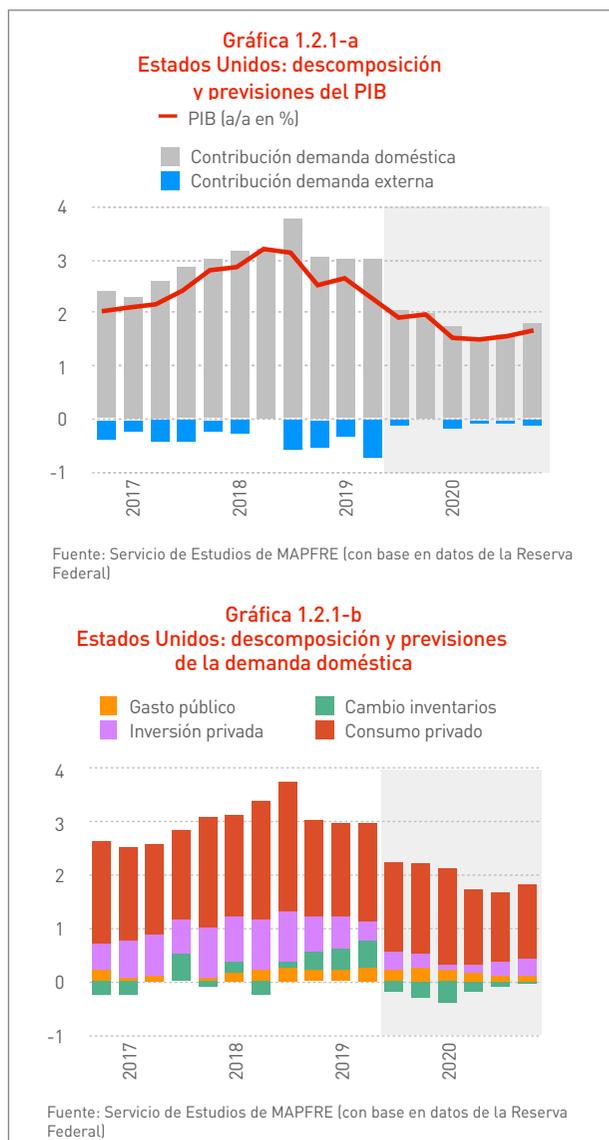


Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,5	2,9	1,6	2,4	2,9	2,2	1,6
Contribución de la demanda doméstica	2,3	3,7	1,9	2,7	3,3	2,5	1,7
Contribución de la demanda externa	0,2	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1
Contribución del consumo privado	2,0	2,5	1,9	1,8	2,1	1,7	1,5
Contribución de la inversión privada	0,6	0,7	0,4	0,8	0,9	0,4	0,2
Contribución del gasto público	-0,1	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,7	3,6	1,8	2,6	3,1	2,4	1,6
Consumo total (% a/a, media)	2,3	3,4	2,6	2,3	2,8	2,4	2,0
Inversión privada (% a/a, media)	5,1	3,3	1,9	3,7	4,1	1,9	1,0
Exportaciones (a/a en %)	4,2	0,5	0,0	3,5	3,0	0,2	1,1
Importaciones (a/a en %)	5,0	5,3	2,0	4,7	4,4	1,7	1,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,7	5,0	4,8	4,1	3,8	3,6	3,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,2	0,4	1,8	2,1	2,2	1,8	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-5,2	-4,8	-5,4	-4,2	-6,5	-6,7	-6,5
Balance comercial (% PIB)	-4,4	-4,4	-4,2	-4,3	-4,4	-4,2	-4,3
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,50	0,75	1,50	2,50	1,50	1,50
Tipo de corto plazo (final período)	0,26	0,61	1,00	1,69	2,81	1,68	1,63
Tipo de largo plazo (final período)	2,17	2,27	2,45	2,40	2,69	1,50	1,64
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	1,09	1,12
Crédito privado (% a/a, media)	7,5	2,4	3,1	6,6	4,2	4,8	4,6
Crédito familias (% a/a, media)	1,7	1,9	2,2	3,5	3,5	3,9	6,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,2	5,7	5,3	6,3	8,9	6,6	3,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,7	2,1	4,3	2,9	2,2	2,0	1,3
Tasa de ahorro (% , media)	7,3	7,6	6,8	7,0	7,7	8,2	7,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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

las a los Estados Unidos, desde los actuales 16 millardos de USD hasta 50 millardos de USD anuales a partir de 2020; (iii) acelerará la apertura de su sector financiero; (ii) establecerá un régimen de tipo de cambio transparente y basado en el mercado; (iv) un acuerdo de principios sobre transferencia de tecnología, y (v) prácticas de propiedad intelectual. A cambio, Estados Unidos suspenderá el aumento arancelario programado para el 15 de octubre (arancel del 25% al 30% sobre 250.000 millones de USD de las importaciones chinas).

Los mercados muestran inquietud ante la posibilidad de una recesión (ahora con aproximadamente un tercio de probabilidad)⁴. Sin embargo, es previsible que la administración estadounidense, a 12 meses vista de las elecciones de 2020, hará todo lo posible para evitar una recesión hasta entonces. Además, la Reserva Federal, cuyo mandato dual es vigilar la inflación y el crecimiento, también trabajará en ese sentido. De haber recesión antes de noviembre de 2020, vendrá desencadenada por algún choque en los mercados financieros que puede bien ser de liquidez, confianzas, por la caída de los beneficios empresariales, algún choque en los mercados de bonos corporativos o soberanos o un *shock* de oferta en precios del petróleo como resultado de las tensiones geopolíticas en el golfo pérsico.

1.2.2 Eurozona

Desaceleración económica y recesión industrial: el BCE al rescate nuevamente

En consonancia con la economía global, la Eurozona se desacelera. El PIB en el segundo trimestre creció solo un 0,2% t/t, situando la tasa anual en el 1,2%. La producción industrial está en recesión (-2,0% a/a) y tiene una tendencia decreciente. Los PMIs siguen empeorando, con el compuesto solo marginalmente positivo (50,1), el de servicios (51,6) que empieza a contaminarse del contexto menos positivo, y el manufacturero claramente en zona de contracción (45,7). Asimismo, la encuesta de clima de negocios (-0,2) no veía estos niveles desde 2013. El índice Sentix de confianza de los inversores

también se ha situado en mínimos desde 2014. Ante las evidencias de profundización de la desaceleración, nuestra previsión de crecimiento se ubica en el 1,1% tanto en 2019 como en 2020 (véase la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

La inflación, por su parte, lleva un año cayendo y alejándose del objetivo del 2%, para situarse en 0,9% en septiembre (adelanto), con la subyacente en 1,0%, principalmente debido a efectos base en la energía. Dada la caída de la inflación y la atonía de la actividad económica, el BCE decidió, en su reunión del 12 de septiembre, rebajar en 10 pbs los tipos de depósito hasta -0,50% y reactivar el programa de compra de activos con 20.000 millones mensuales a partir del 1 de noviembre, sin final a vista (que ya empieza a ser conocido como “*as long as it takes*”). Con el propósito de limitar el impacto negativo en las reservas de los bancos, el BCE ha introducido un sistema de “tranches” (tiers).

Además de las medidas introducidas, el banco central vuelve a insistir que es necesario que los gobiernos ahora también actúen con estímulos fiscales, lo que refleja que los estímulos monetarios por sí solos están llegando a los límites de su eficacia. En este sentido, Alemania y Francia ya están considerando implementar paquetes de gasto público para estimular la economía, mientras que la Comisión Europea, en esta línea, podría comenzar a ser más tolerante con ciertos países respecto al tema del déficit fiscal, entre los que se encuentran Italia y España.

Los riesgos para la actividad en la Eurozona, son variados, pero la debilidad de la inflación empieza a preocupar. La desaceleración de la demanda interna y la inversión por factores estructurales, y de la externa por un aumento del proteccionismo, se presentan como riesgos no desdeñables. La

- **Actividad económica en la Eurozona en desaceleración.**
- **El Banco Central Europeo, de nuevo al rescate, anuncia un nuevo programa de compra de activos.**
- **Los países de la Eurozona empiezan finalmente a considerar estímulos fiscales.**

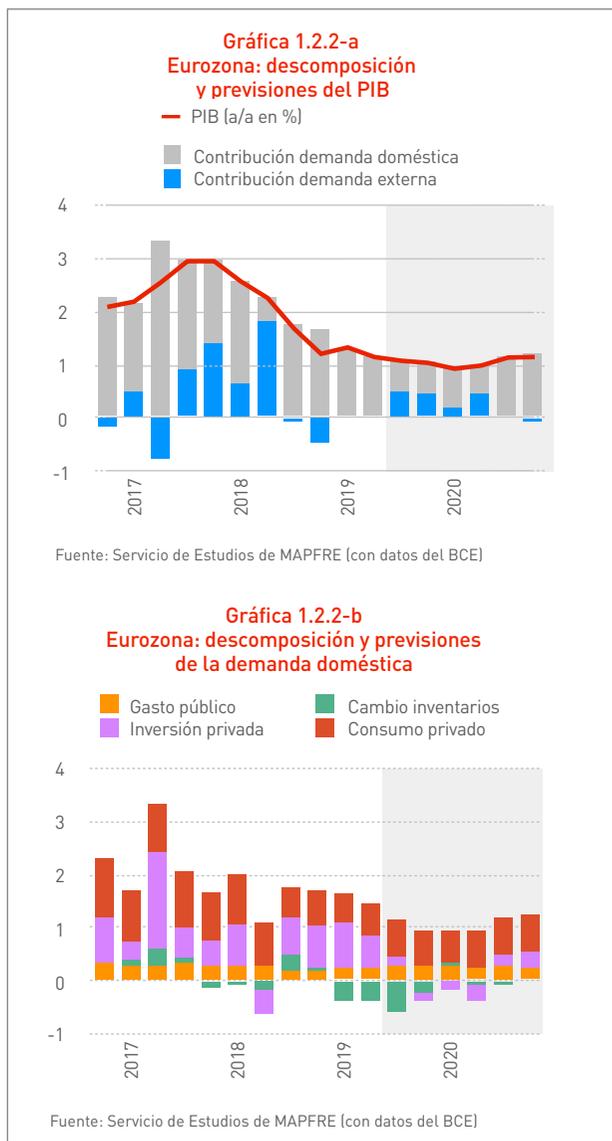


Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	1,4	2,0	1,9	2,7	1,9	1,1	1,1
Contribución de la demanda doméstica	0,8	2,1	2,3	2,2	1,5	0,9	0,9
Contribución de la demanda externa	0,6	-0,1	-0,4	0,5	0,5	0,3	0,1
Contribución del consumo privado	0,5	1,0	1,0	1,0	0,7	0,6	0,7
Contribución de la inversión privada	0,1	0,9	0,8	0,8	0,5	0,4	0,0
Contribución del gasto público	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,4	2,2	2,4	2,2	1,5	0,9	1,0
Consumo total (% a/a, media)	0,9	1,7	1,9	1,7	1,3	1,2	1,3
Inversión privada (% a/a, media)	1,5	4,7	4,0	3,8	2,3	1,7	0,0
Exportaciones (a/a en %)	4,7	6,4	3,0	5,7	3,5	2,1	1,4
Importaciones (a/a en %)	4,9	7,5	4,2	5,0	2,7	1,8	1,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,4	10,5	9,7	8,7	7,9	7,5	7,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	0,3	0,7	1,4	1,9	1,0	1,3
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-2,0	-1,6	-1,0	-0,5	-0,7	-0,8
Balance comercial (% PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impulso fiscal (% PIB)	0,1	0,3	0,6	1,0	1,3	1,8	1,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,3	2,6	3,2	3,1	3,1	2,6	2,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,39	-0,33
Tipo de largo plazo (final período)	1,23	1,26	0,93	1,13	1,17	-0,10	0,54
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,09	1,12
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-0,2	0,9	1,5	2,3	2,7	3,4	3,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,1	8,6	1,8	1,4	1,9	0,6	1,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	4,1	17,0	3,5	1,8	-0,2	1,1	1,5
Tasa de ahorro (% , media)	12,6	12,3	12,1	11,7	11,9	12,6	12,5

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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

profundización de la recesión en el sector manufacturero, de alargarse en el tiempo, podría empezar a manifestarse en los niveles de empleo y salarios, y empezar a contaminar el sector servicios. En el lado positivo, tendríamos el nuevo estímulo monetario anunciado en septiembre, así como las medidas fiscales y de reformas que puedan implementar los gobiernos.

Por otra parte, desde la perspectiva política, la fragmentación política es un hecho y construir consensos y coaliciones es cada vez más difícil en muchos países. El debate sobre sus motivos y consecuencias es cada vez más amplio.

Finalmente, después de que el parlamento británico legislara en contra de un Brexit sin acuerdo, y dado que la fecha de 31 de octubre ya está próxima, todo indica que se pedirá nuevo aplazamiento. El tema, sin embargo, sigue sumido en el terreno de la incertidumbre.

1.2.3 España

Desaceleración en línea con la región

España creció un 2,0% (a/a) y 0,4% t/t en el segundo trimestre de 2019, confirmando la anunciada desaceleración. Los síntomas de esta reducción en el ritmo de la actividad económica se aprecian en una menor aportación de la demanda interna, especialmente marcada por la desaceleración del consumo y la contracción de la inver-

- **La economía española se desacelera en línea con la Eurozona, aunque la demanda externa sigue siendo por ahora un elemento amortiguador.**
- **Las confianzas de los consumidores se deterioran y anticipan una traslación de la debilidad a los hogares.**
- **El gasto público encontrará sus límites en 2020.**

sión. Algo que, además, no pudo ser compensado con una mayor aportación del consumo público dados los niveles de déficit y deuda. El consumo privado no creció en el segundo trimestre, mientras que la inversión se redujo (-0,2% t/t) y el gasto público mostró un ligero crecimiento (+0,4% t/t). A pesar de que el sector exterior aún tamizó la desaceleración (exportaciones +1,7% t/t), con una aportación al PIB del 1,0%, las dudas sobre su sostenibilidad en el tiempo aumentan dada la desaceleración global y la posible aplicación de aranceles (a los vehículos fabricados en la UE y a los productos agrícolas), si las exportaciones no consiguen ser reorientadas hacia otros destinos.

Como se anticipaba en informes previos, la desaceleración económica en España comparte con el resto del mundo el agotamiento del ciclo manufacturero, tal y como recoge la sistemática contracción de la producción industrial y de los PMIs. Aunque los indicadores relacionados con los servicios y el compuesto en general (el PMI compuesto) aún se mantienen en terreno positivo, la pérdida de dinamismo evidencia un contagio paulatino a través del canal de expectativas del consumidor (la confianza del consumidor en septiembre fue -6,2).

A corto plazo, es previsible que la economía española siga creciendo cerca de su potencial apoyada en la demanda doméstica y especialmente en el consumo. A esto contribuirá la creación de empleo y el crecimiento real de la renta salarial que aún mantendrán cierta inercia, así como los efectos rezagados de la expansión fiscal vivida antes de las elecciones de noviembre. En el 2020, sin embargo, el deterioro se acelerará de manera consistente con el resto de la Eurozona. La expansión fiscal, como el recurso al ahorro y a la renta, encontrarán sus límites en 2020. Asimismo, el déficit primario actual parece insostenible y la tasa de paro se encontrará ubicada en zona friccional, aunque elevada en 2020.

El Instituto Nacional de Estadística (INE) difundió el pasado 16 de septiembre una nueva serie de las cuentas nacionales revisadas desde 1995, para actualizar los métodos de estimación y fuentes. Esta nueva serie resta al PIB

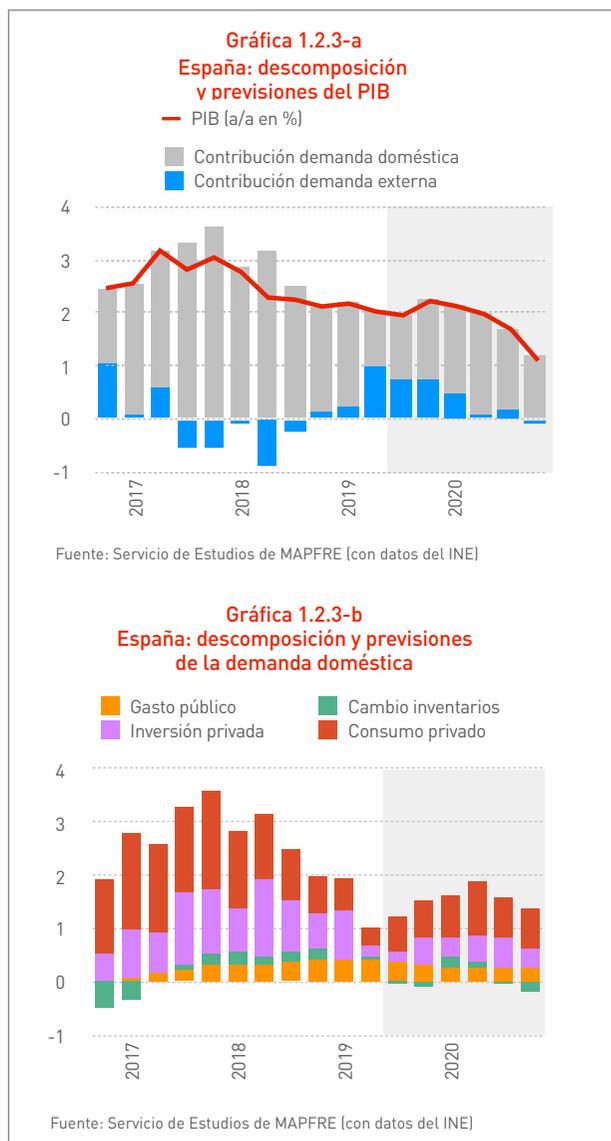


Tabla 1.2.3
España: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	1,4	3,8	3,0	2,9	2,4	2,0	1,7
Contribución de la demanda doméstica	1,4	3,9	2,0	3,0	2,6	1,4	1,6
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,1	1,0	-0,1	-0,3	0,7	0,2
Contribución del consumo privado	1,0	1,7	1,6	1,7	1,1	0,6	0,8
Contribución de la inversión privada	0,3	0,9	0,4	1,1	1,0	0,4	0,5
Contribución del gasto público	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,9	4,1	2,1	3,1	2,7	1,5	1,6
Consumo total (% a/a, media)	1,1	2,7	2,3	2,5	1,9	1,3	1,4
Inversión privada (% a/a, media)	4,1	4,9	2,4	5,9	5,3	2,4	2,4
Exportaciones (a/a en %)	4,5	4,3	5,4	5,6	2,2	2,8	2,2
Importaciones (a/a en %)	6,8	5,1	2,7	6,6	3,3	0,5	2,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	23,7	20,9	18,6	16,6	14,5	13,6	12,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,5	-0,3	1,0	1,4	1,7	0,4	1,4
Balance fiscal (% PIB)	-6,0	-5,3	-4,4	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9
Balance comercial (% PIB)	-2,1	-1,9	-1,3	-1,9	-2,4	-1,9	-1,5
Impulso fiscal (% PIB)	-2,6	-2,3	-1,7	-0,6	-0,1	0,1	0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,7	2,0	3,2	2,7	1,9	1,6	1,2
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,39	-0,33
Tipo de largo plazo (final período)	1,61	1,77	1,35	1,51	1,41	0,18	0,89
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,09	1,12
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-5,0	-3,6	-2,3	-1,4	-0,3	0,3	2,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-4,6	-2,7	-2,6	-0,6	-2,5	1,7	2,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-1,4	-5,7	-25,4	-9,6	-1,0	-5,8	2,6
Tasa de ahorro (% , media)	6,6	7,6	7,4	5,9	6,2	8,7	8,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INE)
 Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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

de 2018 dos décimas, quedándose en 2,4% a/a vs 2,6% según la anterior metodología.

En este contexto, nuestra proyección para el 2019 se revisa a la baja al 2,0% a/a, dos décimas explicadas por la desaceleración en curso y dos décimas por la revisión metodológica del INE (véase la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b). Así, esperamos un crecimiento a lo largo del 2019 y 2020, levemente por debajo del 2%. En este sentido, es importante señalar que nuestras previsiones de crecimiento para la economía española están sujetas a un amplio margen de incertidumbre en función de dos riesgos idiosincráticos claros: el resultado de las elecciones generales de noviembre, la crisis en Cataluña y el formato final del Brexit.

