



Fundación **MAPFRE**

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

Servicio de Estudios de MAPFRE

**Panorama económico
y sectorial 2018:
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.

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

- © De esta edición:
2018, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Octubre, 2018.

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

José María Lanzuela
Carlos Sebastián Macías Rojas
Alba Zahariu Bermejo
Paula Baliña Vieites
Markel Zubizarreta

Contenido

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

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global: cristalizan las señales que anuncian el cambio de ciclo	11
1.1.1 Cambio de ciclo: se ratifican los síntomas	12
1.1.2 El riesgo tiene protagonistas	14
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	19
1.2.1 Estados Unidos	19
1.2.2 Eurozona	21
1.2.3 España	23
1.2.4 Alemania	23
1.2.5 Italia	26
1.2.6 Reino Unido	28
1.2.7 Japón	28
1.2.8 Turquía	31
1.2.9 México	33
1.2.10 Brasil	35
1.2.11 Argentina	35
1.2.12 China	38
1.2.13 Indonesia	40
1.2.14 Filipinas	40

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización y previsiones	45
2.1.1 Mercados globales	45
2.1.2 Eurozona	45
2.1.3 España	47
2.1.4 Turquía	48
2.1.5 Estados Unidos	49
2.1.6 Brasil	50
2.1.7 México	52
2.1.8 China	53
2.2 Tendencias regulatorias: novedades en el trimestre	54

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas	57
--	----

Índice de gráficas, tablas y recuadros	61
---	----

Referencias	65
--------------------------	----

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2018: perspectivas hacia el cuarto trimestre

Varios factores parecen cristalizar las señales avistadas desde inicios del año que anunciaban el cambio de ciclo en la economía global liderado por la economía de los Estados Unidos. La situación actual permite ratificar los síntomas que anticipan (y que caracterizarán) este cambio: (i) la pérdida de la sincronía cíclica del crecimiento y de la coordinación de las políticas monetarias; (ii) el alza del proteccionismo; (iii) el incremento del precio del petróleo; (iv) el aumento de las fuentes de volatilidad y tensión financiera en los mercados emergentes, y (v) el surgimiento de riesgos globales.

De esta forma, a partir de 2019 el crecimiento global aún estará liderado por Estados Unidos pero su dinámica será menor, dando lugar a un escenario central de ajuste suave en el que el PIB global se ubicará en torno al potencial. A este crecimiento contribuirán de manera similar desarrollados y emergentes (aunque en menor medida que antes), y se dará en el marco de una pérdida de coordinación de la política monetaria a nivel global.

Además, el crecimiento económico global coexistirá con una paulatina aceleración de la inflación y un endurecimiento de las condiciones financieras como efecto del avance de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos y su efecto en los mercados

emergentes. Cabe destacar que habrá divergencias visibles en la senda de crecimiento de los diferentes mercados emergentes, las cuales serán proporcionales a los excesos cometidos en el pasado (fortaleza de sus fundamentales *versus* desequilibrios acumulados). En este sentido, es previsible que Argentina y Turquía atraviesen una recesión como resultado de los efectos de la normalización monetaria y sus efectos sobre la reversión de flujos de cartera.

El crecimiento global se enfrenta a una amplia gama de riesgos: riesgos relacionados con la escalada tarifaria global; riesgos derivados del encarecimiento del petróleo en un entorno de todavía moderado crecimiento (estancamiento) secular; riesgos soberanos regionales; y riesgos geopolíticos y de gobernanza globales. Nuestro escenario mantiene fuertes sesgos a la baja en crecimiento e inflación, pero está motivado fundamentalmente por la interacción entre los riesgos derivados de la gestión económica y comercial de Estados Unidos, y de los desequilibrios y la capacidad de represalia financiera y comercial de China. Todo ello, además, amplificado y distribuido a través de canales reales y financieros con los mercados emergentes como protagonistas. Así, el escenario alternativo (el de una corrección abrupta y desordenada) es poco menos probable que nuestro escenario central.