Por otra parte, el adelanto de la inflación interanual de septiembre ha caído al 0,1% (0% t/t), destacando la bajada de la electricidad. Asimismo, la tasa de desempleo se ha reducido al 14%, pero el ritmo de creación de empleo está bajando de ritmo, factor determinante en el crecimiento del consumo.

Finalmente, cabe señalar que debido a la falta de apoyos parlamentarios no se ha conseguido formar un gobierno dentro del plazo legal establecido, así que se han disuelto las Cortes después de cuatro meses de actividad, y se han fijado nuevas elecciones para el 10 de noviembre. Hasta ahora la falta de gobierno no ha impactado de forma relevante a la actividad económica, sin embargo, la falta de consensos políticos y el riesgo de seguir en un *impasse* pasadas las elecciones pueden empezar a pasar factura vía creación de empleo, confianza del consumidor, o incluso credibilidad ante los mercados de financiación soberana. Los aranceles de Estados Unidos sobre los productos agrícolas, y los previsibles aranceles a las importaciones de automóviles fabricados en la UE pueden también mermar la actividad económica.

1.2.4 Alemania

Más allá del filo de la recesión

La economía alemana se contrajo en el segundo trimestre un 0,1% t/t, dejando la tasa anual en 0,4% a/a. Los indicadores publicados apuntan a un ahondamiento de la desaceleración, por lo que es muy probable que en el tercer trimestre del año la economía haya decrecido de nuevo y que, por lo tanto, entre en recesión. El indicador IFO de expectativas de septiembre no alcanzaba cifras tan bajas desde 2009 (90,8), al igual que el PMI manufacturero (41,7) y el compuesto (48,5). El PMI de servicios muestra también sus primeros síntomas equivalentes (51,4). Por su parte, la encuesta ZEW de expectativas de crecimiento se ha situado en -22,5 en septiembre, en tanto que los pedidos de fábrica se encuentran en una caída interanual del -6,6%.

- Todos los indicios apuntan a que Alemania ha entrado oficialmente en recesión (a la espera del dato de PIB del tercer trimestre).
- La posibilidad de un paquete fiscal expansivo se disipa.
- Alemania sería el principal afectado ante una ronda de aranceles sobre el sector automovilístico y otros bienes industriales.

Ante este panorama, el Servicio de Estudios de MAPFRE ha revisado las previsiones de crecimiento para 2019 y 2020, rebajando en 4 décimas el de 2019 hasta 0,6% a/a y 8 décimas el de 2020, alcanzando un 0,7% a/a (véase la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b). En el momento actual, sin perspectivas sobre la recuperación mundial ni claridad sobre el Brexit, y ante la posibilidad de que Estados Unidos imponga aranceles a las importaciones de vehículos de la UE, no se presagia una recuperación significativa antes del 2021.

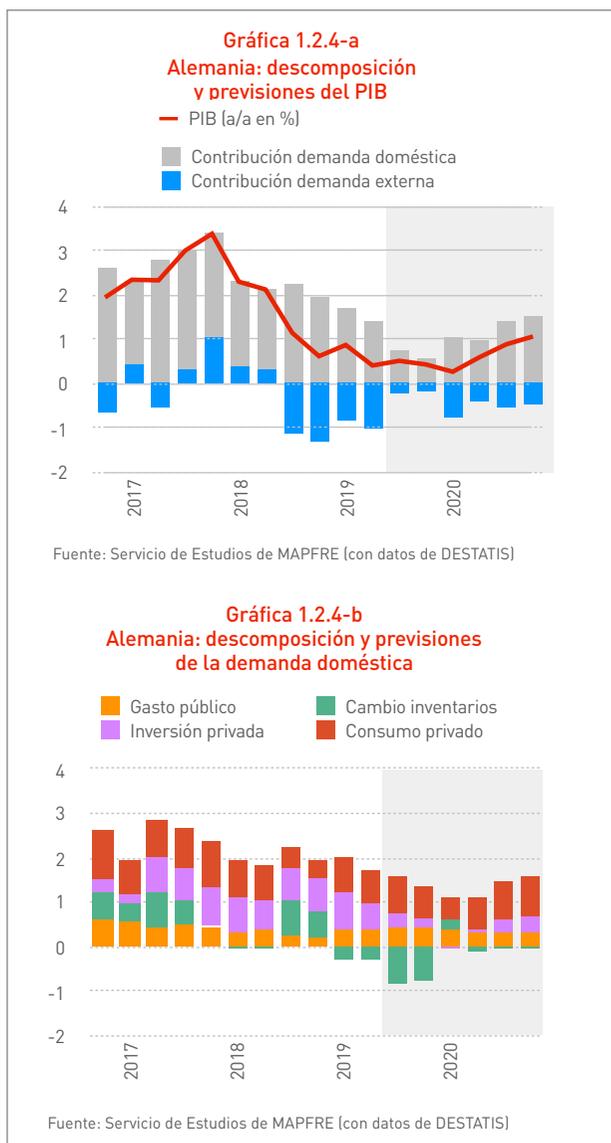


Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,2	1,5	2,1	2,8	1,6	0,6	0,7
Contribución de la demanda doméstica	1,1	1,3	2,8	2,4	2,0	1,1	1,3
Contribución de la demanda externa	1,1	0,2	-0,6	0,3	-0,4	-0,5	-0,5
Contribución del consumo privado	0,6	1,0	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7
Contribución de la inversión privada	0,4	0,2	0,7	0,6	0,7	0,5	0,2
Contribución del gasto público	0,3	0,5	0,8	0,5	0,3	0,4	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,7	1,4	3,0	2,6	2,1	1,2	1,3
Consumo total (% a/a, media)	1,2	2,1	2,6	1,9	1,3	1,6	1,5
Inversión privada (% a/a, media)	3,3	1,2	3,6	3,1	3,5	2,4	0,9
Exportaciones (a/a en %)	4,7	4,9	2,2	5,5	2,3	0,7	0,8
Importaciones (a/a en %)	3,9	5,4	4,2	5,7	3,8	2,1	2,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,6	6,3	6,0	5,5	5,0	5,0	6,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	0,2	1,5	1,4	1,6	1,2	1,4
Balance fiscal (% PIB)	0,6	0,9	1,2	1,2	1,9	1,5	0,6
Balance comercial (% PIB)	7,5	8,1	8,0	7,8	6,7	6,7	5,9
Impulso fiscal (% PIB)	2,2	2,2	2,2	2,3	2,8	2,5	1,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	7,3	8,6	8,4	8,1	7,5	7,4	6,4
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,39	-0,33
Tipo de largo plazo (final período)	0,54	0,63	0,21	0,43	0,25	-0,55	-0,14
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,09	1,12
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	1,9	2,8	3,2	3,6	5,1	5,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,9	2,9	3,0	4,7	7,7	4,3	2,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-7,9	5,0	0,5	-1,2	4,1	5,0	1,6
Tasa de ahorro (% , media)	9,7	10,0	10,3	10,3	10,9	10,8	10,9

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de DESTATIS)
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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

Las palabras del ministro alemán de finanzas, Olaf Scholz, sobre la posibilidad de aplicar un paquete de medidas fiscales de varios miles de millones que estimulen la economía, impactaron positivamente en las expectativas del mercado. Estas medidas estarían en concordancia con lo que sugiere el BCE, es decir, la aplicación de estímulos fiscales en aquellos países que puedan permitírselo. No obstante, la concreción de este plan puede plantear algunas dificultades debido al límite del déficit del 0,35% introducido en la Constitución alemana en 2009, así como por el compromiso de la actual coalición de gobierno de mantener un presupuesto equilibrado.

La inflación de septiembre disminuyó al 1,2%, mientras que la subyacente lo hizo al 1,4%, un síntoma más de la desaceleración de la demanda. El desempleo se encuentra estable en 5,0% y es posible que se haya alcanzado el mínimo en este ciclo. Hasta el segundo trimestre, la compensación salarial (costes laborales unitarios) seguía fuerte (+4,2% a/a), lo que asociado a la baja inflación es positivo para la renta disponible.

Los riesgos para la economía alemana son, por un lado, la eventual traslación, por la vía de los salarios, de la recesión del sector manufacturero al sector servicios, así como una menor demanda interna y, por el otro, la imposición de aranceles por Estados Unidos a los vehículos fabricados en la UE y posiblemente a otros bienes en respuesta al caso Airbus.

1.2.5 Italia

Nuevo gobierno para afrontar los desafíos de siempre

Italia, estancada a nivel económico, creció al límite para alcanzar un registro positivo en la totalidad del año. Un sector industrial en contracción (-0,7% a julio), la confianza del consumidor respecto de la situación futura (ISTAT) en territorio negativo (-16,3 en septiembre), y la encuesta a los gestores de compras (PMI compuesto), que está en terreno positivo (50,6 en septiembre) mientras que el manufacturero sigue en territorio de

contracción (47,8), indican que, por ahora, no se vislumbra una reactivación económica.

En este contexto, el Servicio de Estudios de MAPFRE prevé un crecimiento virtualmente nulo en 2019 y espera una mínima recuperación en 2020, fundamentalmente basada en las exiguas exportaciones dada la atonía de la demanda privada, la necesaria corrección del gasto público (dado el procedimiento de déficit excesivo pendiente) y la contracción de la inversión (véase la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b). El crecimiento de las exportaciones, sin embargo, depende de que no se materialice el escenario probable de aranceles por parte de los Estados Unidos sobre los automóviles y los bienes agrarios e industriales europeos.

Por su parte, la inflación de septiembre se ha situado en 0,4% a/a, como reflejo de la débil demanda, la cual permanece estancada a pesar de que la tasa de desempleo se ubica en 9,5% en virtud de que los salarios permanecen estancados (+0,7% a/a en junio).

Italia tiene un nuevo gobierno, la coalición entre Partido Democrático y Movimiento 5 Estrellas. Este nuevo gobierno tendrá que afrontar varias reformas para impulsar crecimiento y enderezar las cuentas públicas. El punto más acuciante a corto plazo es la previsible cancelación de la subida del IVA prevista para dentro de pocos meses, lo que obligará a buscar el equilibrio fiscal a través de una mayor moderación del gasto. La aprobación del presupuesto de 2020 va a ser clave para la estabilidad del gobierno y para su credibilidad ante los mercados y la Comisión Europea. Italia se ha librado de un Procedimiento de Déficit Excesivo por parte de la Comisión Europea

- El nuevo gobierno en Italia tendrá que afrontar la falta de crecimiento y las restricciones sobre el gasto público.
- Efectos de la eventual aplicación de aranceles a la exportación de automóviles europeos.
- Crecimiento salarial estancado; otro viento en contra para la dinamización de la actividad económica.

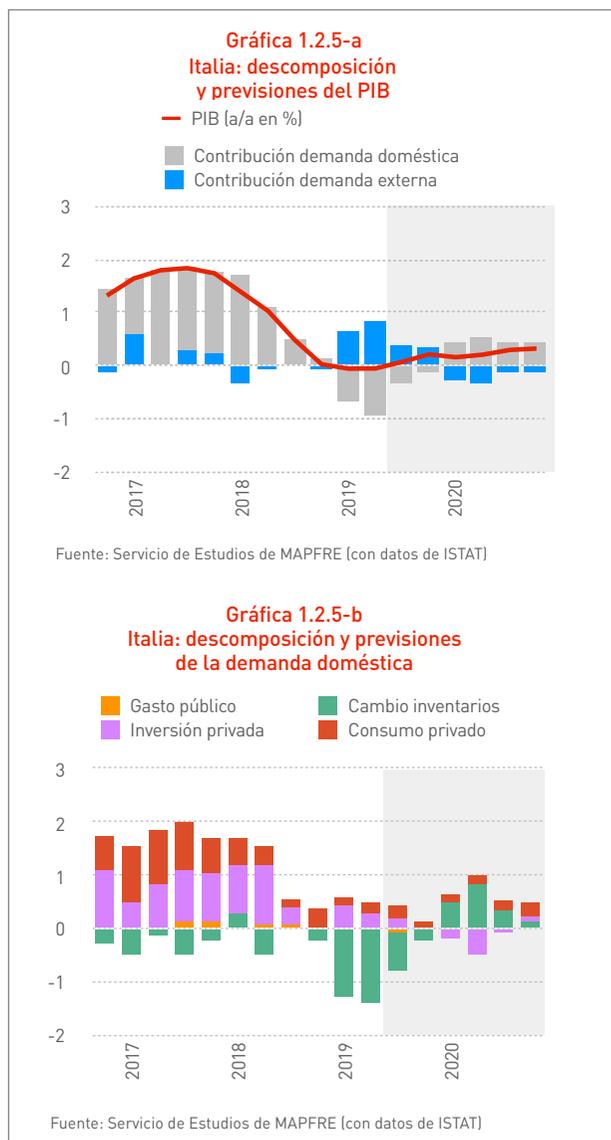


Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	0,2	0,8	1,2	1,8	0,7	0,0	0,2
Contribución de la demanda doméstica	-0,1	1,3	1,6	1,5	0,8	-0,5	0,5
Contribución de la demanda externa	0,3	-0,5	-0,4	0,3	-0,1	0,6	-0,2
Contribución del consumo privado	0,1	1,1	0,8	0,9	0,3	0,2	0,2
Contribución de la inversión privada	-0,4	0,3	0,6	0,8	0,6	0,2	-0,1
Contribución del gasto público	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda doméstica (% a/a, media)	0,3	1,4	1,7	1,5	0,9	-0,5	0,5
Consumo total (% a/a, media)	0,0	1,3	1,0	1,2	0,5	0,2	0,2
Inversión privada (% a/a, media)	-2,1	1,9	3,7	4,5	3,3	1,2	-0,8
Exportaciones (a/a en %)	2,4	4,2	2,3	6,4	1,4	2,4	0,8
Importaciones (a/a en %)	3,0	6,7	3,8	5,8	1,8	0,7	1,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	12,7	11,5	11,8	11,0	10,5	9,8	10,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	0,2	0,1	0,9	1,4	0,4	1,0
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-2,6	-2,4	-2,4	-2,2	-2,2	-2,5
Balance comercial (% PIB)	2,6	2,5	2,9	2,8	2,2	2,9	2,9
Impulso fiscal (% PIB)	1,6	1,5	1,5	1,4	1,5	1,4	1,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,9	1,3	2,5	2,6	2,5	2,7	2,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,39	-0,33
Tipo de largo plazo (final período)	1,88	1,61	1,82	2,00	2,77	0,87	2,05
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,09	1,12
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.						
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.						
Crédito familias (% a/a, media)	-1,0	-0,3	0,4	1,3	1,7	2,3	4,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-2,5	-1,9	-2,0	-2,8	-1,1	-1,1	0,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-27,0	-3,0	-3,9	-11,5	25,7	13,4	-4,2
Tasa de ahorro (% , media)	11,0	10,3	10,1	9,3	9,4	10,0	9,8

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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

antes del verano, pero el presupuesto de 2020 será clave para mantener esa confianza.

1.2.6 Reino Unido

Desaceleración evidente

Reino Unido registró una contracción de -0,2% t/t en el segundo trimestre del año, dejando la tasa interanual en 1,3%. El consumo privado ha crecido un 1,2% a/a, mientras que la inversión se ha estancado (0,3%) y las exportaciones se han contraído (-1,4%). Las encuestas de situación no son muy alentadoras: todos los PMIs (compuesto, manufacturero y servicios) se encuentran en zona de contracción (por debajo de los 50 puntos).

La confianza de los consumidores (GfK) se situaba en -12 puntos en septiembre, manteniéndose en terreno negativo desde 2016. La producción industrial, por su parte, se estabilizó en julio +0,1% t/t, pero sigue acumulando una disminución de -0,9% este año.

En este contexto, mantenemos la previsión de crecimiento del 1,3% en 2019 y rebajamos la previsión para el 2020 en 8 décimas hasta 1,1%, considerando la desaceleración económica global y que continúa sin resolverse el mecanismo de salida del Reino Unido de la Unión Europea, lo que ha consolidado un escenario de menor crecimiento tanto por motivos externos como internos (véase la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

- **La incertidumbre (la indefinición del Brexit sumada al ciclo económico mundial) presiona la economía del Reino Unido al borde de la recesión (PIB-0,2% en el segundo trimestre).**
- **Se prevé que el crecimiento anual para 2019 se sitúe en el 1,3%.**
- **Aplazamiento del Brexit cada vez más probable, con posibles elecciones y nuevo referéndum.**

El mercado laboral parece seguir fuerte, con una tasa de desempleo ligeramente inferior al 4% desde principios de este año. El crecimiento salarial anual ha continuado fortaleciéndose hasta alcanzar la mayor tasa en más de una década (4,0% en julio). Pese a lo anterior, la inflación mantiene una tendencia de desaceleración en línea con la global. La inflación se situó en 1,7% en agosto, con la subyacente en 1,5%, con tendencia decreciente desde principios de 2018.

El Banco de Inglaterra mantuvo los tipos de interés en el 0,75% en su reunión del 19 de septiembre y considera diferentes escenarios. Asimismo, avisa que la respuesta de política monetaria podría orientarse en ambas direcciones dependiendo del escenario del Brexit y que, por lo tanto, es posible que los tipos de interés se muevan en ambas direcciones. En caso de un Brexit suave y acordado y una recuperación de la demanda, podrían generarse condiciones que justificaran una subida para mantener la inflación cerca del 2%. Por el contrario, en caso de una salida sin acuerdo, el Banco de Inglaterra tendría que contrapesar los efectos inflacionarios de una probable depreciación de la moneda y reducción de oferta, con los efectos de reducción de la demanda (desaceleración económica).

En referencia al Brexit, seguimos considerando un aplazamiento como un escenario de alta probabilidad, con base en la decisión del Parlamento británico de acordar una nueva prórroga si no hubiera un pacto antes del 19 de octubre. Pese a que Londres y Bruselas han alcanzado recientemente un acuerdo, no se prevé que este prospere en la votación del parlamento británico el 18 de octubre.

Finalmente, cabe señalar que la libra esterlina no termina de encontrar una tendencia clara, habiéndose depreciado cuando parecía que la solución era de un Brexit sin acuerdo y volviendo a recuperarse cuando el Parlamento legisló en contra de esa posibilidad.

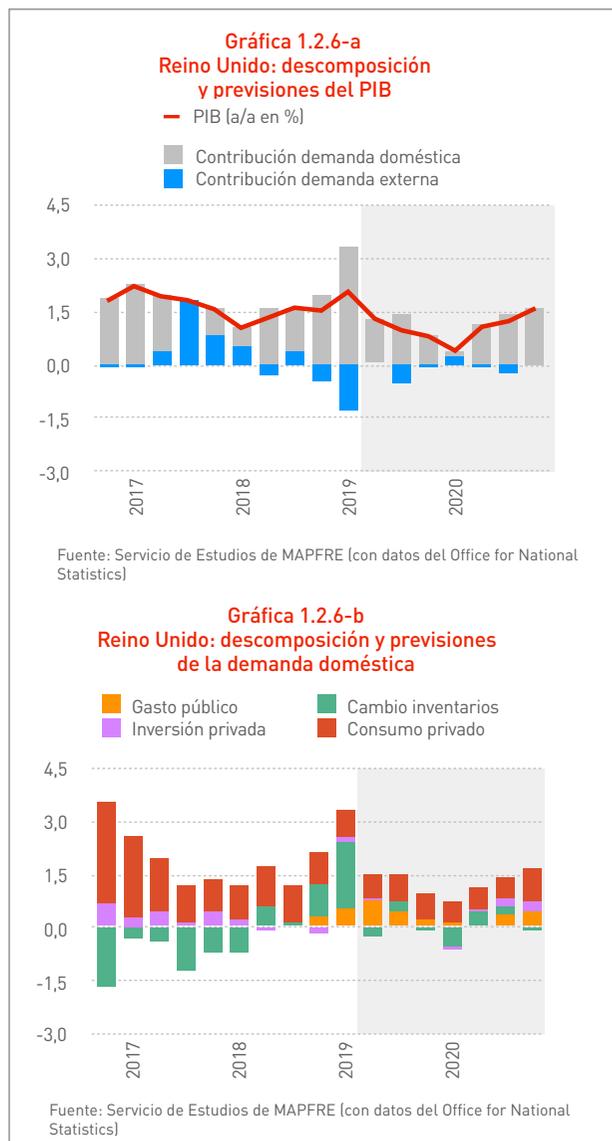


Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,6	2,4	1,9	1,9	1,4	1,3	1,1
Contribución de la demanda doméstica	2,6	2,5	2,5	1,1	1,3	1,7	1,1
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,1	-0,6	0,7	0,1	-0,4	0,0
Contribución del consumo privado	1,5	1,8	2,4	1,4	1,0	0,7	0,7
Contribución de la inversión privada	0,7	0,6	0,6	0,3	-0,0	0,0	0,1
Contribución del gasto público	0,4	0,3	0,2	0,0	0,1	0,5	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,7	2,5	2,6	1,2	1,3	1,8	1,1
Consumo total (% a/a, media)	2,4	2,7	3,2	1,8	1,4	1,5	1,2
Inversión privada (% a/a, media)	6,7	3,7	3,6	1,6	-0,1	0,3	0,7
Exportaciones (a/a en %)	1,1	3,8	2,7	6,2	-0,8	-1,1	0,5
Importaciones (a/a en %)	3,6	5,5	4,4	3,5	0,7	2,8	-1,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,7	5,1	4,7	4,4	4,0	3,8	3,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,9	0,1	1,2	3,0	2,3	1,9	1,7
Balance fiscal (% PIB)	-5,5	-4,5	-3,2	-2,4	-2,2	-2,2	-2,4
Balance comercial (% PIB)	-6,5	-6,1	-6,7	-6,6	-6,6	-6,7	-6,1
Impulso fiscal (% PIB)	-2,9	-2,2	-0,9	0,2	0,2	0,0	-0,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,7	-4,9	-5,2	-3,5	-4,3	-4,6	-3,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	1,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,56	0,59	0,37	0,52	0,91	0,79	1,06
Tipo de largo plazo (final período)	1,82	2,02	1,28	1,25	1,33	0,49	0,91
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,56	1,48	1,23	1,35	1,28	1,20	1,27
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,28	1,36	1,17	1,13	1,11	1,10	1,14
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,7	2,9	4,0	3,9	3,4	3,4	3,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,3	-1,9	6,2	9,5	1,7	1,3	2,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-9,2	-13,9	7,3	9,4	5,1	5,0	5,0
Tasa de ahorro (% , media)	9,4	10,0	7,2	5,3	6,1	6,1	5,8

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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

1.2.7 Japón

Efecto del IVA a percibir en el cierre de 2019

La economía japonesa creció un 1,0% (a/a) y 0,3% t/t en el segundo trimestre del año. El consumo privado es el componente que está sosteniendo el crecimiento, dado que las exportaciones se han contraído (-1,2% a/a) y la inversión apenas sube (0,3%). En el tercer trimestre es de esperar una anticipación en el consumo como consecuencia de la entrada en vigor de la subida del IVA, que pasará de un 8% a un 10% a partir del 1 de octubre. Sin embargo, ya en el cuarto trimestre y entrado el 2020, se prevé que la subida fiscal tenga un efecto negativo. El gobierno espera mitigar dicho efecto con la aplicación de determinadas exenciones en el sector alimentario y medidas temporales en el caso del sector inmobiliario y del automóvil. Por otro lado, se espera que la celebración de las olimpiadas en 2020 tenga un efecto positivo sobre el consumo.

- **Mejor desempeño de la economía japonesa en 2019, pero estancamiento en 2020.**
- **El IVA subió del 8% al 10% el 1 de octubre, obligando a mitigar el impacto con exenciones fiscales y otros beneficios.**
- **Las exportaciones se encuentran inhibidas por las diferentes tensiones comerciales.**

Dadas las tensiones comerciales globales (ahora también entre Japón y Corea del Sur) y la desaceleración global, no es de esperar que las exportaciones impulsen la economía. Los datos que han sido publicados recientemente muestran un continuo deterioro de las exportaciones de mercancías (- 8,2% en agosto) y de la producción industrial (-2,0% en agosto; -4,7% sin ajustar la estacionalidad). Tampoco la inversión pareciera constituir un factor de reactivación, a pesar de que en el segundo trimestre creció un

0,8% a/a (2,0% t/t) por diferentes factores (exportaciones en atonía y envejecimiento poblacional).

La confianza del consumidor se encuentra en caída libre (35,8 en septiembre) y el indicador Tankan de condiciones de negocio para las industrias sigue empeorando tanto las condiciones actuales como en las expectativas. Asimismo, los índices PMI anticipan un empeoramiento principalmente en el sector industrial (48,9 en septiembre), mientras que el sector servicios sigue en territorio positivo (52,8).

Nuestra previsión de crecimiento para el 2019 mejora 3 décimas, hasta situarse en un 0,8%, motivada por la resiliencia del consumo interno en el segundo trimestre y la anticipación de compras ante la subida del IVA, que ocurrirá a partir del tercer trimestre. Pero en 2020 se mantendrá la previsión de crecimiento apenas por encima de cero, debido a la atonía en las exportaciones y la ralentización del consumo como consecuencia las políticas fiscales (véase la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

Ante las crecientes presiones deflacionarias, el Banco de Japón ha mantenido sin cambios los tipos de interés oficiales en su último encuentro el 19 de septiembre en -0,10%, pero no desea profundizar en las tasas negativas, dado su impacto desfavorable para el sector bancario. Sin embargo, no es de descartar que el Banco de Japón adopte nuevas medidas no convencionales para abordar la problemática de la posible deflación.

Respecto al Yen, la desaceleración mundial y el giro acomodaticio de los bancos centrales en el mundo hacen que la economía japonesa no destaque de forma negativa. De esta forma, se observa cierta estabilidad en la moneda, moviéndose en el rango de los 105-108 JPY/USD.

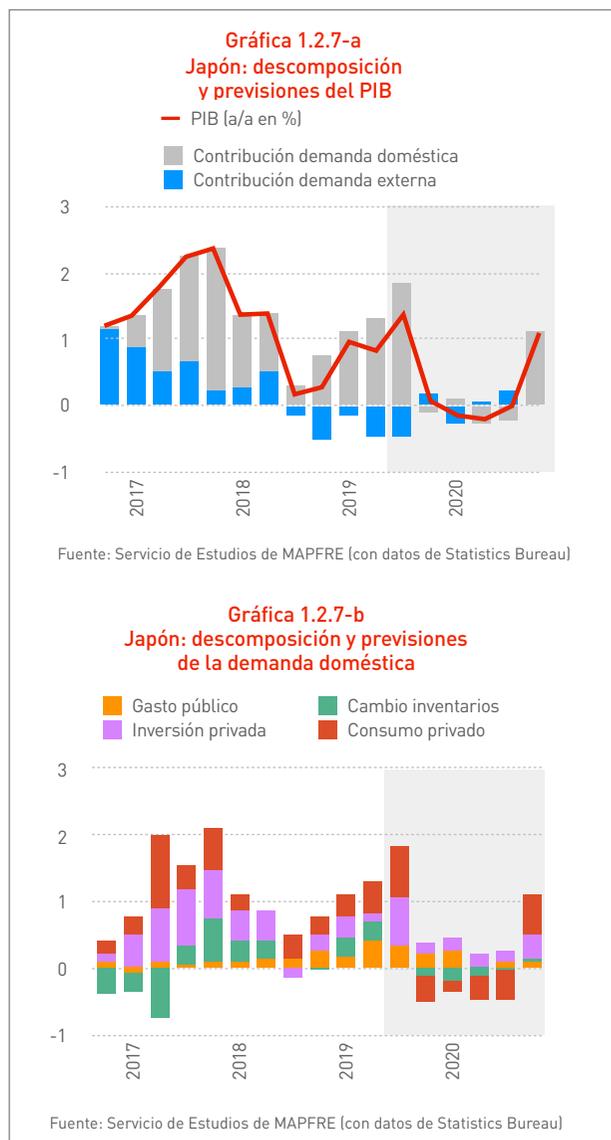


Tabla 1.2.7
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	0,3	1,3	0,6	1,9	0,8	0,8	0,2
Contribución de la demanda doméstica	-0,3	0,9	0,0	1,4	0,8	1,0	0,2
Contribución de la demanda externa	0,6	0,4	0,6	0,6	0,0	-0,2	0,0
Contribución del consumo privado	-0,5	-0,1	-0,1	0,6	0,2	0,3	-0,1
Contribución de la inversión privada	0,4	0,4	-0,1	0,7	0,2	0,3	0,2
Contribución del gasto público	0,1	0,3	0,3	0,1	0,2	0,3	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	0,3	0,9	0,0	1,3	0,8	1,0	0,2
Consumo total (% a/a, media)	-0,6	0,3	0,3	0,9	0,5	0,8	0,0
Inversión privada (% a/a, media)	3,0	1,7	-0,3	3,0	1,0	1,4	0,9
Exportaciones (a/a en %)	9,3	3,0	1,7	6,8	3,5	-2,0	0,9
Importaciones (a/a en %)	8,4	0,7	-1,6	3,4	3,3	-0,7	0,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,5	3,3	3,0	2,7	2,4	2,4	2,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,5	0,2	0,3	0,6	0,9	1,3	0,4
Balance fiscal (% PIB)	-5,4	-3,6	-3,5	-3,0	-2,5	-2,8	-3,2
Balance comercial (% PIB)	-2,0	-0,2	1,0	0,9	0,2	0,0	-0,1
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,8	3,1	3,9	4,2	3,5	3,3	3,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,07	0,04	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06
Tipo de corto plazo (final período)	0,11	0,08	-0,05	-0,02	-0,07	-0,08	-0,07
Tipo de largo plazo (final período)	0,33	0,27	0,04	0,05	0,01	-0,20	-0,20
Tipo de cambio vs USD (fin período)	119,85	120,27	116,78	112,69	109,70	107,00	105,17
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	145,51	130,94	123,10	135,15	125,61	116,57	117,48
Crédito privado (% a/a, media)	2,1	2,0	2,2	4,6	3,1	2,9	1,9
Crédito familias (% a/a, media)	0,7	1,1	1,3	2,2	2,8	1,0	-0,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,4	0,4	1,8	2,4	1,9	3,2	1,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,5	7,8	-0,2	8,0	5,9	0,8	1,7
Tasa de ahorro (% , media)	-0,2	1,2	2,9	2,5	4,3	4,3	4,3

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Statistics Bureau)
 Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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

1.2.8 Turquía

La relajación monetaria ayuda pero las debilidades estructurales permanecen

La economía turca ha pasado por un ajuste cíclico significativo después de dos trimestres de contracción en la segunda mitad de 2018, logrando salir de la recesión a principios de 2019, gracias principalmente al estímulo fiscal. En el segundo trimestre de 2019, la actividad económica en Turquía creció 1,2% t/t, aunque en términos interanuales sigue en negativo (-1,5% a/a). El consumo privado en el segundo trimestre empieza a repuntar con respecto al trimestre previo pero, en términos interanuales, sigue en negativo (-1%), y la inversión profundizó su caída hasta un -23% a/a. Por su parte, las exportaciones crecen un 8,1% y las importaciones siguen cayendo un -17% interanualmente, dando continuidad al ajuste por cuenta corriente, que entró en superávit en julio (+0,1% del PIB) a raíz de la devaluación de la moneda. El desempleo se ha situado en el 13%, después de alcanzar máximos del 14,7% a principios de este año.

- **La economía de Turquía parece haber abandonado la recesión, pero permanece muy débil, especialmente por el lado de la inversión.**
- **Hay una debilidad estructural derivada de una elevada deuda privada en dólares, por lo que necesita financiación externa para evitar caer en una crisis de balanza de pagos.**

Llama la atención la inflación en el mes de septiembre, situada en el 9,3% a/a (contra el 15% en agosto). En gran medida se trata de un efecto de base (+24,5% en septiembre del año anterior), como se puede observar en la inflación mes a mes, que ha sido del 1%. Aun así, en vista de la evolución anual, el Servicio de Estudios de MAPFRE rebaja su previsión de la inflación para el 2019 hasta el 10,5% desde los 14,5%.

El giro acomodaticio de la política monetaria a nivel global y los buenos datos de inflación han permitido al banco central recortar en 325 pbs los tipos de interés el 13 de septiembre y situarlos en 16,5% (750 pbs de bajada acumulada desde el nivel del 24% registrado en junio). Las estimaciones del Servicio de Estudios de MAPFRE son de una bajada adicional de 150 pbs hasta situarlos cerca del 15,0% a final de año.

A pesar de la salida de la recesión, la recuperación económica no se presenta aún en todos los ámbitos de la economía turca, fundamentalmente por la debilidad de la inversión. La producción industrial (-0,4% a/a en julio), el PMI manufacturero (50,0 en septiembre) y la confianza de los consumidores (55,1 en septiembre) confirman que no se vislumbra dicha recuperación.

La capacidad de reacción vía políticas fiscal y monetaria se ha debilitado, y las reservas de moneda extranjera son insuficientes para los compromisos a 12 meses. En este contexto, de presentarse dificultades de financiación externa, Turquía podría tener problemas en su balanza de pagos. Basta señalar que el sector privado y público de Turquía tiene renovaciones de deuda por valor de 180 millardos de dólares para los próximos 12 meses (lo que supone un 24% del PIB).

El estímulo fiscal realizado en 2018 y 2019 para superar la recesión, sin embargo, ha dejado el déficit presupuestario (según datos del FMI) en un 5,2% y el déficit primario en 2,9%, resultando en una trayectoria ascendente de la deuda y dejando poco margen para nuevos estímulos. Paradójicamente, la desaceleración global, la suavización de la inflación y la bajada global de tipos han favorecido a Turquía, permitiendo bajar sus tipos de interés.

Teniendo en cuenta el contexto económico global y la dinámica reciente de la economía turca, el Servicio de Estudios de MAPFRE ha revisado sus estimaciones de crecimiento del PIB para el conjunto del año 2019, llegando al 0% desde los -1,6%. Para 2020, estimamos que vuelva a crecer hasta un nivel de 2,5% por la recuperación del consumo y la inversión (véase la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

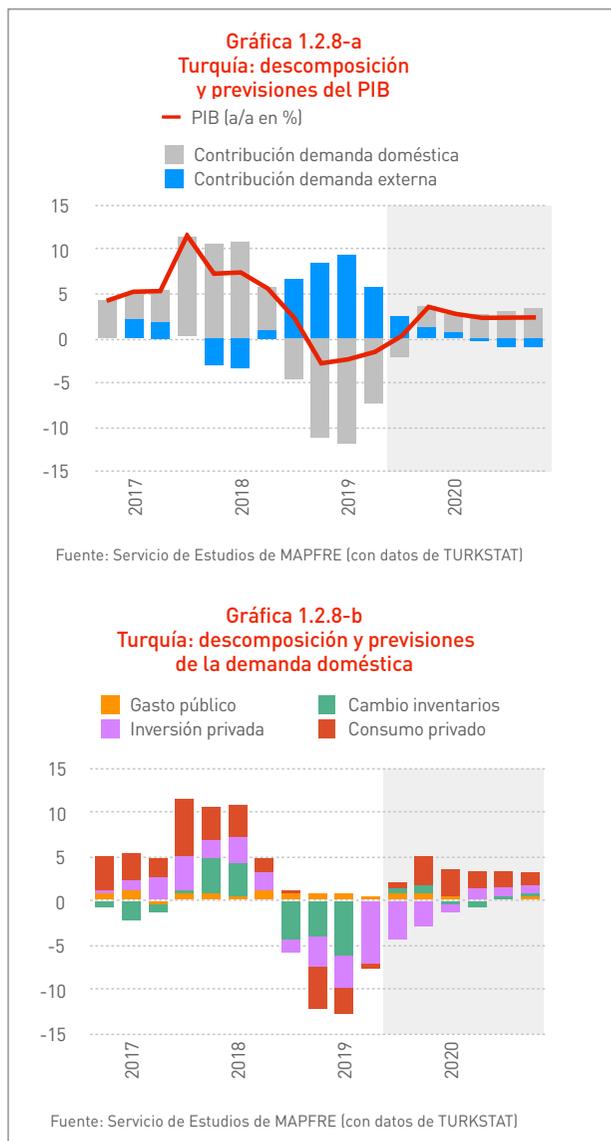


Tabla 1.2.8
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	5,3	6,0	3,3	7,4	3,1	0,0	2,5
Contribución de la demanda doméstica	3,4	5,5	4,6	7,1	0,0	-4,7	2,8
Contribución de la demanda externa	1,9	0,5	-1,3	0,3	3,2	4,7	-0,3
Contribución del consumo privado	1,9	3,4	2,2	3,8	0,3	0,0	2,0
Contribución de la inversión privada	1,3	2,7	0,7	2,4	0,0	-4,4	0,5
Contribución del gasto público	0,4	0,5	1,3	0,7	0,9	0,8	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,2	5,4	4,5	7,0	0,1	-4,6	3,0
Consumo total (% a/a, media)	3,0	5,1	4,7	6,0	1,6	1,1	3,2
Inversión privada (% a/a, media)	5,5	9,1	2,4	8,2	0,1	-15,2	2,2
Exportaciones (a/a en %)	8,3	4,3	-1,7	12,0	7,6	5,8	3,1
Importaciones (a/a en %)	-0,3	1,8	3,7	10,2	-6,3	-14,4	6,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,7	10,5	12,1	10,3	12,3	13,6	12,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	8,8	8,2	7,6	12,3	22,4	10,5	10,8
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-1,1	-1,3	-1,6	-1,9	-2,8	-2,3
Balance comercial (% PIB)	-6,8	-5,6	-4,7	-6,9	-5,4	-2,8	-3,4
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	-1,2
Tipo de interés oficial (final período)	8,51	8,81	8,31	12,75	24,06	14,81	12,83
Tipo de corto plazo (final período)	9,79	11,47	9,90	14,61	24,07	14,79	13,37
Tipo de largo plazo (final período)	7,96	10,74	11,40	11,72	16,53	12,93	12,00
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,33	2,92	3,52	3,79	5,29	5,88	5,93
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	2,83	3,18	3,71	4,55	6,06	6,40	6,63
Crédito privado (% a/a, media)	23,2	23,0	12,8	20,6	18,3	8,9	9,3
Crédito familias (% a/a, media)	16,3	12,5	7,1	17,5	9,8	0,3	12,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	30,1	29,9	14,7	24,3	20,9	-8,0	7,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	22,4	26,4	9,0	27,2	25,1	20,7	9,6
Tasa de ahorro (% , media)	26,2	28,3	32,8	30,9	30,0	27,6	26,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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

Por último, la lira turca, después de haberse recuperado en el segundo trimestre del año, ha encontrado algo de estabilidad en el tercer trimestre, fluctuando en el rango de los 5,60- 5,80 TRY/USD. A esto ha contribuido la relajación de las políticas monetarias globales, pero, especialmente, la de Estados Unidos.

1.2.9 México

Crecimiento debilitado por la caída de la inversión

La economía mexicana ha sufrido un estancamiento en el segundo trimestre del año, con 0% t/t, que deja el crecimiento interanual en 0,3%. Esta desaceleración se percibe en el consumo privado (+0,6% a/a ajustado por estacionalidad) y en el gasto gubernamental (-1,9% a/a ajustado), pero principalmente en la inversión (-5,2% a/a ajustado, -4% la privada y -11,5% la pública). En el segundo trimestre, las exportaciones crecieron un 3,2% a/a y las importaciones un 0,7%, aún sin señales claras del efecto de la política comercial de Estados Unidos sobre su tejido industrial y agrícola.

- **Crecimiento de 0% t/t de la economía mexicana en el segundo trimestre evita técnicamente la recesión.**
- **La caída de la inversión (-5,2% a/a ajustada por estacionalidad), el principal responsable.**
- **Se ha revisado el pronóstico de crecimiento para 2019 al 0,3%.**

De esta forma, el crecimiento del PIB en 2019 podría situarse en el 0,3% y en el 1,1% en 2020 (véase la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b). Así, a futuro, el escaso crecimiento esperable vendrá de la mano del consumo y el sector exterior, mientras que la producción industrial y la inversión sentirán el efecto del cambio de ciclo global. La producción industrial de julio se

redujo un -1,7% interanual, en línea con muchos de los países desarrollados, aunque en el caso mexicano se ve agravada por la menor inversión del sector privado. El PMI manufacturero de septiembre se situó en 49,1, bajo la zona de contracción.