Mercados aseguradores

El contexto económico, sin duda más complejo, anticipa un crecimiento positivo aunque perdiendo dinámica y sincronía global, confirmándose los síntomas que anuncian un cambio de ciclo económico. De momento, el crecimiento favorece al mercado asegurador a nivel mundial; sin embargo, un cambio de ciclo ralentizaría el ritmo de crecimiento de las primas de seguros globales, especialmente en los segmentos de No Vida y Vida riesgo, dada su fuerte vinculación con el comportamiento del ciclo económico.

Algunos mercados emergentes continúan sufriendo tensiones financieras con salidas de flujos y depreciación de sus tipos de cambio, como efecto de la normalización monetaria en Estados Unidos, teniendo que actuar en defensa de sus monedas. El incremento de tipos de interés de mercado y de sus primas de riesgo impacta, además, de forma negativa en las posibilidades de financiación de los gobiernos y empresas, lo cual termina trasladándose en forma de minusvalías a la valoración de las carteras de activos de las compañías aseguradoras.

En la Eurozona, continúa el cronograma de normalización monetaria gradual. En este contexto continuará todavía por un tiempo el entorno bajos tipos de interés. Por lo pronto, se sostiene el crecimiento sector servicios debido a la recuperación del mercado laboral (lo cual es positivo para las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo); sin embargo, el entorno global relativamente adverso (inminencia del cambio de ciclo) y los riesgos políticos y financieros crecientes nos han llevado a rebajar la previsión de crecimiento económico para el año 2019. Esta ralentización se traduciría, para el caso de la industria aseguradora, en una desaceleración del negocio en dichos segmentos.

En España, la proximidad del final del ciclo monetario expansivo y el aumento previsible de la presión fiscal llevan a corregir a la baja las previsiones de crecimiento. A pesar de ello, para la industria aseguradora las expectativas continúan siendo favorables, específicamente para el

desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo, aunque su crecimiento podría verse afectado por la ralentización de la economía. 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.

Respecto de las tendencias regulatorias, se produjeron novedades en relación a la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 17 sobre Contratos de Seguros (IFRS 17). Esta norma resultará aplicable, en principio, para la elaboración de las cuentas consolidadas de 2021 de grupos cotizados. Sin embargo, para que resulte de obligado cumplimiento a los grupos aseguradores europeos debe ser adoptada por la Unión Europea, previa consulta al Grupo Consultivo Europeo en materia de Información Financiera (EFRAG).

Durante el segundo trimestre de 2018, el EFRAG informó al organismo emisor de la norma (IASB) haber identificado una serie de asuntos que en su opinión merecen una consideración adicional. *Insurance Europe* (asociación que representa a los grandes grupos aseguradores europeos), ha emitido su posición ante esta petición, solicitando que se demore el plazo previsto para la implementación de este estándar, ampliándolo en dos años adicionales.

Por otra parte, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) lanzó la consulta pública sobre la nueva versión del futuro Estándar Global de Capital ("ICS Version 2.0"), la cual concluirá a finales de octubre. Esta consulta es un hito importante en el proceso de adopción del estándar definitivo, programada para finales de 2019.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global: cristalizan las señales que anuncian el cambio de ciclo

Varios factores parecen cristalizar las señales avistadas en el segundo trimestre de 2018 que anunciaban el cambio de ciclo (anticipado en este informe desde finales 2017).

Tres parecen ser los más relevantes: (i) el ritmo de la actividad económica; (ii) el estado de la liquidez global, y (iii) el comportamiento de la inflación.

Actividad económica

A pesar de que los PMIs (Índice de Gestores de Compras, *Purchasing Managers Index*), tanto de mercados desarrollados como de mercados emergentes se mantienen en terreno positivo, se observa una fuerte desaceleración de los índices de producción industrial global, venta minorista global y pedidos industriales; todo en línea con los indicadores fuertemente desacelerados de comercio global que se sitúan ya terreno negativo.

Sin embargo, dan una imagen menos alcista que hace seis meses, a la par que la mayoría de las valoraciones bursátiles se han contraído (a excepción de las del mercado de los Estados Unidos).

Liquidez

Se ha venido presentando una corrección gradual de las valoraciones de la renta variable (*equity*), volviendo a sus fundamentales en la mayoría de los mercados, es decir, a menores ratios PBV (precio / valor contable), en línea con la pérdida de dinamismo de la actividad económica. Se observan tensiones financieras frecuentes pero selectivas entre mercados emergentes (salidas de flujos, depreciación de la moneda, incremento de tipos de interés de mercado y prima de riesgo, así como agotamiento de las posibilidades de fondeo de muchos corporativos). Todo ello en un entorno, en general, marcado por una Reserva Federal que pasa de la normalización del balance a la retirada de la neutralidad monetaria, y por algunos otros bancos centrales que la siguen.

Inflación

La inflación global ha estado fuertemente condicionada por el repunte del precio del petróleo que superó los 82 USD/b durante el mes de septiembre. En el marco de las tensiones de oferta actuales, es esperable que esa tendencia se mantenga. Este comportamiento de los precios se ha hecho patente en la ampliación de la horquilla entre inflación *headline* y *core*, vista durante los últimos tres meses (+0,5% en promedio).

A pesar de ello, debe señalarse que se comienzan a percibir algunos síntomas de inflación salarial dado que el crecimiento de los salarios entre los mercados desarrollados ha superado el 2% y se ubica en varios casos en el umbral perseguido por el objetivo de los bancos centrales.

En este contexto, aunque las expectativas de inflación permanecen ancladas, el contexto actual podría ser el catalizador de un proceso inflacionario repentino si: (i) el precio del petróleo continúa creciendo por restricciones de oferta (hay analistas que lo ven en 100 USD/b); (ii) los efectos de las sanciones comerciales se absorben con la depreciación del tipo de cambio de los mercados emergentes, y (iii) las políticas pro-cíclicas de algunos países se mantienen (véanse las Gráficas 1.1-a y 1.1-b).

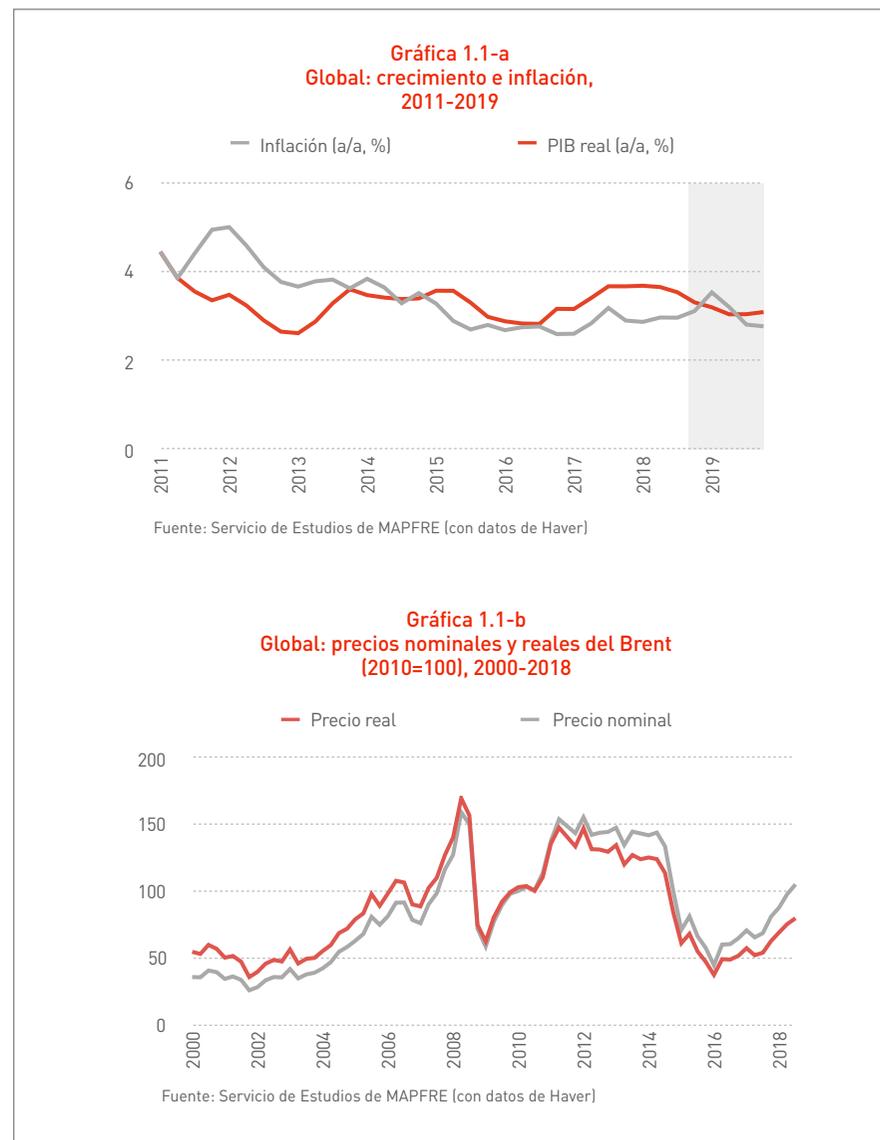
1.1.1 Cambio de ciclo: se ratifican los síntomas