Por otra parte, en agosto la inflación descendió al 3,2%, con la subyacente en el 3,8%, debido a la bajada de los precios de la energía y a la ausencia de presión inflacionaria en los productos agrícolas. En su reunión de septiembre, el Banco de México redujo en 25 pbs los tipos de interés, hasta 7,75%, acumulando 50 pbs de bajada en lo que va de año. Esto fue posible, en buena medida, por la bajada de los tipos de interés en Estados Unidos y por la moderación de la inflación. En este sentido, y considerando posibles bajadas de tipo de interés por parte de la Reserva Federal, el Banco de México podría proceder con idéntico itinerario en lo que resta del año.

El 6 de septiembre, el gobierno publicó un documento llamado “Criterios Generales de Política Económica” en el que queda reflejado su compromiso con la disciplina fiscal y establece un objetivo de superávit primario del 0,7% del PIB. También se está llevando a cabo una orientación de la gestión del gasto público según criterios de eficiencia y austeridad. En el caso de la economía mexicana, los riesgos provienen, en general, de una falta de reactivación de la inversión y a la ausencia de crecimiento debida a unos ingresos fiscales o producción petrolífera inferior a lo estimado.

1.2.10 Brasil

Avances en la reforma de la seguridad social

La economía brasileña creció 0,4% t/t en el segundo trimestre, dejando la tasa interanual en el 1,0%. El consumo privado (+1,6%) y la inversión (+5,2%) han repuntado en el segundo trimestre, al igual que las exportaciones e importaciones, que han crecido un 1,8% y un 4,7%, respectivamente.

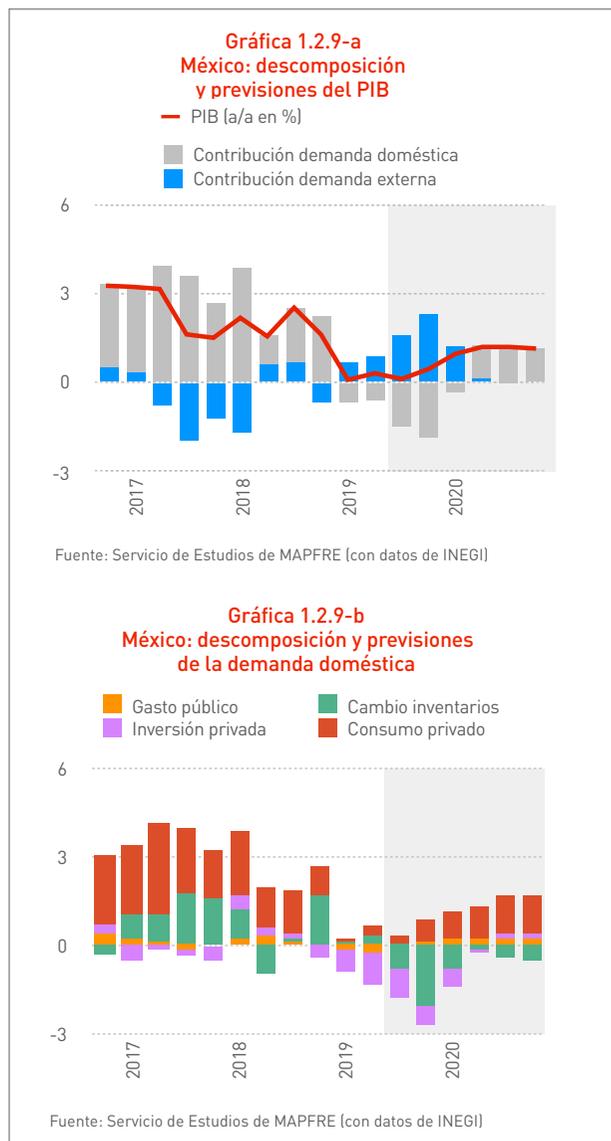


Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,8	3,3	2,6	2,4	2,0	0,3	1,1
Contribución de la demanda doméstica	2,0	2,5	2,2	3,3	2,2	-1,1	0,8
Contribución de la demanda externa	0,8	0,8	0,4	-0,9	-0,2	1,4	0,4
Contribución del consumo privado	1,4	1,8	2,3	2,3	1,5	0,4	1,1
Contribución de la inversión privada	0,3	1,1	0,2	-0,3	0,1	-0,9	-0,1
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,1	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,5	2,5	2,2	3,3	2,2	-1,1	0,8
Consumo total (% a/a, media)	2,2	2,6	3,4	3,0	2,1	0,4	1,7
Inversión privada (% a/a, media)	3,0	5,1	1,1	-1,6	0,6	-4,3	-0,4
Exportaciones (a/a en %)	6,9	8,6	3,6	4,3	5,6	3,1	1,6
Importaciones (a/a en %)	5,9	6,0	2,4	6,9	6,2	-0,7	0,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,4	4,2	3,5	3,3	3,3	3,7	3,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,2	2,3	3,2	6,6	4,8	3,2	3,4
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-3,4	-2,5	-1,1	-2,0	-2,0	-2,4
Balance comercial (% PIB)	-0,2	-1,2	-1,2	-0,9	-1,1	-0,7	-1,7
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,9	-2,6	-2,3	-1,7	-1,8	-1,1	-1,8
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	3,25	5,75	7,25	8,25	7,25	7,25
Tipo de corto plazo (final período)	3,31	3,50	6,02	7,56	8,50	7,45	6,51
Tipo de largo plazo (final período)	5,79	6,28	7,42	7,66	8,70	6,84	6,79
Tipo de cambio vs USD (fin período)	14,74	17,20	20,74	19,67	19,65	19,90	20,40
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	17,90	18,73	21,86	23,59	22,50	21,67	23,46
Crédito privado (% a/a, media)	10,8	13,6	16,3	12,1	10,4	9,1	6,1
Crédito familias (% a/a, media)	8,1	8,4	12,8	10,0	8,4	6,1	3,0
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	-0,8	4,0	16,9
Tasa de ahorro (% , media)	13,8	14,6	12,8	10,7	12,5	16,2	16,4

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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

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	0,8	1,7
Contribución de la demanda doméstica	0,5	-7,1	-5,1	1,1	1,9	0,9	1,8
Contribución de la demanda externa	0,0	3,6	1,8	-0,1	-0,8	-0,1	-0,1
Contribución del consumo privado	1,5	-2,2	-2,7	0,9	1,3	0,9	1,2
Contribución de la inversión privada	-0,7	-2,9	-2,3	-0,4	0,7	0,3	0,4
Contribución del gasto público	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,0	-0,1	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	0,2	-6,7	-4,9	1,1	1,8	0,9	1,8
Consumo total (% a/a, media)	2,0	-2,8	-3,0	0,9	1,5	1,0	1,4
Inversión privada (% a/a, media)	-4,1	-14,0	-11,9	-2,4	4,1	1,6	2,5
Exportaciones (a/a en %)	-1,3	6,9	0,7	5,8	3,5	0,7	1,9
Importaciones (a/a en %)	-2,3	-14,1	-9,7	5,6	7,7	1,3	2,2

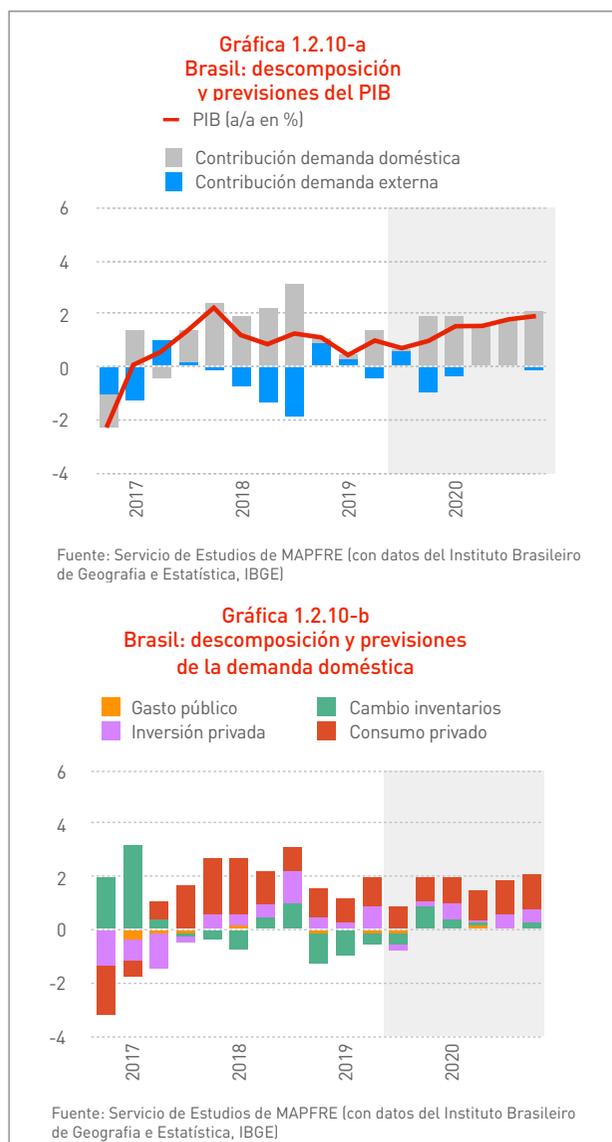
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,5	8,9	12,0	11,8	11,6	11,1	10,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,5	10,4	7,0	2,8	4,1	3,3	3,7
Balance fiscal (% PIB)	-6,0	-10,2	-9,0	-7,8	-7,1	-6,1	-5,8
Balance comercial (% PIB)	-0,3	1,0	2,5	3,1	2,8	2,7	2,5
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,1	-3,0	-1,3	-0,7	-1,2	-1,4	-1,4

Tipo de interés oficial (final período)	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	4,00	5,00
Tipo de corto plazo (final período)	11,65	14,15	13,65	6,90	6,40	4,40	4,40
Tipo de largo plazo (final período)	12,25	16,10	11,36	10,24	9,28	6,78	6,65
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,66	3,90	3,26	3,31	3,87	4,10	3,90
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3,22	4,25	3,43	3,97	4,44	4,47	4,36

Crédito privado (% a/a, media)	n.d.						
Crédito familias (% a/a, media)	14,1	10,1	4,3	4,6	6,8	10,9	16,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.						
Tasa de ahorro (% , media)	20,3	18,2	17,3	18,3	18,5	18,0	18,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografía e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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



En términos generales, la situación parece estar mejorando, pero es posible que el entorno global de menor crecimiento dificulte una recuperación económica en Brasil. La producción industrial aumentó 0,8% m/m en agosto, atribuible a la recuperación de la producción minera. El índice de gestores de compras PMI ha vuelto al terreno positivo (52,5 en septiembre) anticipando cierta recuperación. La confianza de

los consumidores mejora ligeramente, hasta 89,7 en junio. La necesidad de consolidación en el terreno fiscal impedirá que el gasto público sea un impulsor relevante de los niveles de actividad económica. De esta forma, se prevé un crecimiento del 0,8% para 2019 y de 1,7% en 2020 (véase la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

En ausencia de presiones inflacionarias (3,4% en agosto, consistente con el objetivo del Banco Central) y con perspectivas de bajo crecimiento, en la reunión de septiembre el Banco Central bajó 50 pbs los tipos Selic hasta 5,5% y abrió la puerta a bajadas adicionales en el futuro argumentando que las perspectivas favorables para la inflación permitirían ajustes adicionales en el grado del estímulo. El Servicio de Estudios de MAPFRE estima una bajada adicional de 50 pbs en octubre, seguida otra de 50 pbs en diciembre, para terminar el año en 4,50%.

El Senado aprobó el 2 de octubre en una primera votación, con 56 votos a favor y 19 en contra, la reforma de la seguridad social. De las 78 enmiendas que la oposición propuso, solo una se ha aprobado: un recorte de 81,7 millardos de reales, lo cual sitúa al ahorro esperado para los próximos 10 años

- **Aprobada en primera votación la reforma de la seguridad social en Brasil. La segunda y definitiva está prevista para finales de octubre.**
- **Siguientes reformas: fiscalidad y privatizaciones, con la prioridad de enderezar la trayectoria presupuestaria y la deuda.**
- **Ligera recuperación de la producción industrial debida al desempeño de la industria minera.**

en 702 millardos de reales. La votación definitiva está prevista para finales de octubre. La aprobación de esta reforma permitirá al gobierno concentrarse en la reforma fiscal y en las privatizaciones, con el objetivo de reformar y estabilizar las finanzas públicas. En el mes de agosto, el déficit presupuestario ascendía a -6,3% el total y -1,4% el primario.

En cuanto al Real brasileño, en la antesala a la votación de la reforma de la seguridad social perdió terreno hasta cerca de 4,2 BRL/USD, pero tras el resultado de la votación se recuperó hasta el nivel de 4,0 BRL/USD.

1.2.11 Argentina

Las expectativas económicas siguen empeorando

En el segundo trimestre del año, la economía argentina se contrajo un -1,8% a/a (ajustado por estacionalidad). El consumo privado e importaciones continuaron contrayéndose en el segundo trimestre (-7,7% y -30%, respectivamente), a la par que la inversión lo hizo en un -18% a/a en ese mismo período. El ajuste real y la depreciación de la moneda han apoyado a las exportaciones, las cuales han crecido cerca de 7,5% en agosto. La tasa de paro subió 5 décimas en el segundo trimestre al 10,6%. De esta forma, la recesión se profundiza: la producción industrial cayó un -6,4% hasta agosto y la construcción en concreto un -5,9%, en tanto que el índice de confianza del consumidor sigue en territorio pesimista, marcando 42 puntos en septiembre.

- **La expectativa de contracción del PIB argentino empeora al -3,0%.**
- **La fuerte depreciación del peso argentino registrada desde agosto (+28%), llevará la inflación por encima del 55% interanual.**
- **La primera vuelta de las elecciones generales será el 27 de octubre en un contexto de incertidumbre.**

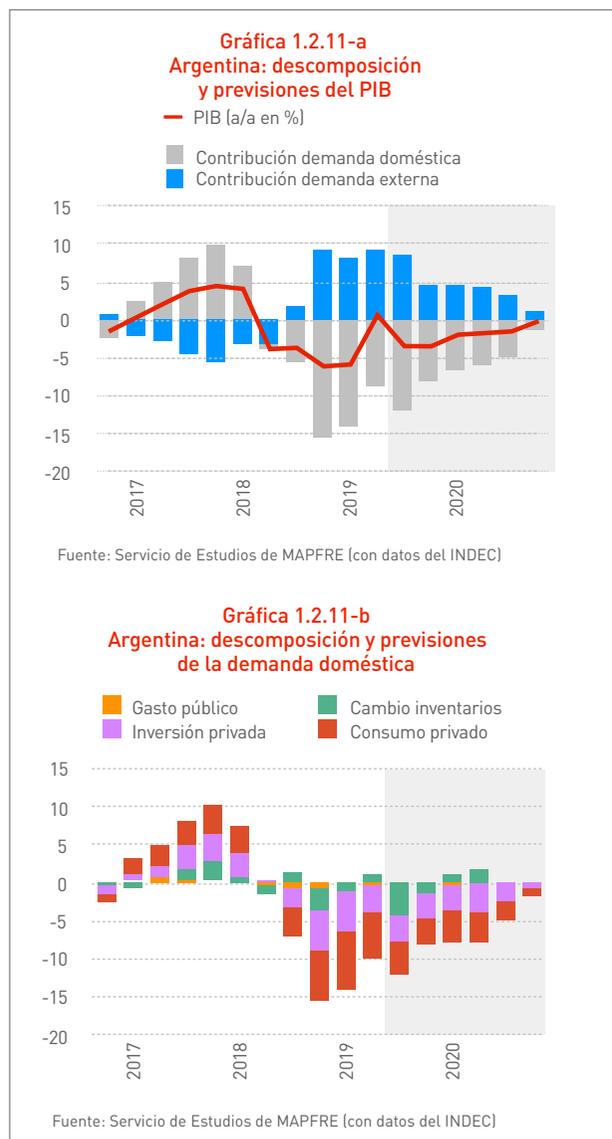
Tabla 1.2.11

Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	-2,5	2,7	-2,0	2,7	-2,4	-3,0	-1,3
Contribución de la demanda doméstica	-4,2	4,4	-1,6	6,4	-3,6	-10,7	-4,6
Contribución de la demanda externa	1,7	-1,7	-0,4	-3,7	1,3	7,7	3,3
Contribución del consumo privado	-3,1	2,5	-0,5	2,9	-1,7	-5,5	-2,8
Contribución de la inversión privada	-1,2	0,7	-1,1	2,3	-1,1	-3,9	-2,6
Contribución del gasto público	0,4	0,9	-0,1	0,4	-0,4	-0,1	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	-3,8	4,2	-1,5	6,0	-3,2	-9,8	-4,5
Consumo total (% a/a, media)	-3,2	4,1	-0,7	3,8	-2,6	-6,3	-3,2
Inversión privada (% a/a, media)	-6,6	3,4	-5,7	12,0	-4,5	-19,3	-15,8
Exportaciones (a/a en %)	-6,8	-2,8	6,0	1,7	-0,4	8,2	4,2
Importaciones (a/a en %)	-11,2	4,9	6,1	15,3	-3,8	-20,9	-9,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,9	7,0	7,6	7,2	9,1	9,9	9,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	44,2	26,0	37,5	23,3	47,4	53,0	34,7
Balance fiscal (% PIB)	-4,8	-5,9	-5,8	-5,9	-5,0	-4,5	-4,5
Balance comercial (% PIB)	1,0	-0,1	0,8	-0,9	-0,2	4,2	6,3
Impulso fiscal (% PIB)	-3,2	-3,9	-4,1	-3,7	-2,2	-0,3	-0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,6	-2,7	-2,7	-4,9	-5,1	-1,4	0,5
Tipo de interés oficial (final período)	25,33	33,00	24,75	28,75	59,25	85,52	27,00
Tipo de corto plazo (final período)	27,27	23,50	26,23	27,44	56,76	75,17	26,10
Tipo de largo plazo (final período)	9,36	6,65	7,00	5,91	10,86	22,22	8,88
Tipo de cambio vs USD (fin período)	8,55	13,04	15,89	18,65	37,70	60,48	82,14
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	10,38	14,20	16,75	22,37	43,17	65,90	91,75
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.						
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.						
Tasa de ahorro (% , media)	n.d.						

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INDEC)
 Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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



A la vista de que la recesión se agrava, hemos revisado nuestra previsión de crecimiento del PIB hasta el -3,0% a/a para 2019. Igualmente, posponemos la recuperación más allá del 2020, año en el que la economía registraría todavía un crecimiento negativo del -1,3% (véase la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

La inflación continúa fuera de control, agravada por la fuerte depreciación de la moneda (54,5% a/a en agosto). Prevemos que terminará el año en el entorno de 53%. El tipo de interés de referencia del Banco Central, el LELIQ a 7 días, se sitúa a fecha del informe en el 68%. Los tipos oficiales deberán mantenerse altos para estabilizar la moneda y financiar su déficit por cuenta corriente.

Por otra parte, el peso argentino no consigue volver a los niveles anteriores a las primarias de agosto. Por el contrario, va perdiendo terreno paulatinamente al ritmo que las expectativas siguen deteriorándose. El mes de septiembre se cerró en 57,6 ARS/USD y esperamos que se sitúe en torno a los 65 ARS/USD para finales de 2019, y en los 88 ARS/USD para el final de 2020.

Las elecciones presidenciales en Argentina tendrán lugar el 27 octubre con una posible segunda vuelta el 24 de noviembre. Alberto Fernández es el candidato favorito después de haber ganado a Mauricio Macri en las primarias por más de 15 puntos. Esta situación pesa sobre las confianzas, los flujos de inversión y, en última instancia, sobre la moneda. La administración resultante de las elecciones de octubre debería buscar alinearse con los requisitos del programa de ayuda del FMI y con los intereses de los acreedores privados externos. De no ocurrir esto, la administración podría volver a exigir altos niveles de condonación de deuda pública, negociaciones que podrían alargarse y que impedirían una recuperación económica a corto plazo. En este caso, el gobierno tendría que recurrir a financiación por parte del Banco Central, con los resultados adversos ya vividos en el pasado.