La situación actual permite ratificar los síntomas que anticipan (y que caracterizarán) el cambio del ciclo en la economía global: (a) pérdida de sincronía cíclica y de coordinación de políticas monetarias; (b) alza del proteccionismo; (c) incremento del precio del petróleo; (d) aumento de las fuentes de volatilidad y tensión financiera en los mercados emergentes, y (e) emergencia de riesgos globales.

Pérdida de sincronía cíclica y de coordinación de políticas monetarias

La economía global, encabezada por Estados Unidos, sigue perdiendo sincronía, al mismo tiempo que se agudiza la pérdida de coordinación en la implementación de la política monetaria.

- a) Estados Unidos se encuentra al final del ciclo con una brecha de producto visiblemente positiva (creciendo por encima del potencial) respecto a Europa y Japón, que se encuentran más atrasados en el ciclo y que aún mantienen una brecha negativa. Los mercados emergentes,



por su parte, en general desaceleran su crecimiento llegando en algunos casos a esperarse la entrada en recesión al término de este año.

- b) Por otra parte, ha llegado una nueva etapa de política monetaria. La Reserva Federal de los Estados Unidos parece estar acelerando el ritmo de subida de tipos de interés, pero mantiene anclada su referencia de tipo de interés natural (3%-3,5%) que presuntamente se alcanzará antes de lo previsto. Algunas opiniones sostienen que la Reserva Federal intenta ganar margen de política monetaria para cuando la corrección cíclica lo precise. Esto contrasta con la actitud "diletante" del Banco Central Europeo (BCE) que, implícitamente, aplaza la primera subida de tipos de interés al final de la segunda mitad del año 2019. Este es uno de los factores más importantes que está impulsando la apreciación temporal del tipo de cambio USD/EUR (el cual pareciera no ser sostenible en el largo plazo).

Alza del proteccionismo

Un segundo síntoma tiene que ver con el aumento del proteccionismo en sus tres dimensiones: comercial, migratoria y financiera.

- a) Comercial. Sus efectos reales están aún por llegar en la medida en que se implanten en su totalidad los aranceles anticipados (hasta ahora oscilan entre el 10% y el 25% valor de las importaciones, aproximadamente 200 millardos de dólares), y se presenten represalias por parte de China. De momento, se aprecian sus efectos en la posposición de inversiones, así como en el deterioro de la confianza y de algunos términos de intercambio.
- b) Migratoria. Imbuida en el discurso que se está instalando a nivel global acerca de los peligros migratorios y la pérdida de identidad nacional, el "proteccionismo" migratorio puede tener un efecto negativo que se canalizará a través de las trabas a la gobernanza regional.

- c) Financiera. Toma cuerpo especialmente en forma de control a los flujos de capitales en determinados mercados. El propio Fondo Monetario Internacional (FMI) ha modificado gradualmente su discurso acerca del control de capitales durante los tres últimos años. La nueva economista jefe (Gita Gopinath) es una abanderada de la política de control del tipo de cambio a través de la imposición de ciertos controles a los flujos de capital.

No obstante estas implicaciones de corto plazo, los costes del proteccionismo podrán llegar a ser más relevantes a medio y largo plazo por cuanto que tendrán efectos disruptivos en la cadena de valor global, deteriorando la cuenta corriente de los importadores que no podrán adaptarse y depreciando fuertemente la moneda de las economías más pequeñas.

Incremento del precio del petróleo

El precio del petróleo que a inicios de 2016 estaba en 44 USD/b se ha elevado hasta 82 USD/b actualmente (véase la Gráfica 1.1-b). Este comportamiento ha estado determinado por problemas de oferta (y no de demanda) como son: (i) un deterioro de la capacidad productiva de Venezuela y Angola; (ii) las sanciones impuestas a Irán; (iii) el agotamiento de inventarios, y (iv) la decisión en última instancia de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de no incrementar la producción para contener los precios.

Esta situación está teniendo un doble impacto sobre los mercados emergentes. El primero, a través del deterioro de términos de intercambio de los importadores de crudo y, el segundo, a través de la erosión de la renta real por la inflación. El encarecimiento del crudo, sin embargo, en precios reales ha sido todavía moderado y necesitaría más que duplicar su precio por barril actual para asemejarse a situaciones de tensión como las ocurridas a finales de los años setenta.

Aumento de las fuentes de volatilidad y tensión financiera en los mercados emergentes

Por otra parte, se manifiestan ya tensiones financieras originadas por el apalancamiento corporativo en monedas fuertes, especialmente en las economías emergentes, y con estas comienzan a hacerse patentes los desequilibrios contraídos con la fuerte etapa de liquidez global y la exposición al efecto de la desvalorización del tipo de cambio (véase el Recuadro 1.2) y el encarecimiento del fondeo mayorista (y por lo tanto en su traslación al crédito).

Emergencia de riesgos globales

Aunque el escenario base que se plantea en esta actualización del informe sigue siendo de desaceleración cíclica ordenada, las fuentes de riesgo global siguen creciendo y su inminencia en algunos casos también. Pese a tener un origen genuino en cada región, todos los riesgos tienen en común la posibilidad de ser activados de una manera o de otra como resultado de la interacción con la economía de Estados Unidos, China y los mercados emergentes. En este sentido, los riesgos globales, como hasta ahora siguen, son los siguientes: (1) la escalada arancelaria (con mayor severidad a medio plazo); (2) la pérdida de gobernabilidad regional; (3) la posibilidad de un mal cálculo de política monetaria en un entorno financiero y económico adverso, y (4) un ajuste financiero desordenado en China; todo ello en un contexto de vulnerabilidad de los mercados emergentes (véase el Recuadro 1.2).

1.1.2 El riesgo tiene protagonistas

Por último, es importante destacar que existen ciertas fuentes y canales amplificadores de nuestros escenarios de riesgo, es decir, que el riesgo tiene a sus protagonistas.

Europa

En Europa, aumentan los riesgos soberanos y de gobernanza regional en el seno de la Unión Europea. Dos elementos configuran esencialmente estos riesgos: (i) un Brexit sin acuerdo se perfila como el escenario más probable (véase el apartado 1.2.6 de esta informe), y (ii) Italia pone en duda los planes de estabilidad fiscal de la Eurozona apostando por mayor déficit público bajo supuestos de crecimiento difíciles de sostener (prima de riesgo de países periféricos en alza).

Mercados emergentes

Los países emergentes están actuando como amplificadores del riesgo global y, dadas las vulnerabilidades que acarrearán, son especialmente sensibles a un evento financiero global con origen, por ejemplo en la economía de Estados Unidos. El trimestre pasado revisamos¹ cómo factores globales como la política monetaria estadounidense se traducían en tensiones financieras y depreciación de algunas monedas emergentes, de manera proporcional a los desajustes y vulnerabilidades que acarrearaban. En esta actualización de nuestro informe repasamos la naturaleza de la vulnerabilidad de dichas economías frente al riesgo (véase Recuadro 1.2).