1.2.12 China

Incertidumbre sobre el acuerdo comercial

La economía de China creció al 6,2% en el segundo trimestre del año, demostrando cierto grado de resiliencia a las adversidades. El gobierno ha llevado a cabo un exitoso programa de medidas para estimular la demanda interna y contrarrestar la desaceleración del sector exterior causada por la guerra comercial (bajada de impuestos e impulso del crédito al sector privado). No obstante, pese al pre acuerdo alcanzado entre Estados Unidos y China, la incertidumbre respecto a posibles tensiones comerciales en el futuro sigue vigente.

- **Estados Unidos y China alcanzaron un pre acuerdo en materia comercial. Pese a ello, la incertidumbre persiste.**
- **Las políticas de estímulo interno seguirán amortiguando una desaceleración global que ya parece inevitable.**

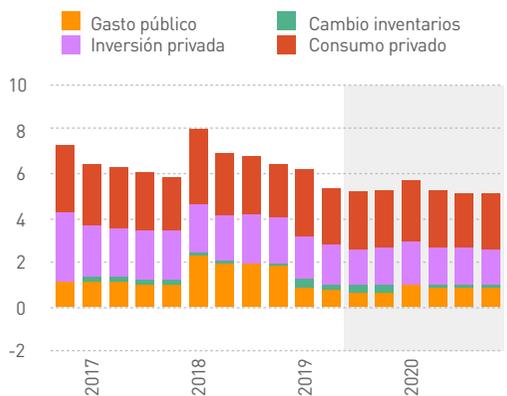
En el mes de agosto, repuntó el índice Caixin/Markit PMI compuesto y en septiembre el del sector manufacturero, ambos en zona de expansión (51,6 y 51,4, respectivamente). Sin embargo, de cara al cuarto trimestre se espera una desaceleración debido al aumento de la guerra de tarifas. Por el momento, la economía china sobrelleva la guerra comercial, ayudada por los estímulos y las exportaciones hacia otros países de Asia y Latinoamérica. Dentro del contexto de desaceleración global, se prevé un impacto en la demanda externa de productos manufacturados. En este entorno, y considerando los estímulos fiscales y monetarios aplicados por el gobierno chino, el Servicio de Estudios de MAPFRE prevé una tendencia a la desaceleración en los próximos años, con crecimiento del PIB de 6,1% en 2019 y de 5,7% en 2020 (véase la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b). Los riesgos de estas previsiones, sin embargo, consisten principalmente en una agravación

Gráfica 1.2.12-a
China: descomposición
y previsiones del PIB



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

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



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

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	6,1	5,7
Contribución de la demanda doméstica	5,7	6,9	7,3	6,1	7,1	5,5	5,3
Contribución de la demanda externa	1,6	0,0	-0,6	0,6	-0,5	0,6	0,4
Contribución del consumo privado	3,1	3,1	3,1	2,6	2,9	2,7	2,6
Contribución de la inversión privada	2,2	3,3	3,1	2,2	2,1	1,8	1,7
Contribución del gasto público	0,4	0,9	1,1	1,1	2,0	0,7	0,9
Demanda doméstica (% a/a, media)	7,1	7,1	7,5	6,2	7,2	5,6	5,4
Consumo total (% a/a, media)	7,1	8,0	8,5	7,2	9,4	6,5	6,5
Inversión privada (% a/a, media)	6,9	7,3	6,7	4,8	4,7	4,0	4,0
Exportaciones (a/a en %)	5,4	0,4	1,9	6,9	4,4	2,0	2,1
Importaciones (a/a en %)	7,7	0,5	3,2	8,2	6,6	0,1	2,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,1	4,1	4,0	3,9	3,8	3,6	3,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,5	1,5	2,2	1,8	2,2	3,2	2,7
Balance fiscal (% PIB)	-1,8	-3,4	-3,8	-3,7	-4,2	-4,3	-4,7
Balance comercial (% PIB)	4,2	5,3	4,4	3,9	2,9	3,1	3,0
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,3	2,8	1,8	1,6	0,4	0,9	0,8
Tipo de interés oficial (final período)	4,96	2,32	2,59	3,09	3,07	2,55	2,64
Tipo de corto plazo (final período)	5,75	3,05	4,25	5,53	3,70	2,85	2,97
Tipo de largo plazo (final período)	3,63	2,82	3,05	3,91	3,26	2,90	3,02
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,20	6,49	6,94	6,51	6,88	7,22	6,98
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	7,53	7,07	7,32	7,80	7,87	7,87	7,80
Crédito privado (% a/a, media)	13,4	14,8	13,3	10,5	12,0	12,4	11,0
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	38,3	38,9	39,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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

de la guerra de tarifas y en la reducción de la inversión por parte de las industrias debido a la incertidumbre creada.

Por otra parte, se prevé que el gobierno chino podría ajustar la intensidad de los estímulos monetarios y fiscales, debido a una inflación estable (2,8% en agosto) y a las perspectivas de desaceleración de los niveles de actividad. Esto se logrará disminuyendo la facilidad de crédito a medio plazo (que hace de referencia a los préstamos bancarios), la rebaja del requerimiento de reservas y aumentando la inversión en infraestructuras.

El Yuan (CNY) se ha vuelto a depreciar en agosto y septiembre, de 6,9 a 7,1 CNY/USD. La continuación de la guerra comercial provoca que no se descarte una depreciación mayor, aunque en nuestro escenario el Yuan terminaría el año cerca de 7,2 CNY/USD.

1.2.13 Indonesia

La economía volverá a acelerarse en 2020 y 2021

La economía indonesia creció un 5,0% en el segundo trimestre de 2019, confirmando una suave desaceleración a la par con el ciclo de las materias primas, en concreto el aceite de palma y el carbón, en un contexto de desaceleración global. Esta ralentización se ha hecho notar en las exportaciones, que se han contraído en los últimos dos trimestres. A su vez, las limitaciones impuestas a las importaciones

- **El proyecto para la construcción de una nueva capital de Indonesia es un hito importante para los próximos años.**
- **La economía de acelerará por el crecimiento previsto de la inversión en infraestructuras.**
- **El banco central bajaría tipos aprovechando la tendencia de la política monetaria a nivel global.**

han llevado a una desaceleración de la inversión en infraestructuras. Por otro lado, el consumo, el gasto del gobierno y la inversión siguen fuertes. Las perspectivas para 2020 y 2021 son de reactivación económica. En la agenda del presidente del país, Joko Widodo, se encuentran proyectos ambiciosos de desarrollo de infraestructuras, entre los que destaca la construcción de una nueva capital.

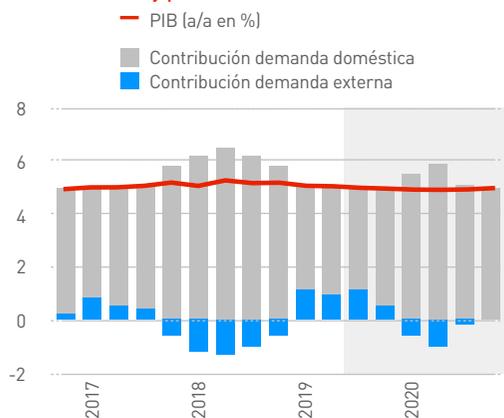
Indonesia no es inmune a la desaceleración global, principalmente vía precios de materias primas, pero la economía del país está comercialmente menos expuesta que otras economías asiáticas. Así, de acuerdo al Servicio de Estudios de MAPFRE, para el 2019 se espera un crecimiento de la economía de un 5,0%; crecimiento muy similar al que se estaría previendo para 2020 y 2021 (véase la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

Por otra parte, la inflación, situada en el 3,4% en septiembre, se encuentra estable y en el rango objetivo del banco central (2,5-4,5% para 2019 y 2,0%-4,0% en 2020). De esta forma, prevemos que la inflación seguirá controlada por ausencia de presiones en los precios de la energía.

En cuanto a política monetaria se refiere, después de haber subido el año pasado en 175 pbs los tipos de interés (hasta el 6,0%), este año se han producido hasta la fecha tres bajadas consecutivas (julio, agosto y septiembre) alcanzando el 5,25%. Estas políticas se alinean con las tomadas por otros bancos centrales y se prevén positivas para el crecimiento de Indonesia. Por otro lado, sería conveniente para el país mantener un diferencial atractivo de tipos de interés para poder así atraer inversión extranjera directa y financiar una balanza por cuenta corriente que seguirá siendo alta, gracias a la inversión en infraestructuras y la fuerte demanda interna.

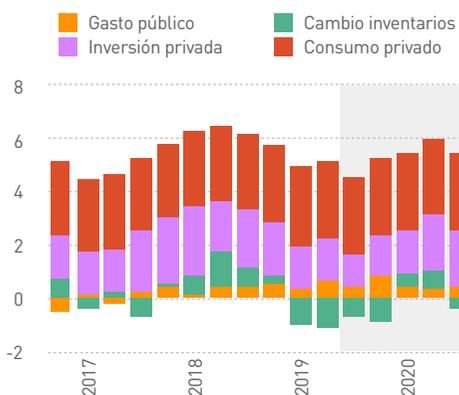
Además del proyecto en torno a la nueva capital y el plan de infraestructuras, Indonesia está intentando aumentar su exposición a las cadenas de suministro globales. Esto se debe a la necesidad del país asiático de equilibrar con exportaciones su alta necesidad de importaciones. El gobierno in-

Gráfica 1.2.13-a
Indonesia: descomposición
y previsiones del PIB



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

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



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

Tabla 1.2.13
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	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	4,1	5,4
Contribución de la demanda externa	0,4	0,9	0,1	0,3	-1,0	1,0	-0,4
Contribución del consumo privado	2,9	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0
Contribución de la inversión privada	1,0	1,6	1,5	2,0	2,2	1,5	2,0
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	4,1	5,4
Consumo total (% a/a, media)	4,7	4,9	4,4	4,6	5,1	5,5	5,4
Inversión privada (% a/a, media)	4,5	5,0	4,5	6,1	6,7	4,5	6,0
Exportaciones (a/a en %)	1,3	-2,1	-1,6	9,0	6,5	-4,4	2,3
Importaciones (a/a en %)	2,2	-6,2	-2,4	8,1	12,2	-9,1	4,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,9	5,8	5,5	5,3	5,2	4,8	4,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,5	4,8	3,3	3,5	3,2	3,5	3,4
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-2,6	-2,5	-2,6	-1,7	-2,1	-2,3
Balance comercial (% PIB)	0,8	1,6	1,6	1,9	-0,0	0,1	0,5
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,1	-2,0	-1,8	-1,6	-3,0	-2,73	-2,50
Tipo de interés oficial (final período)	6,50	6,25	4,75	4,25	6,00	5,00	5,01
Tipo de corto plazo (final período)	7,17	8,86	7,46	5,48	7,70	6,05	6,44
Tipo de largo plazo (final período)	7,86	8,81	7,85	6,30	7,90	7,23	7,31
Tipo de cambio vs USD (fin período)	12.427	13.836	13.525	13.484	14.380	14.350	14.068
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	15.088	15.063	14.257	16.171	16.465	15.634	15.715
Crédito privado (% a/a, media)	15,2	10,6	7,8	8,2	10,8	10,3	10,7
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,6	32,0	10,1	15,1	5,6	1,6	7,9
Tasa de ahorro (% , media)	17,0	17,0	17,0	17,0	17,1	17,1	17,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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

donesio ya ha conseguido obtener compromisos de inversión directa en el sector de vehículos eléctricos, productos electrónicos y textil.

La guerra comercial entre Estados Unidos y China no está afectando de forma significativa y directa a Indonesia, pudiendo capturar parte de la nueva inversión directa. Sin embargo, le podría afectar vía mercados de capitales si se produjera algún evento de riesgo que afectara el apetito inversor en la región.

1.2.14 Filipinas

Crecimiento que vuelve a su senda

La economía filipina crece a un ritmo inferior al 6% en 2019. A lo largo del segundo trimestre del año ha crecido a un 5,5%, principalmente a causa del frenazo de las inversiones públicas en infraestructura ocurrido a principios de año (0,6% t/t en el primer trimestre), así como de las elecciones de medio mandato ocurridas en mayo. En el segundo trimestre la inversión pública se ha reactivado (1,4% t/t), y de cara al resto del año se prevé una mayor reactivación para volver nuevamente al ritmo de crecimiento del 1,5% por trimestre. Aun así, las inversiones tanto en equipo como en vivienda continuaron en desaceleración debido a la inercia de los costes de financiación altos.

- La demanda interna se mantiene fuerte.
- El banco central baja tipos de interés al 4,0% y los requerimientos de reservas para los bancos al 15%.
- La baja participación de la economía filipina en las cadenas de suministro globales le aísla parcialmente de la desaceleración global y de los principales efectos de la guerra comercial.

Con motivo de las elecciones de mayo, se produjo un aplazamiento del gasto público que provocó una desaceleración del consumo de los hogares hasta el 5,5% en el primer trimestre, y que el consumo público se redujera hasta el 6,9% (desde el 7,4%).

La balanza comercial lleva años profundizando su déficit debido a la fuerte demanda interna de importación de bienes de equipo y productos manufacturados, a la ausencia de una industria exportadora fuerte como otros países de la región. No obstante, en 2019 ese empeoramiento se frenó gracias al abaratamiento de las importaciones del petróleo y al aplazamiento de importaciones de bienes de capital relacionadas con la congelación temporal de gasto público. Frente a esta situación, Filipinas debería encontrar una fórmula que refuerce su industria en un contexto de demanda interna creciente y apostar por las exportaciones si quiere evitar el deterioro de su cuenta corriente.

La confianza de los consumidores y de los negocios ha repuntado, excepto el de la construcción, lo que hace presagiar que la tendencia de fondo es de recuperación. El hecho de que Filipinas esté menos integrada en las cadenas de suministro globales, le ha impedido de sacar provecho en el pasado, pero también le hace más resistente a los efectos de la desaceleración global en curso. En este contexto, en el Servicio de Estudios de MAPFRE prevemos un crecimiento de la economía filipina del 5,6% en 2019 debido al mal arranque de año, pero el crecimiento volverá a la senda en 2020 (5,8%) en ausencia de mayores perturbaciones en los mercados y las monedas emergentes (véase la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

En cuanto a la inflación, esta ha sufrido una fuerte caída a lo largo de los últimos 12 meses hasta un 1,7% en agosto, gracias a la menor presión en los alimentos (principalmente el arroz) y combustibles. El banco central ha revisado su estimación de inflación al 2,5% para el 2019 y 2,9% para 2020 y 2021. Tras su reunión de septiembre, el banco central rebajó los tipos de política monetaria (*overnight reverse repo*) en 25 pbs, hasta 4,00%. Con ello, acumula una bajada de 75pbs en este año. El gobernador de la autoridad

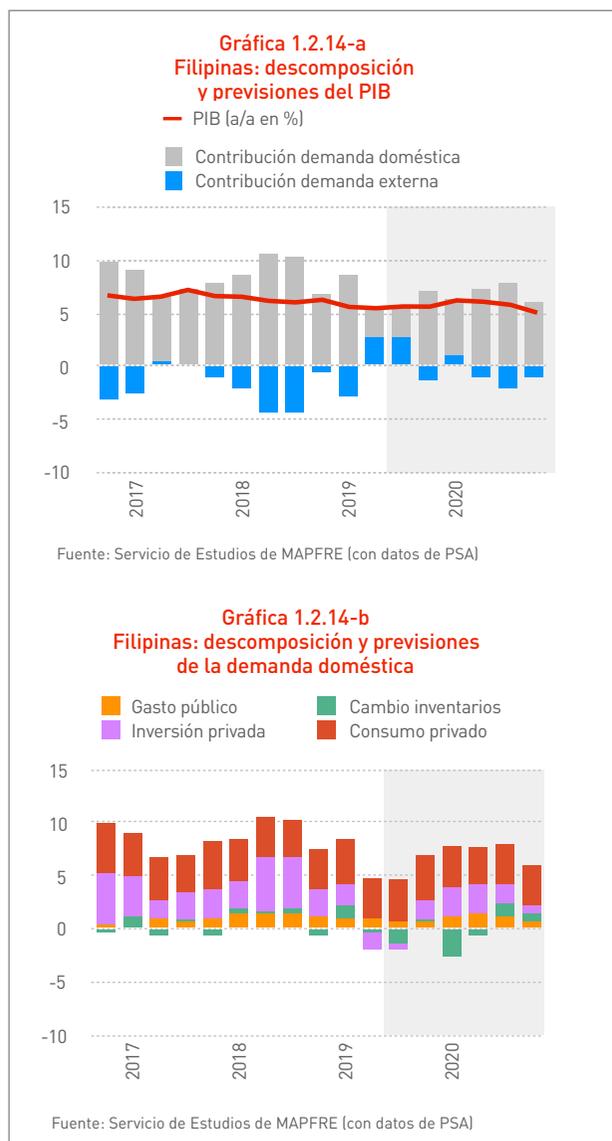


Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	6,1	6,0	6,9	6,7	6,2	5,6	5,8
Contribución de la demanda doméstica	4,8	9,1	11,9	7,4	9,0	5,3	6,6
Contribución de la demanda externa	1,3	-3,0	-5,0	-0,7	-2,8	0,3	-0,8
Contribución del consumo privado	3,9	4,4	4,9	4,1	3,8	4,1	3,7
Contribución de la inversión privada	1,1	3,6	6,2	2,7	3,7	0,4	2,1
Contribución del gasto público	0,3	0,8	0,9	0,6	1,4	0,8	1,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	5,0	9,0	11,5	6,8	8,4	4,7	6,0
Consumo total (% a/a, media)	5,2	6,5	7,4	5,9	6,6	6,1	6,0
Inversión privada (% a/a, media)	7,2	16,6	26,6	9,4	13,2	1,4	7,1
Exportaciones (a/a en %)	12,6	8,7	11,7	19,7	13,4	4,6	4,7
Importaciones (a/a en %)	10,1	14,6	20,5	18,2	16,0	3,7	5,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,0	5,6	4,7	5,0	5,1	5,5	5,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,9	0,3	2,0	3,0	5,9	1,9	3,0
Balance fiscal (% PIB)	-0,6	-0,9	-2,4	-2,2	-3,2	-2,5	-3,0
Balance comercial (% PIB)	-6,1	-8,0	-11,7	-12,8	-15,4	-14,9	-15,3
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,8	2,5	-0,4	-0,7	-2,6	-2,2	-2,4
Tipo de interés oficial (final período)	4,00	4,00	3,00	3,00	4,75	3,76	3,77
Tipo de corto plazo (final período)	3,09	3,03	2,50	3,22	5,03	4,08	4,13
Tipo de largo plazo (final período)	4,37	4,10	4,63	5,70	7,05	4,36	4,45
Tipo de cambio vs USD (fin período)	44,62	47,17	49,81	49,92	52,72	52,89	51,92
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	54,17	51,35	52,51	59,87	60,37	57,63	58,00
Crédito privado (% a/a, media)	18,0	13,2	15,3	18,0	17,0	10,0	14,2
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	6,8	8,8
Tasa de ahorro (% , media)	9,3	7,7	7,8	8,1	7,7	7,4	8,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

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

monetaria expresó su deseo de deshacer las subidas de 175 pbs de 2018. Al día siguiente, el banco central bajó en 100 pbs el ratio de reserva requerido (RRR) a los bancos hasta 15%, acumulando una bajada de 300 pbs en este año. De cara a final de año, con la inflación sorprendiendo a la baja y los bancos centrales de todo el mundo relajando sus políticas monetarias, consideramos que habrá una bajada adicional de 25 pbs hasta final de año para situarlos en 3,75%.

2. Panorama sectorial

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

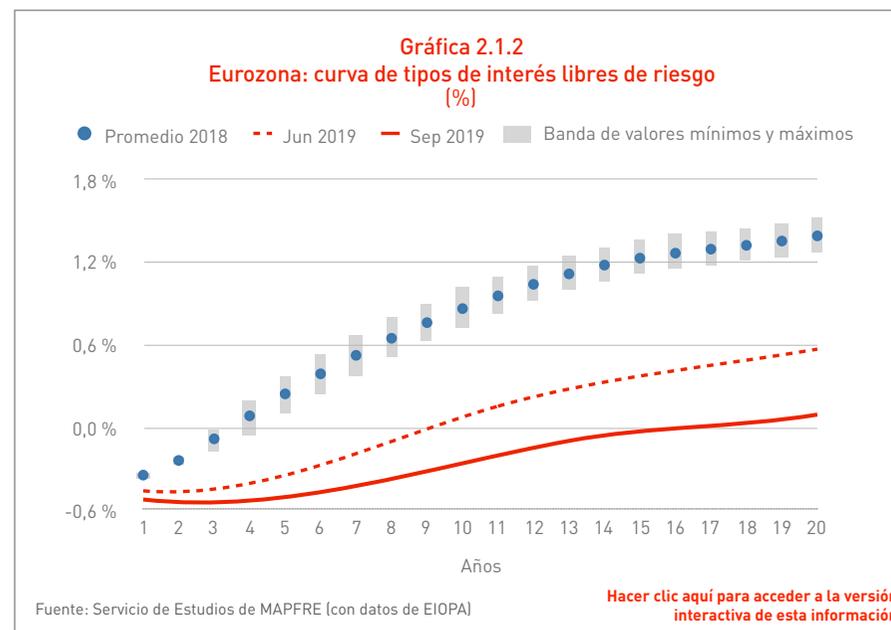
2.1.1 Mercados globales

La actual situación económica anticipa una ralentización del crecimiento mundial mayor de lo previsto, por debajo del 3% en promedio para este y el próximo año, frente a un crecimiento del 3,6% en 2018. Esta ralentización del crecimiento económico, junto con la aplicación de políticas monetarias acomodaticias que están llevando a cabo la mayor parte de las autoridades monetarias, terminará trasladándose al crecimiento de las primas de seguros mundiales. Los mensajes de los principales bancos centrales, que apuntan a bajadas de tipos de interés adicionales, puede ser un estímulo para el negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias en el corto plazo, en aquellas economías en las que tienen todavía unos niveles relativamente altos, pero terminarán por lastrar también este tipo de negocio.

2.1.2 Eurozona

Estimamos un crecimiento del PIB real de la Eurozona para 2019 en el entorno del 1,1%, con una rebaja en dos décimas respecto de la estimación del trimestre anterior, lo que supone una notable desaceleración respecto del crecimiento de 2018 (1,9%), en línea con la

tendencia iniciada en 2017 (2,7%). La ralentización en el comercio mundial, el dato de crecimiento en el segundo trimestre de 2019 y los indicadores de confianza, que están empeorando en los últimos meses, sustentan esta revisión de las previsiones a la baja. Esta ralentización de la Eurozona acabará trasladándose al crecimiento del negocio asegurador,



especialmente por lo que se refiere a las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo.

La baja inflación y la debilidad del crecimiento económico llevó al Banco Central Europeo (BCE) en su reunión del 12 de septiembre, a rebajar en 10 puntos básicos (pbs) los tipos de la facilidad de depósito hasta -0,50% (con un sistema que se aplica por tramos con el fin de limitar el impacto negativo para la rentabilidad de los intermediarios financieros) y a reactivar, sin fecha de vencimiento, el programa de compras con 20.000 millones mensuales a partir del 1 de noviembre, lo que se suma a las medidas de política monetaria no convencionales acomodaticias adoptadas en el anterior trimestre, con un programa de liquidez a dos años para la banca a un tipo de interés diez puntos básicos por encima del tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación (TLTRO III).

En las curvas de tipos de interés libres de riesgo a septiembre producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), se aprecia una nueva caída de tipos a lo largo de la curva, situándose en niveles notablemente inferiores a los niveles del anterior trimestre y muy lejos ya de los niveles mínimos de 2018 (véase la Gráfica 2.1.2). La curva presenta valores negativos que afectan a todos los plazos de la curva inferiores a veinte años, lo que en la práctica impide el desarrollo de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias. Sin embargo, el índice Euro Stoxx 50 acumula una subida en lo que va de año del 18,9%, lo cual, unido al entorno de los deprimidos tipos de interés, puede favorecer el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión.

En la referida Gráfica 2.1.2, se muestran 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 junio y septiembre de 2019.

2.1.3 Alemania

En Alemania, se rebaja la previsión de crecimiento real del PIB en cuatro décimas, situándose en torno al 0,6% en 2019 (1,6% en 2018). Continúa la notable desaceleración económica que tomó fuerza en el segundo semestre del año pasado y que, de momento, proviene del sector industrial. Este entorno de desaceleración puede terminar afectando de forma negativa al consumo interno y al crecimiento de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador. El mercado laboral y los salarios por ahora siguen fuertes y mejora la renta disponible en un entorno de baja inflación, lo que podría suavizar el impacto sobre el crecimiento del negocio asegurador. Sin embargo, existe bastante incertidumbre por el impacto que podría tener en la industria y el empleo en Alemania las tensiones comerciales y la imposición de tarifas arancelarias a las importaciones europeas por parte de los Estados Unidos.

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

En Italia, el crecimiento económico real estimado para el año 2019 sería prácticamente nulo (0,7% en 2018). El ligero crecimiento que experimentó en el primer semestre, que le sacó de la situación de recesión técnica, se debe a la mejora en el comportamiento de las exportaciones. No obstante, el crecimiento económico sigue siendo endémico y su alto nivel de deuda pública continúa siendo su principal vulnerabilidad. Este entorno de escaso crecimiento económico es perjudicial para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador, el cual se encuentra muy ligado al crecimiento económico.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, la prima de riesgo de la deuda soberana italiana se ha relajado tras el anuncio de nuevas medidas de política monetaria no convencionales por parte del BCE, con un bono a 10 años con rentabilidades que al cierre del segundo trimestre de 2019 se situaba en el entorno del 1%. Aunque la deuda soberana italiana con vencimientos largos sigue ofreciendo una prima por plazo positiva y superior a la del resto de las grandes economías de la Eurozona, se ha reducido mucho, por lo que el entorno de tipos vuelve a ser desfavorable para el desarrollo de los productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales.

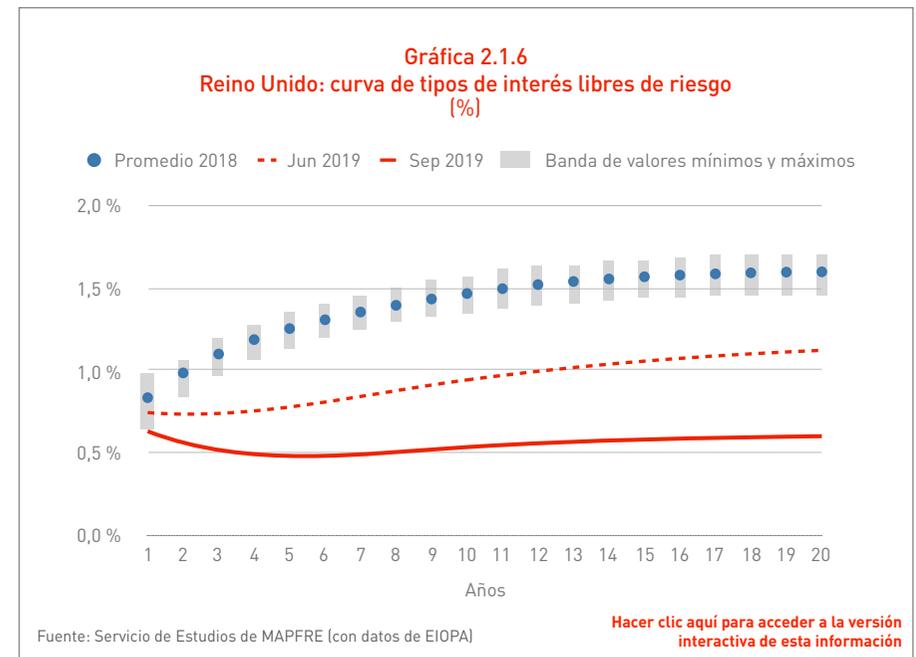
2.1.5. España

La economía española continúa ralentizándose y se prevé que el crecimiento real del PIB en 2019 se sitúe en torno al 2,0% (2,4% en 2018), lo cual supone una rebaja de cuatro décimas respecto de la previsión del anterior trimestre. La desaceleración sufrida en el segundo trimestre afecta en mayor medida al consumo y a la inversión privada, si bien ha sido compensada en parte por el crecimiento en la contribución del sector exterior. La inercia del mercado laboral todavía es positiva, pero la incertidumbre puede influir en el recurso al crédito por parte de familias y empresas, habiéndose incrementado de forma significativa la tasa de ahorro en el segundo trimestre. Esta ralentización de la economía hace que empeoren las expectativas para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador, muy ligadas al comportamiento del ciclo económico.

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 y que se va a prolongar conforme a las últimas medidas y mensajes de política monetaria del BCE.

2.1.6 Reino Unido

La incertidumbre generada por la salida de la Unión Europea (UE) y las tensiones comerciales a nivel internacional continúan afectando al crecimiento económico del Reino Unido, que en el segundo trimestre ha sufrido un retroceso, quedando al borde de la recesión. El crecimiento real previsto para 2019 podría situarse en el entorno del 1,3% (1,4% en 2018), lejos de los crecimientos experimentados en los años anteriores al referéndum sobre la salida de la UE, cuyos términos continúan negociándose en estos momentos, para intentar llegar a un acuerdo antes del 31 de octubre de este año. Sin embargo, la tasa de desempleo se mantiene en niveles bajos, en el entorno del 3,8% y siguen observándose robustos crecimientos en los salarios reales. Este entorno influirá en el



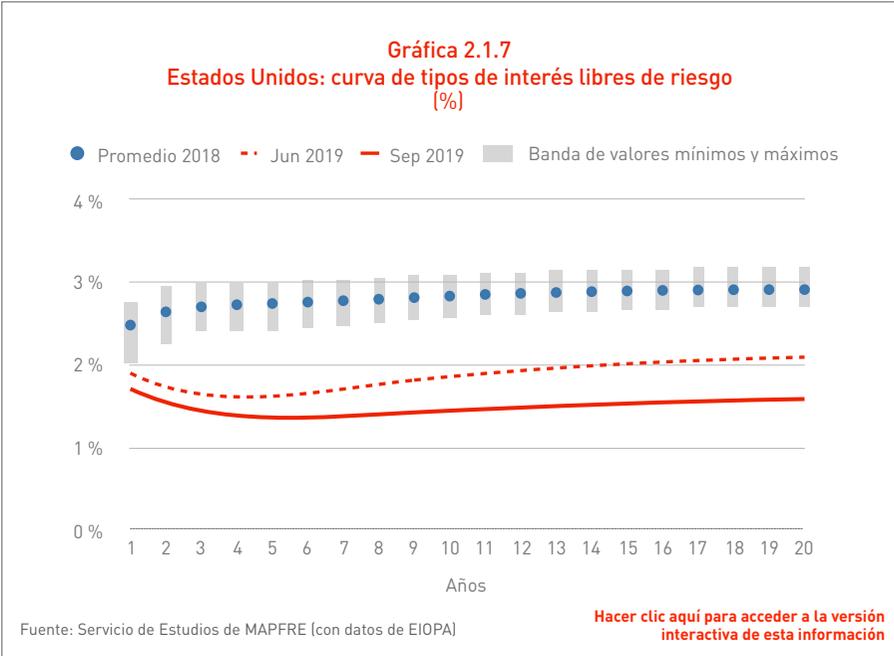
desarrollo del negocio asegurador que puede resistir la ralentización de la economía, aunque la incertidumbre sobre sus crecimientos es elevada. La depreciación que está experimentando la libra en todo este proceso puede impactar de forma negativa en la rentabilidad de las líneas de negocio de No Vida, al incrementar el coste de los siniestros.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, en el Reino Unido persiste también el panorama de bajos tipos de interés que continuará lastrando esta línea de negocio. Existe incertidumbre sobre el sentido que tomará la política monetaria, en función del desenlace de las negociaciones y cómo afecten al tipo de cambio, pero en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.6) se aprecia una nueva caída generalizada en el nivel de los tipos en todos los tramos de la curva respecto del trimestre anterior, profundizando su caída por debajo de los niveles mínimos de 2018. La curva se ha invertido en su primer tramo hasta cinco años. A partir de ahí presenta una ligera pendiente positiva, si bien no existe prima por plazo respecto de los tipos a corto plazo y los niveles 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, de amplia difusión en este mercado, aunque la volatilidad es alta y subsiste la cautela derivada principalmente de la debilidad del entorno macroeconómico y de la incertidumbre que genera la salida del Reino Unido de la UE.

2.1.7 Estados Unidos

La previsión de crecimiento real del PIB para la economía estadounidense se ha revisado a la baja en tres décimas situándose en el entorno del 2,2% en 2019 (frente al 2,9% de 2018). La economía de Estados Unidos



experimentó una desaceleración en el crecimiento del segundo trimestre por la ralentización de la inversión privada y el peor comportamiento del sector exterior. El consumo privado de momento no se ha resentido, apoyado en una tasa de desempleo en niveles mínimos y un crecimiento de los salarios reales en el entorno del 2,9%, que sigue respaldando la renta disponible y el consumo privado, a lo que se suma la reducción del coste de endeudamiento derivado de la política monetaria acomodaticia que está aplicando la Reserva Federal. El entorno, por tanto, sigue siendo favorable para los negocios de No Vida y Vida riesgo de la industria aseguradora aunque la desaceleración gradual prevista a lo largo de este año podría traducirse en menores crecimientos de estas líneas de negocio.

En cuanto a los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, el efecto favorable del crecimiento económico podría verse afectado de forma negativa por el comportamiento de los tipos de interés. La Reserva Federal acordó bajar los tipos de interés en dos ocasiones en el segundo trimestre, una en julio y otra en septiembre, y anunció en octubre que seguirá interviniendo inyectando liquidez en el mercado interbancario para estabilizar el mercado de repos y mantener su tipo de interés dentro de la banda de los tipos oficiales. En las últimas curvas de tipos libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7), se aprecia una nueva caída en todos los tramos de la curva respecto del nivel que presentaban al cierre del trimestre anterior, por debajo y lejos ya de los mínimos de 2018, en todos sus tramos. La curva sigue presentando una pendiente negativa en los plazos inferiores a cinco años. Las expectativas de nuevas caídas de tipos pueden estimular en el corto plazo la demanda de productos de ahorro, pero es una mala noticia para el futuro negocio de Vida ahorro, especialmente de aquellos que ofrecen garantías de tipos de interés a medio y largo plazo.

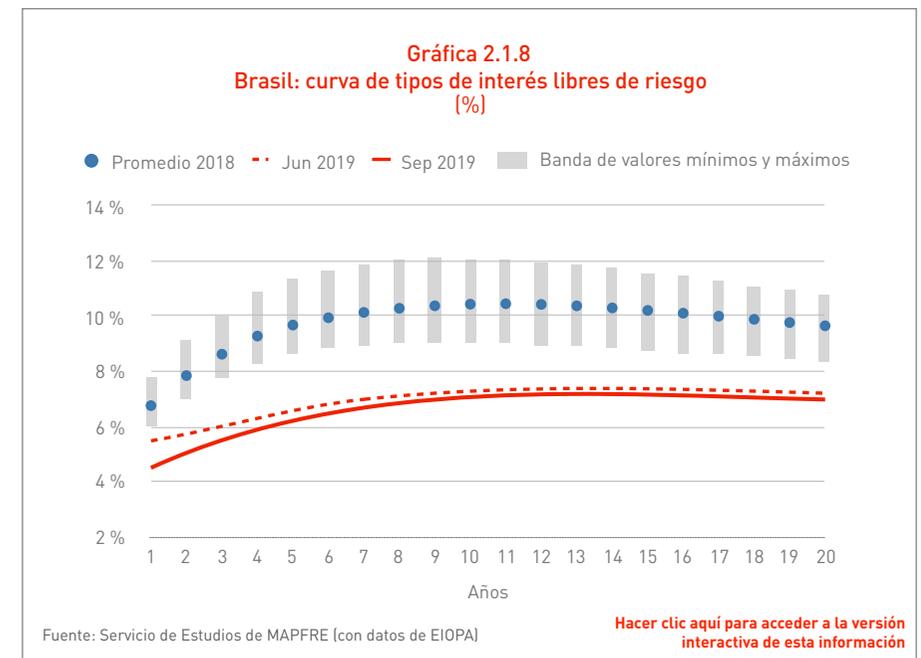
Por otro lado, los mercados de valores se han recuperado definitivamente de las caídas sufridas a finales de 2018 y continúan fuertes, lo cual es buena noticia para el desarrollo de los productos de seguros en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, aunque los altos niveles que presentan hace que pueda existir cierta cautela a la hora de invertir en este tipo de productos, teniendo en cuenta los máximos históricos en los que se encuentran los principales índices bursátiles de los Estados Unidos, en un entorno en el que los indicadores siguen apuntando hacia una desaceleración a nivel macroeconómico.

2.1.8 Brasil

En Brasil, los indicadores apuntan hacia una desaceleración que nos lleva a rebajar las expectativas iniciales de crecimiento real del PIB en 2019 hasta el 0,8% (1,1% en 2018). Las previsiones de ralentización global siguen impulsando a la baja las previsiones de crecimiento, y persiste el

fuerte desequilibrio en sus cuentas públicas. Sin embargo, el gobierno está consiguiendo impulsar importantes reformas estructurales que pueden ayudar a frenar su deterioro en el medio plazo, tras los últimos avances en la reforma del sistema de pensiones, que podría ser ratificada por el Senado a finales de octubre. Estas revisiones a la baja de las previsiones del crecimiento económico hacen que empeoren también las perspectivas de crecimiento para el negocio de No Vida y de Vida riesgo del negocio asegurador. La inflación está controlada y sigue a la baja, lo cual resulta positivo para el desempeño de estas líneas de negocio.

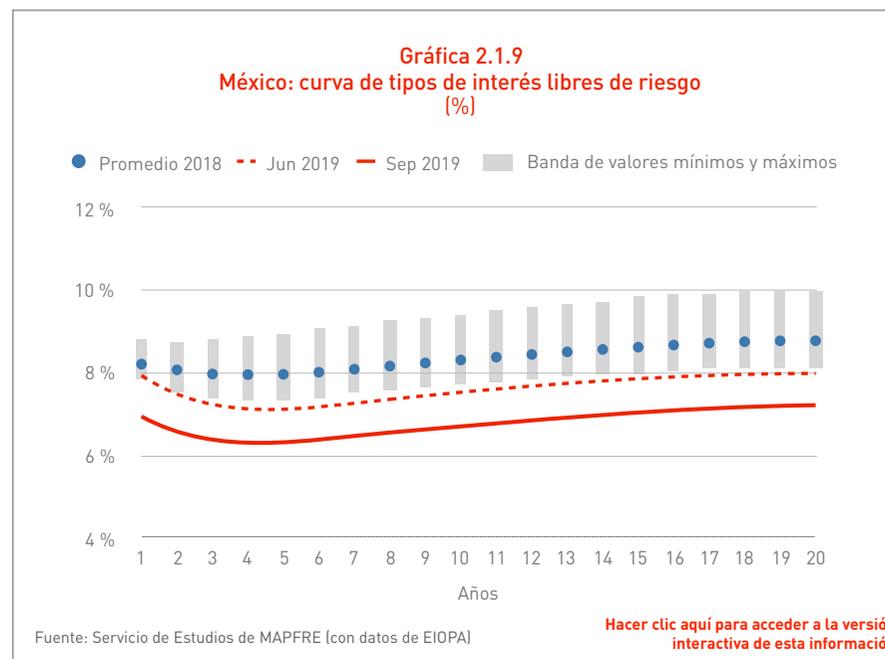
El control de la inflación y la falta de presión por mantener los tipos de cambio, en un contexto internacional de políticas monetarias acomodaticias generalizado, ha permitido aplicar al banco central



brasileño una ligera reducción en el tipo de interés de referencia de la política monetaria, con el fin de estimular la economía. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8) se observa que los tipos libres de riesgo caen ligeramente a lo largo de toda la curva pero incrementa su pendiente positiva, lo cual favorece el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto. Si bien los tipos de interés en todos los vencimientos se encuentran en niveles relativamente bajos (si se comparan con los alcanzados en años anteriores), no se descartan bajadas adicionales por parte de la autoridad monetaria para seguir apoyando el crecimiento económico, lo cual puede suponer que empiece a mejorar el entorno para la comercialización de nuevos productos para estos segmentos de negocio, que se ha visto perjudicado en los últimos trimestres por las acusadas bajadas de los tipos de interés.