China

La economía china es el origen de los riesgos de más elevada severidad a medio plazo para la economía global. Este riesgo puede actuar a través de los canales real y financiero, y tiene dos fuentes fundamentales. La primera, la escalada proteccionista frente a Estados Unidos que, pese a estar en sus inicios, puede acarrear efectos reales y financieros severos más allá de los efectos propios de los aranceles, y que pueden llegar a ciertas medidas que se pueden llegar a tomar en represalia como podría ser una depreciación fuerte del renminbi, o una venta desordenada de deuda estadounidense.

Recuadro 1.2
Vulnerabilidad de mercados emergentes:
índice de riesgo emergente (ERI)

Análisis de la vulnerabilidad emergente

Las políticas monetarias expansivas de carácter no convencional de la Reserva Federal (que nacieron con el objetivo de contrarrestar los efectos recesivos de la crisis económica global de la pasada década) provocaron una fuerte entrada de flujos difícilmente canalizables de manera saludable por las instituciones de los mercados emergentes. La reciente normalización monetaria y la recuperación de la senda expansiva en las economías desarrolladas puede suponer un serio problema para los mercados emergentes altamente apalancados.

De hecho, los eventos de volatilidad cambiaria vividos en los últimos meses (analizados en nuestro informe del trimestre anterior²) se hallan fuertemente incluidos por desequilibrios acumulados en tiempo de excesos que hacen saltar las alarmas al alcanzar niveles que podrían considerarse como insostenibles y traducirse en un cambio de ciclo. Ante este tipo de escenarios, las variables de mercados como el el EMBI (*Emerging Market Bond Index*), los CDS (*Credit Default Swaps*) y los tipos de cambio (FX) entran en una dinámica de alinear bruscamente las expectativas frente a la realidad, castigando las cotizaciones de los mismos.

En este marco, proponemos un **Índice de Riesgo Emergente (ERI)** que pretende, por un lado, identificar *ex-post* los factores de vulnerabilidad que causan desequilibrios y volatilidad en los mercados en eventos de

estrés y, por otro, monitorizar *ex-ante* las fuentes de riesgo que actúan como catalizadores ante eventos futuros de alta volatilidad.

Las variables que construyen este índice se valoran en relación con determinados umbrales de sostenibilidad propuestos por el Servicio de Estudios de MAPFRE y respaldados por la literatura. Las desviaciones con respecto a dichos umbrales suponen desequilibrios y son ponderadas hasta construir un índice de riesgo que oscila entre 0 y 100.

El índice de riesgo propuesto (ERI) se compara con el EMBI, que es el indicador de riesgo de mercado basado en la diferencia porcentual (*spread*) entre los rendimientos de bonos soberanos de cada mercado emergente y los bonos del Tesoro de Estados Unidos. El conjunto de variables consideradas cubre aspectos más diversos de la situación económica y financiera de los mercados estudiados, y pretenden servir como alerta temprana, así como instrumento de análisis de las vulnerabilidades de los mercados emergentes.

Grosso modo, las variables que componen el ERI se pueden clasificar en una serie de dimensiones generales:

- **Vulnerabilidad exterior:** niveles de deuda externa especificada por agente y plazos, posición neta de inversión y capacidad o necesidad de financiación expresada en términos de la cuenta corriente de un país en función del producto interior bruto (PIB).

Recuadro 1.2 (continuación)
Vulnerabilidad de mercados emergentes:
índice de riesgo emergente (ERI)

- **Apalancamiento privado:** abarca los niveles de crédito con especial atención a las corporaciones no financieras, el ratio de apalancamiento del sector financiero y el crédito dudoso medido por los NPL (*Non Performing Loans*).
- **Actividad económica:** incluye el crecimiento observado del PIB y su potencial, la evolución de la inflación y el índice de precios al consumidor (CPI) de largo plazo, así como el tipo de interés de referencia del Banco Central.
- **Liquidez:** recoge indicadores de supervivencia-liquidez; esto es, los ratios de masa monetaria frente a reservas, o el nivel de exportaciones necesario para hacer frente al pago de la deuda externa.
- **Mercado:** variables como los CDS o el EMBI, e indicadores de riesgo cotizados.