2.1.9 México

La economía mexicana no termina de remontar, presentando un crecimiento nulo en el segundo trimestre, tras la desaceleración sufrida en el trimestre anterior, lo que nos lleva a estimar un crecimiento real para la economía mexicana en 2019 en el entorno del 0,3% (2% en 2018), con una revisión a la baja para el conjunto del año de un punto porcentual, situación que mejoraría en 2020. La reducción de la inflación y de la presión sobre el tipo de cambio (por la política monetaria más laxa de los Estados Unidos) está permitiendo al Banco de México relajar su política monetaria buscando estimular su economía. De momento, la ralentización económica podría terminar trasladándose al mercado asegurador, especialmente a los segmentos de negocio de No Vida y Vida riesgo dada su fuerte vinculación con el comportamiento económico. No obstante, la moderación de la inflación y el buen comportamiento de los tipos de cambio frente al dólar son buenas noticias para el desempeño de la rentabilidad de las líneas de negocio de No Vida (que se veía afectada de forma negativa por el repunte de meses anteriores), por el efecto



positivo sobre los gastos derivados de los siniestros y el coste de las coberturas de reaseguro.

En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9), puede observarse una caída en todos los tramos de la curva a finales de septiembre de 2019 respecto del nivel que presentaba en junio, situándose por debajo de los niveles mínimos de 2018, en todos sus tramos. La curva sigue presentando una ligera pendiente negativa en vencimientos inferiores a cuatro años. A pesar de la caída este entorno continúa siendo favorable para la comercialización de productos de Vida ahorro y rentas vitalicias que aprovechen el nivel de los tipos a largo plazo, así como productos de Vida ahorro temporales renovables en plazos inferiores a un año, que permitan una revisión del tipo garantizado en cada renovación. El impacto

positivo que puede tener sobre la economía y las expectativas de que los tipos de interés puedan seguir bajando podría ayudar a la comercialización de este tipo de productos.

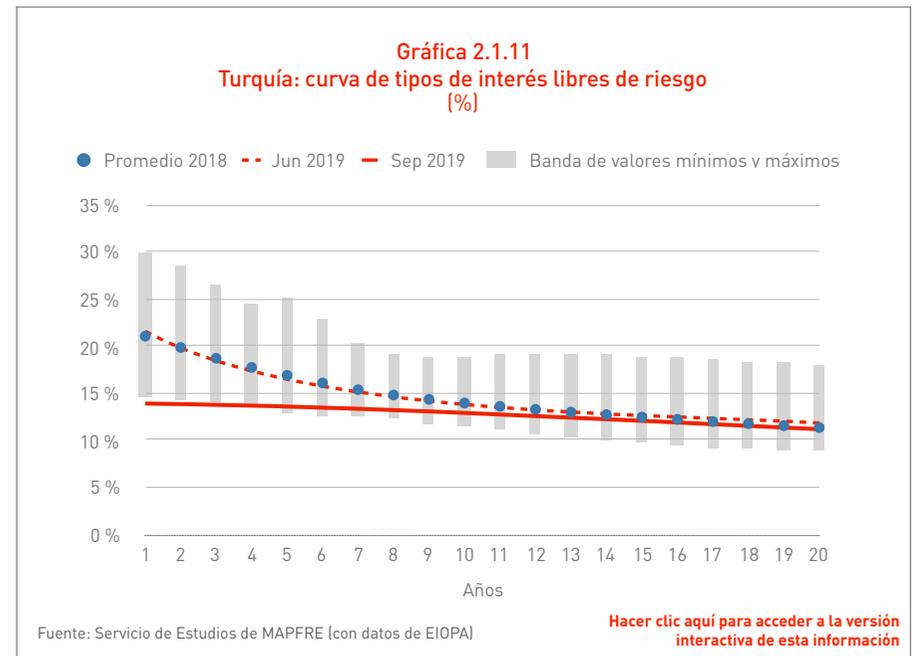
2.1.10 Argentina

La previsión para la economía argentina en 2019 es de una caída del PIB en términos reales del -3% [-2,4% en 2018], lo que supone un empeoramiento significativo de las expectativas, que se extiende también al próximo año, teniendo en cuenta el peor comportamiento de la inflación y de los tipos de cambio, que están todavía fuera de control. Este entorno recesivo, que se agrava, afecta negativamente al desarrollo del negocio asegurador, especialmente a las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo. Las dificultades para controlar la inflación, 54,4% interanual en el mes de julio, impactarán de forma negativa en el coste de los siniestros de las compañías 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

Turquía ha salido del entorno recesivo en el que había entrado en la segunda mitad del año pasado y mejoran las expectativas, aunque el crecimiento todavía es débil. Se prevé que el crecimiento del PIB en términos reales sea prácticamente nulo en 2019 (frente a un crecimiento corregido del 3,1% en 2018) y que empiece a repuntar el año próximo. Su principal vulnerabilidad continúa siendo el elevado volumen de deuda en

dólares. La mejora de la situación ha permitido en los últimos meses relajar parcialmente la dura política monetaria que estaba aplicando en defensa de su tipo de cambio, aunque la situación geopolítica está volviendo a tensionarlo. El entorno de debilidad en el crecimiento se trasladará al desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo de la industria aseguradora, el cual también se ve afectado por el sistema de control de precios en el seguro de responsabilidad civil obligatorio de vehículos automóviles. La tasa de inflación se está moderando y la moneda ha tenido un mejor comportamiento por las medidas de política monetaria restrictiva adoptadas, por lo que sigue moderándose el impacto negativo que el deterioro de estos indicadores conlleva en el coste de los siniestros de las compañías aseguradoras. Los todavía altos tipos de interés de política monetaria pueden ayudar a compensar estos efectos



adversos, apuntalando la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio.

Por su parte, como puede observarse en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA, los tipos de interés a corto plazo se están relajando y la curva se está aplanando, perdiendo la pendiente marcadamente invertida que presentaba en anteriores trimestres (véase la Gráfica 2.1.11). Este entorno de alta volatilidad y de ligera 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. Sin embargo, los todavía altos niveles de tipos de interés a corto plazo siguen presentando 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.

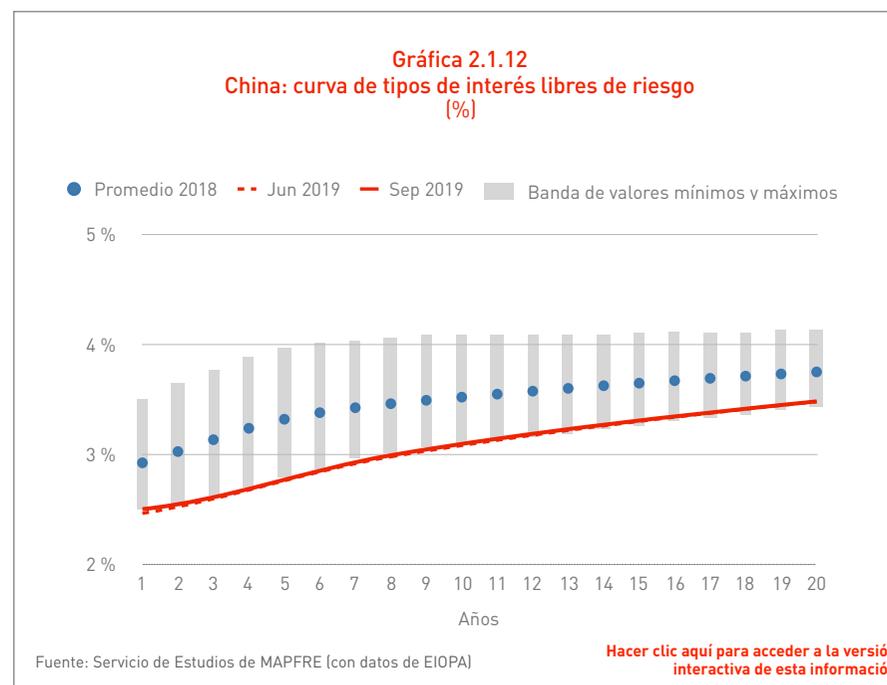
2.1.12 China

La previsión para la economía china es de un crecimiento del PIB en torno al 6,1% en 2019, en términos reales, sin cambios respecto a la previsión del trimestre anterior (6,6% en 2018). Las tensiones comerciales con los Estados Unidos, la ralentización en el crecimiento del crédito y la desaceleración prevista del crecimiento global, continúan apuntando hacia una caída en el crecimiento real de su economía que se acentuaría en 2020.

El programa de estímulos fiscales llevado a cabo por el gobierno para contrarrestar la desaceleración seguirá amortiguando la desaceleración. A pesar de la ralentización, las previsiones de crecimiento continúan siendo positivas para las perspectivas del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo en China, cuya tasa de penetración se encuentra lejos todavía de los niveles propios de las economías más desarrolladas.

En cuanto a los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias, en las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12) se aprecia que los tipos de interés libres

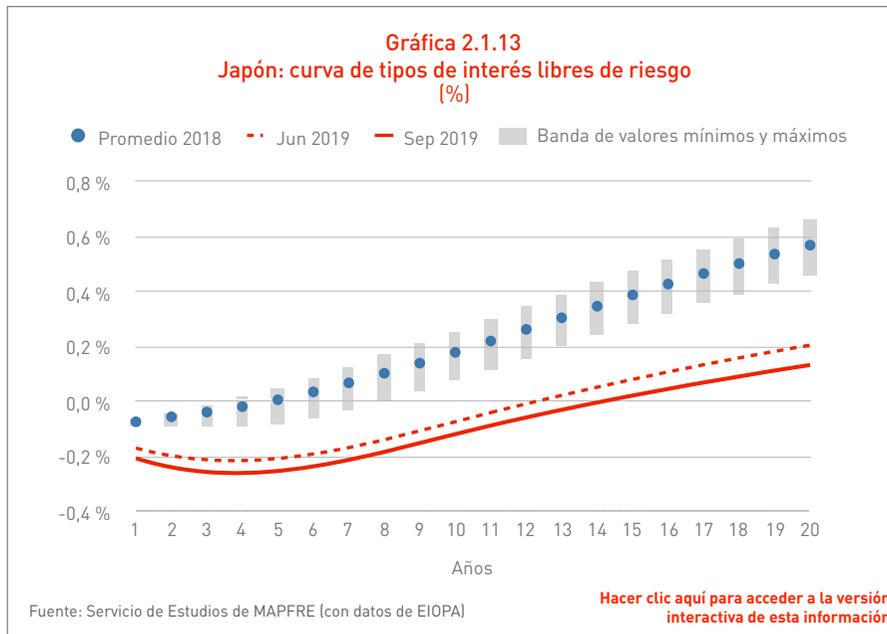
de riesgo apenas se han movido, tras la caída significativa que experimentaron en 2018, por los estímulos monetarios que se aplicaron para evitar una excesiva ralentización de la economía. La curva mantiene una pendiente positiva si bien los tipos de interés en todos los vencimientos se encuentran en niveles bajos, comparados con los alcanzados en 2018, lo cual dificulta la comercialización de nuevos productos para estos segmentos de negocio, aunque las expectativas de que puedan seguir bajando para evitar una mayor ralentización de la economía, con una inflación controlada, podría estimular su desarrollo.



2.1.13 Japón

La previsión de crecimiento real del PIB para la economía japonesa se ha revisado al alza en tres décimas situándose en el entorno del 0,8% en 2019 (similar al crecimiento de 2018). El consumo soporta de momento el crecimiento, pero las exportaciones y la producción industrial continúan deteriorándose, por lo que la previsión es que el crecimiento siga debilitándose en los próximos años, haciendo prever un comportamiento también débil en términos de crecimiento del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo.

En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13) se aprecia que se profundiza la caída de los tipos a lo largo de la curva en el mes de junio respecto del nivel del trimestre anterior. La curva presenta valores



negativos para vencimientos hasta doce años y la prima por plazo a partir de esos vencimientos continúa deprimida y vuelve a reducirse, lo cual hace muy difícil la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias. Este entorno sostenido de bajos tipos de interés continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio.

2.1.14 Filipinas

La previsión para la economía filipina es de un crecimiento del PIB en términos reales en el entorno del 5,6% en 2019 (6,2% en 2018), lo que supone una rebaja de dos décimas respecto de la previsión del trimestre anterior. El motor del crecimiento proviene de la demanda interna, principalmente del consumo privado que continúa fuerte, ya que la inversión apenas ha crecido en el segundo trimestre. El banco central ha vuelto a relajar la política monetaria, lo que puede ayudar a recuperar el crecimiento de la inversión. El déficit comercial sigue mostrando una tendencia a deteriorarse al ser una economía netamente importadora. 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 inflación continúa moderándose, lo cual es una buena noticia para la rentabilidad de estas líneas de negocio al moderarse el crecimiento del coste de los siniestros de las compañías aseguradoras.

Por otro lado, la relajación de la política monetaria restrictiva que venía aplicando el banco central ha supuesto una rebaja adicional en el tipo de referencia de la política monetaria hasta el 4% (desde el 4,75% de principios de año) y la rentabilidad del bono soberano a diez años, que se situaba en el 7% en diciembre de 2018, se estima que puede relajarse hasta niveles en torno al 4,4% a finales de 2019. Este entorno de tipos de interés con bajadas de tipos que se esperaban y que ya se están materializando, junto con el aplanamiento de la curva de tipos libre de riesgo, complica el panorama para las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias.

2.2 Tendencias regulatorias

Unión Europea

Riesgo y vulnerabilidades del sistema financiero

El pasado 26 de agosto, el “*Joint Committee*” o Comité Conjunto de las Autoridades Europeas de Supervisión (EBA, ESMA y EIOPA) publicó su informe sobre riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero en la Unión Europea⁵. El informe pone de relieve que las perspectivas de debilitamiento de la zona del euro y de la economía mundial, las tensiones comerciales, un Brexit sin acuerdo y los desafíos relacionados con el elevado endeudamiento, representan preocupaciones clave que pueden tener consecuencias sobre la estabilidad financiera. A estos factores de riesgo, se suma la reaparición de las preocupaciones por las estrategias de incremento del riesgo en busca de mayores rendimientos, como consecuencia del prolongado entorno de bajos tipos de interés. Por último, hace referencia también a los riesgos relacionados con la financiación sostenible y factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG)

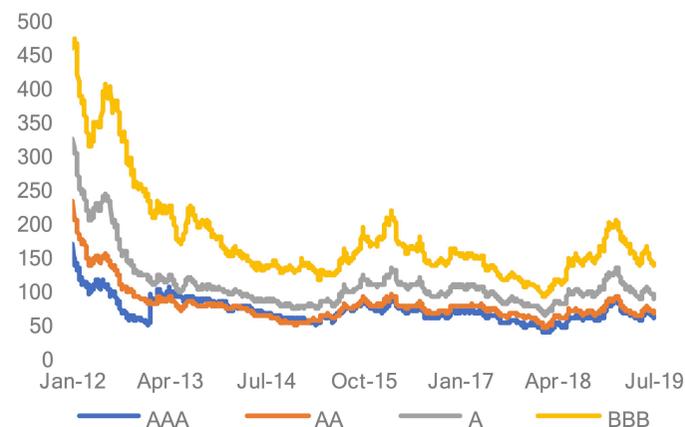
Riesgos relacionados con una decisión de retirada del Reino Unido de la Unión Europea sin acuerdo

Un Brexit sin acuerdo puede ir acompañado de fuertes correcciones en los mercados financieros, con un aumento de las primas de riesgo y una caída de los precios de los activos. Esto puede repercutir negativamente en aquellas instituciones que están significativamente interconectadas, particularmente a los Depositarios Centrales de Valores (CSDs) y Contrapartes Centrales (CCPs) del Reino Unido.

Riesgos relacionados con el entorno de bajos tipos de interés

La prolongación del entorno de bajos tipos de interés, cuando parecía que estaban iniciando una ligera senda de recuperación, ha hecho reaparecer las preocupaciones para las autoridades de supervisión por las estrategias de incremento del riesgo en busca de mayores rendimientos, dirigiéndose hacia inversiones de menor liquidez, incluidas las acciones y los préstamos no cotizados y los valores de renta fija de menor calidad crediticia. Si bien la respuesta de la política monetaria al debilitamiento del crecimiento y de las perspectivas de inflación ha contribuido a restablecer la confianza en los mercados financieros a corto plazo, a medio plazo el entorno de bajos tipos alimenta este tipo de estrategias.

Gráfica 2.2-a
Spreads de bonos corporativos*
(puntos básicos)



Fuente: Refinitiv Datastream, ESMA

* EA corporate bond option-adjusted spreads by rating

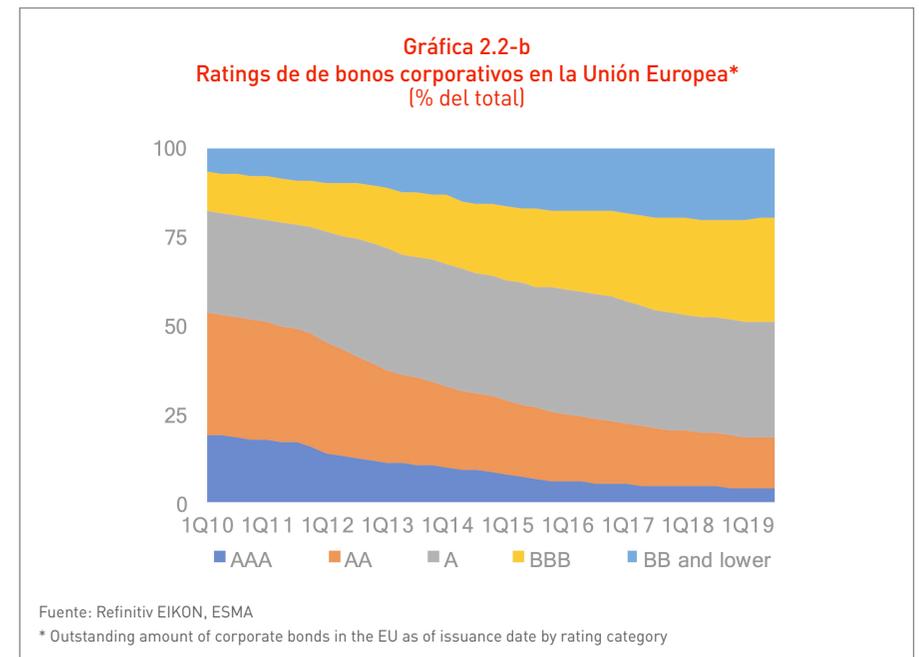
El informe pone de relieve que los diferenciales de los bonos europeos y los tipos *forward* se han vuelto a reducir desde principios de año, impulsados por los cambios en las expectativas de la política monetaria (véase la Gráfica 2.2-a). El rendimiento de los bonos corporativos se sitúa en torno a sus mínimos históricos y experimentó un descenso significativo de 50 pbs en promedio hasta finales de abril, 79 pbs en el caso de los bonos con calificación BBB.

Las aseguradoras invierten fuertemente en bonos gubernamentales y corporativos, lo que las hace vulnerables en caso de una reevaluación repentina de las primas de riesgo y de un aumento de los diferenciales de crédito. Los bonos gubernamentales y corporativos representan alrededor de dos tercios de la cartera total de inversiones, siendo los aseguradores de Vida los que más dependen de los activos de renta fija debido a la importancia de la adecuación activo-pasivo de sus obligaciones a largo plazo.

Por otra parte, el informe del *Joint Committe* pone de relieve el contexto de deterioro gradual de la calidad crediticia de los bonos corporativos en circulación de los emisores de la UE durante la última década (véase la Gráfica 2.2-b). Si bien la emisión con calificación en grado de inversión sigue siendo la norma, la proporción de bonos con calificación BBB en circulación ha aumentado de menos del 10% en 2009 a casi el 30% en 2019, lo que refleja una combinación de rebajas de calificación y un aumento de la emisión por parte de empresas con una calificación más baja. En consecuencia, la participación de los bonos con calificación AAA se redujo del 19% en 2009 a menos del 4% en 2019.

El informe hace referencia también a los riesgos relacionados con el mercado de préstamos apalancados y obligaciones colateralizadas, existiendo una falta de claridad en cuanto a su volumen y sobre los titulares últimos de los riesgos de muchos tramos de las deudas titulizadas (CLOs y CMOs).

Para el sector asegurador, el segmento más afectado es el negocio de seguros de Vida, que depende del rendimiento de las inversiones para cubrir las obligaciones a largo plazo de los tomadores de seguros con tipos garantizados. Los legados de carteras antiguas con garantías de tipos de interés siguen constituyendo el grueso de las provisiones técnicas en el Espacio Económico Europeo (EEE), considerando que aproximadamente dos tercios tienen algún tipo de tipo de interés garantizado. Las entidades aseguradoras están tratando de adaptarse reduciendo los tipos garantizados y centrándose en los productos vinculados a fondos de inversión en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. Pero esos legados siguen presionando la rentabilidad de estas entidades, especialmente a aquellas con mayores desajustes en las duraciones de sus carteras.



Asimismo, el informe pone de manifiesto que el sector asegurador europeo sigue estando bien capitalizado pero el prolongado entorno de bajos tipos de interés sigue poniendo en tela de juicio su rentabilidad, que ha continuado deteriorándose en 2018. El rendimiento medio de las inversiones se redujo significativamente en 2017, a sólo el 1,95%, en comparación con el 2,83% en 2016. Además, la rentabilidad media del exceso de activos sobre pasivos se redujo del 5,6% en 2017 al 4,9% en 2018.

Destaca también que el sector europeo de los fondos de pensiones se ve afectado de forma negativa por la persistencia de los bajos tipos de interés, especialmente los planes de prestaciones definidas con garantías a largo plazo. De igual forma, los planes de contribución definida, en los que el riesgo de inversión recae sobre el partícipe, pueden quedar expuestos a pérdidas de valor por estrategias de inversión más arriesgadas.

Riesgos relacionados con la financiación sostenible y factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG)

Los riesgos relacionados con el cambio climático suelen dividirse en dos categorías, los riesgos físicos y los riesgos de transición. El primero se refiere al cambio climático real atribuido al uso intensivo de combustibles fósiles que perturba la economía (inundaciones y otros fenómenos meteorológicos extremos) y afecta al valor de los activos, mientras que el segundo se refiere a los riesgos resultantes de una transición abrupta (ya sea política, tecnológica o de la demanda de los consumidores) hacia una economía más sostenible y con bajas emisiones de carbono.

Estos riesgos relacionados con el clima y la financiación sostenible son cada vez más importantes en el programa financiero internacional, que es más consciente de que puede mitigarse fomentando una transición oportuna y sostenida. Una transición desordenada podría generar un escenario potencialmente perturbador en términos de estabilidad

financiera y crear desafíos a la viabilidad del modelo de negocio a largo plazo para las instituciones que tienen una alta exposición a sectores sensibles al clima.

A través de la revisión de los Reglamentos de las Autoridades Europeas de Supervisión, la financiación sostenible se ha convertido en una consideración clave para las mismas. En el desempeño de sus funciones, las autoridades tendrán que tener en cuenta los riesgos relacionados con los factores ESG y proporcionar orientación sobre cómo incorporar las consideraciones de sostenibilidad en la legislación financiera pertinente de la UE y promover la aplicación coherente de estas disposiciones. Los inversores también están considerando los factores ESG, junto con los factores financieros tradicionales, en el proceso de toma de decisiones de inversión lo que se refleja en la fuerte expansión del todavía incipiente mercado mundial de bonos verdes.

Según describe el informe, en 2007 el Banco Europeo de Inversiones emitió el primer bono verde y desde entonces su emisión en la UE ha ido en aumento, alcanzando un saldo vivo de 210.000 millones de euros en mayo de 2019. En comparación con la emisión total de bonos, representan todavía una cuota del mercado global limitada, pero de rápido crecimiento. Según un estudio reciente del sector, las emisiones de bonos verdes representan más del 2% de las emisiones mundiales de bonos en los dos últimos años, aumentando hasta el 4,4% en el último trimestre de 2018. En enero de 2019, el 36% de los bonos verdes en circulación habían sido emitidos por el sector financiero, cerca del 20% por organismos internacionales y alrededor del 15% por cada una de las siguientes instituciones: supranacionales, soberanas y no financieras.

Las instituciones financieras juegan un papel relevante para asegurar una transición gradual a una economía más sostenible, contribuyendo en última instancia a evitar cualquier posible implicación en la estabilidad financiera. Esto no sólo se consigue mediante la incorporación de los factores ESG en sus decisiones de inversión, sino también a través de su

compromiso con los agentes económicos a través de sus actividades empresariales y el uso de prácticas de suscripción y fijación de precios basadas en el riesgo ESG.

En particular, EIOPA ha analizado la exposición de los activos de las aseguradoras a los riesgos relacionados con el cambio climático, con el fin de evaluar las inversiones que podrían estar en riesgo en una transición hacia una economía más neutra en carbono. Según este análisis, hasta el 13% de los activos de las aseguradoras pueden ser vulnerables en un escenario de transición relacionado con el clima. Esto representa más de 1 billón de euros en activos y corresponde a casi dos tercios del total de los fondos propios del EEE.

El plan de acción de EIOPA sobre financiación sostenible prevé el desarrollo y la aplicación de un análisis de escenarios de riesgos relacionados con el clima. Este análisis se basaría en información más detallada a nivel de activos que los datos sectoriales disponibles en los informes de Solvencia II. Además, EIOPA pretende aprovechar mejor la experiencia de los aseguradores y reaseguradores, los expertos en datos y el sector de la modelización de riesgos para establecer buenas prácticas sobre los escenarios climáticos que puedan utilizar las entidades aseguradoras como parte de una evaluación de riesgos en el marco de Solvencia II, por ejemplo, en la Evaluación de Riesgos Propios y Solvencia (ORSA).

En este sentido se pronuncia también en la opinión publicada por EIOPA el 30 de septiembre de 2019 sobre la sostenibilidad dentro de Solvencia II⁶. En esta misma línea, el pasado mes de junio de 2019, EIOPA inició una consulta sobre un proyecto de dictamen cuyo objetivo es integrar los riesgos de sostenibilidad, en particular los relacionados con el cambio climático, en las prácticas de inversión y suscripción de las entidades aseguradoras.

Adopción de medidas aconsejadas por el Comité Conjunto de las Autoridades Europeas de Supervisión

Planes de contingencia. Las instituciones financieras y los supervisores deben continuar su trabajo sobre la planificación de contingencia y la garantía de la continuidad del negocio en el caso de un Brexit sin acuerdo. EIOPA ha instado a las empresas de seguros y a los supervisores nacionales a que elaboren planes de contingencia y adopten las medidas necesarias para garantizar la continuidad del servicio en los contratos de seguros transfronterizos en caso de que no se produzca un acuerdo Brexit. En esta línea, EIOPA y sus miembros han acordado Memorandos de Entendimiento con las autoridades británicas pertinentes para la supervisión de las empresas de seguros y de las instituciones de pensiones de empleo, con el fin de garantizar una sólida supervisión prudencial, de conducta y la estabilidad financiera en una situación de ausencia de acuerdo.

“Bajos tipos por mucho tiempo”. Los supervisores y las instituciones financieras deben seguir teniendo en cuenta un escenario de tipos de interés bajos a largo plazo y sus riesgos asociados. Los bajos tipos de interés son un factor importante de la baja rentabilidad bancaria, siguen siendo el principal riesgo para los sectores de seguros y fondos de pensiones, y contribuyen a una mayor acumulación de riesgos de valoración en los fondos de inversión y los mercados de valores, con una transición hacia inversiones menos líquidas y más apalancadas a través de estrategias de búsqueda de rendimiento.

Rentabilidad bancaria. Es necesario seguir abordando la cuestión de los bancos no rentables y sus modelos empresariales, a fin de aumentar la resistencia de las instituciones a un entorno económico más difícil. Otras inversiones en tecnologías financieras y la exploración de oportunidades para la consolidación del sector bancario son algunas de las respuestas a la baja rentabilidad. En este sentido, la transparencia y la aplicación coherente de requisitos prudenciales y normas de supervisión comunes en

todas las jurisdicciones constituyen condiciones previas que podrían contribuir a aprovechar las oportunidades que ofrece la consolidación transfronteriza.

Mercado de préstamos apalancados. Los riesgos relacionados con el mercado de préstamos apalancados y obligaciones colateralizadas en el sector financiero deben ser explorados e identificados más a fondo. Existe una falta de claridad sobre el volumen total de préstamos apalancados pendientes y sobre los titulares últimos de los riesgos de muchos tramos de las deudas colateralizadas (CLOs y CMOs). Los supervisores han expresado su preocupación por la posibilidad de que los riesgos no se estén valorando adecuadamente, por lo que debe profundizarse en el análisis de estos riesgos.

Financiación sostenible y riesgos ESG. Las autoridades de supervisión y las instituciones financieras deben continuar su labor de identificación de la exposición a los riesgos relacionados con el clima y facilitar el acceso de los inversores a activos sostenibles. El análisis de escenarios y las pruebas de tensión son herramientas importantes que pueden ser implementadas por los supervisores con el objetivo de incorporar consideraciones de sostenibilidad en la evaluación de riesgos. Las instituciones financieras deberían incorporar el riesgo climático y otros factores ESG en su marco de gestión de riesgos teniendo en cuenta el impacto en sus actividades de los referidos factores. En el futuro, las Autoridades Europeas de Supervisión deberían adoptar una postura proactiva en el cumplimiento de los mandatos sobre financiación sostenible, incluida la forma en que estas consideraciones pueden incorporarse en el marco regulatorio y de supervisión de las instituciones financieras de la UE.

Solvencia II

Revisión del marco normativo prevista para 2020

El 15 de octubre de 2019, EIOPA lanzó una consulta pública previa a la remisión a la Comisión Europea de su consejo técnico sobre la revisión de Solvencia II, prevista para el año próximo⁷. Se trata de un documento extenso que plantea numerosas cuestiones que afectan a los principales elementos del referido marco regulatorio, incluidos diversos componentes de los tipos de interés libres de riesgo relevantes para el cálculo de las provisiones técnicas.

En opinión de EIOPA, el marco de Solvencia II funciona bien, en general. Por lo tanto, el enfoque ha sido en términos generales el de la “evolución más que el de la revolución”. Las principales excepciones se derivan de la experiencia en materia de supervisión, por ejemplo, en relación con las operaciones transfronterizas o del contexto económico más amplio, en particular en relación con el riesgo de tipo de interés, según explica la propia institución.

Las partes interesadas pueden remitir sus comentarios hasta el 15 de enero de 2020. Tras el análisis de las respuestas recibidas y de los datos adicionales recopilados en los próximos meses sobre su impacto cuantitativo, EIOPA elaborará el consejo definitivo a remitir a la Comisión en junio de 2020.

Cálculo de los tipos de interés libres de riesgo

Por otra parte, EIOPA se encuentra en un proceso de transición en la principal fuente de datos a utilizar en el cálculo de los tipos de interés libres de riesgo relevantes aplicables para la valoración de las provisiones técnicas, a la hora de determinar el ratio de solvencia bajo la normativa de Solvencia II. Esta transición será efectiva para los tipos libres de riesgo a

publicar a finales del mes de enero de 2020 y supondrá que el principal proveedor de los datos necesarios será Refinitiv, en lugar de Bloomberg⁸. Como parte de este proceso, EIOPA publicará los tipos libres de riesgo relevantes desde finales de septiembre⁹ hasta que el cambio resulte plenamente aplicable de acuerdo con la información de ambos proveedores de datos, con el fin de que las partes interesadas puedan realizar la comparación de los resultados obtenidos con ambas fuentes.

Riesgos emergentes

Por último, es de destacar el informe publicado por EIOPA en el mes de septiembre sobre los retos y oportunidades que plantean los riesgos cibernéticos (“*cyber risks*”) para la industria aseguradora¹⁰, en base a la información cualitativa obtenida a través de una encuesta dirigida a 42 grandes grupos aseguradores europeos, con el fin de mejorar su conocimiento sobre estos riesgos que empiezan a asegurar y a los que se encuentran expuestas las entidades aseguradoras.

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

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

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

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 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	2,0	0,4	1,8	2,1	2,2	1,8	1,4
Eurozona	0,3	0,7	1,4	1,9	1,0	1,3	0,3	0,7	1,4	1,9	1,0	0,7
Alemania	0,2	1,5	1,4	1,6	1,2	1,4	0,2	1,5	1,4	1,6	1,2	0,9
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	0,4	1,0	0,2	0,1	0,9	1,4	0,4	0,7
España	-0,3	1,0	1,4	1,7	0,4	1,4	-0,3	1,0	1,4	1,7	0,4	0,7
Reino Unido	0,1	1,2	3,0	2,3	1,9	1,7	0,1	1,2	3,0	2,3	1,9	1,5
Japón	0,2	0,3	0,6	0,9	1,3	0,4	0,2	0,3	0,6	0,9	1,3	-0,1
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	3,2	3,4	2,3	3,2	6,6	4,8	3,2	3,3
Brasil	10,4	7,0	2,8	4,1	3,3	3,7	10,4	7,0	2,8	4,1	3,3	3,4
Argentina	26,0	37,5	23,3	47,4	53,0	34,7	26,0	37,5	23,3	47,4	52,9	33,8
Emergentes europeos²	3,9	4,2	6,8	10,2	8,3	7,4	3,9	4,2	6,8	10,2	8,1	7,2
Turquía	8,2	7,6	12,3	22,4	10,5	10,8	8,2	7,6	12,3	22,4	10,5	10,4
Asia Pacífico³	2,2	2,5	2,8	3,8	2,9	3,0	2,2	2,5	2,8	3,8	3,1	3,1
China	1,5	2,2	1,8	2,2	3,2	2,7	1,5	2,2	1,8	2,2	3,2	2,4
Indonesia	4,8	3,3	3,5	3,2	3,5	3,4	4,8	3,3	3,5	3,2	3,5	3,3
Filipinas	0,3	2,0	3,0	5,9	1,9	3,0	0,3	2,0	3,0	5,9	1,9	2,0
Mundo	2,8	3,0	3,3	3,7	3,4	3,2	2,8	3,0	3,3	3,7	3,4	3,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

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

Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 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	1,50	1,64	2,27	2,45	2,40	2,69	1,50	4,19
Eurozona	1,26	0,93	1,13	1,17	-0,10	0,54	1,26	0,93	1,13	1,17	-0,10	1,23

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 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	0,92	0,90	0,92	0,95	0,83	0,87	0,92	0,87
EUR-USD	1,09	1,05	1,20	1,15	1,09	1,12	1,09	1,05	1,20	1,15	1,09	1,15
GBP-USD	1,48	1,23	1,35	1,28	1,20	1,27	1,48	1,23	1,35	1,28	1,20	1,29
USD-JPY	120,27	116,78	112,69	109,70	107,00	105,17	120,27	116,78	112,69	109,70	107,00	104,00
USD-CNY	6,49	6,94	6,51	6,88	7,22	6,98	6,49	6,94	6,51	6,88	7,22	6,82

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 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	1,50	1,50	0,50	0,75	1,50	2,50	1,00	0,50
Eurozona	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	2,30	2,50	2,40	3,20	2,55	2,64	2,30	2,50	2,40	3,20	2,55	2,28

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2019.

Índice de gráficas, tablas y recuadros

Gráficas

Gráfica 1.1.2	Vulnerabilidades y riesgos globales	21
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	27
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	27
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	29
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	29
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	31
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	31
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	33
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	33
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	35
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	35
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	37
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	37
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB	39
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	39
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	41
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	41
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB	43
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	43
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB	44
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	44
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB	46

Gráfica 1.2.11-b Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 46

Gráfica 1.2.12-a China: descomposición y previsiones del PIB 48

Gráfica 1.2.12-b China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 48

Gráfica 1.2.13-a Indonesia: descomposición y previsiones del PIB 50

Gráfica 1.2.13-b Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 50

Gráfica 1.2.14-a Filipinas: descomposición y previsiones del PIB 52

Gráfica 1.2.14-b Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 52

Gráfica 2.1.2 Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo 55

Gráfica 2.1.6 Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo 57

Gráfica 2.1.7 Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo 58

Gráfica 2.1.8 Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo 59

Gráfica 2.1.9 México: curva de tipos de interés libres de riesgo 60

Gráfica 2.1.11 Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo 61

Gráfica 2.1.12 China: curva de tipos de interés libres de riesgo 62

Gráfica 2.1.13 Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo 63

Gráfica 2.2-a Spreads de bonos corporativos 64

Gráfica 2.2-b Ratings de de bonos corporativos en la Unión Europea 65

Tablas

Tabla 1.2.1 Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos 27

Tabla 1.2.2 Eurozona: principales agregados macroeconómicos 29

Tabla 1.2.3 España: principales agregados macroeconómicos 31

Tabla 1.2.4 Alemania: principales agregados macroeconómicos 33

Tabla 1.2.5 Italia: principales agregados macroeconómicos 35

Tabla 1.2.6 Reino Unido: principales agregados macroeconómicos 37

Tabla 1.2.7 Japón: principales agregados macroeconómicos 39

Tabla 1.2.8 Turquía: principales agregados macroeconómicos 41

Tabla 1.2.9 México: principales agregados macroeconómicos 43

Tabla 1.2.10 Brasil: principales agregados macroeconómicos 44

Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	46
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	48
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	50
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	52
Tabla A-1	Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto	71
Tabla A-2	Escenarios Base y de Riesgo: inflación	72
Tabla A-3	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	73
Tabla A-4	Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio	73
Tabla A-5	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia	73

Recuadros

Recuadro 1.1.1-a	Análisis de vulnerabilidad emergente: evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI)	12
Recuadro 1.1.1-b	Actualización de política monetaria	17
Recuadro 1.1.1-c	Análisis del ahorro	22

Referencias

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

2/ Caracterizado por un fuerte incremento de la aversión al riesgo global y correcciones en los mercados de renta variable y fija, especialmente en Estados Unidos, que obtiene como respuesta el hundimiento de la prima por plazo y la renovación de condiciones monetarias ultra acomodaticias a nivel global.

3/ Recientemente parece haberse constatado que el problema de liquidez mana de insuficiencias e ineficiencias en la cámara de compensación controlada por el único banco custodio (privado) habilitado actualmente para proveer colaterales que los bancos pueden depositar en el sistema a cambio de la liquidez que se ofrece.

4/ La curva de bonos de tesoro está invertida en los tramos de 1mes- 6 años. Esta expansión ya lleva 124 meses, de junio de 2009 a octubre de 2019, la más longeva registrada. Además, la tasa de paro se sitúa en mínimos, a la vez que es señal de fortaleza corriente, también es señal de que el ciclo económico está a punto de agotarse. La caída de la confianza de los negocios y la inversión, también es una señal clara de cómo están las expectativas.

5/ <https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/Joint%20Committee%20Autumn%202019%20Risk%20Report.pdf>

6/ <https://eiopa.europa.eu/Publications/Opinions/2019-09-30%20OpinionSustainabilityWithinSolvencyII.pdf>

7/ <https://eiopa.europa.eu/Pages/Consultation-Paper-on-the-Opinion-on-the-2020-review-of-Solvency-II.aspx>

8/ <https://eiopa.europa.eu/Publications/Standards/12092019-Technical%20Documentation.pdf>

9/ https://eiopa.europa.eu/Publications/Standards/EIOPA_RFR_20190930_parallel.zip

10/ https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/EIOPA_Cyber%20risk%20for%20insurers_Sept2019.pdf

Otros informes del Servicio de Estudios de MAPFRE

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

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *El mercado asegurador latinoamericano en 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *El mercado español de seguros en 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Envejecimiento poblacional*, 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