Principales conclusiones del análisis

El estudio de las vulnerabilidades de una serie de mercados a partir de la construcción del ERI ha permitido extraer las siguientes conclusiones generales (véanse las Gráficas A a G de este Recuadro):

- Las economías de Argentina y Turquía presentan un *scoring* de vulnerabilidad alto y se observa cómo el ERI realiza un buen

pronóstico temprano de la situación de riesgo anticipándose al EMBI.

- Las economías de Perú y Rusia, por su parte, se encuentran en niveles aceptables de vulnerabilidad. Incluso, puede considerarse que el EMBI de Rusia debería corregirse a la baja para reflejar la posición saneada de la economía derivada del estrés del Rublo ruso en 2015 y 2018.
- Finalmente, las economías de Filipinas y Colombia presentan posibles focos de inestabilidad en el mercado, destacando los altos niveles de crédito de Filipinas y la gran cantidad de deuda externa de Colombia.

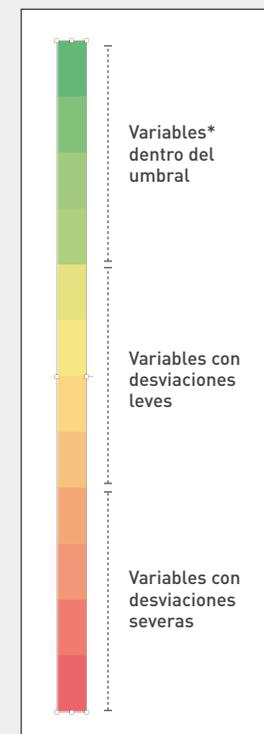
En conclusión, el índice de riesgo emergente (ERI), como indicador de vulnerabilidad emergente, proporciona resultados satisfactorios. En países como Perú y Rusia se ajusta al EMBI, y adelanta para Argentina y Turquía desequilibrios en 2017 que se han materializado a lo largo del 2018.

Por último, cabe destacar el caso de Filipinas y Colombia, cuyo EMBI no refleja el riesgo que muestra el *scoring* del ERI, pudiendo desembocar en abruptas correcciones debido a los altos niveles de deuda externa y al creciente endeudamiento por vía crédito de las empresas no financieras.

Recuadro 1.2 (continuación) Vulnerabilidad de mercados emergentes: índice de riesgo emergente (ERI)

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

	Umbral Emergentes	MERCADOS EMERGENTES									
		Argentina	Brasil	China	Colombia	Filipinas	Indonesia	México	Perú	Rusia	Turquía
Crecimiento PIB potencial	3										
Inflación potencial	10										
EMBI	8%										
CDS	20%										
CA % PIB	1%										
NIIP % PIB	-40										
Deuda externa BC c/p % PIB	4%										
Deuda externa BC l/p % PIB	1%										
Deuda externa Gobierno c/p % PIB	2%										
Deuda externa Gobierno l/p % PIB	34%										
Deuda externa Corporativa c/p % PIB	8%										
Deuda externa Corporativa l/p % PIB	27%										
Deuda externa Bancos c/p % PIB	12%										
Deuda externa Bancos l/p % PIB	12%										
Deuda externa total % PIB	30%										
Deuda externa total c/p % PIB	6%										
Deuda externa total l/p % PIB	24%										
Crédito total a Sector No Financiero	20										
Crédito a Gobierno	20										
Crédito a Hogares	20										
Crédito a Empresas No Financieras	20										
Crédito a Sector Privado No Financiero	20										
Aapalancamiento	10										
Crecimiento PIB	3										
Crédito dudoso (NPL)	7										
Inflación	3										
Tipo de interés de referencia	6										
Masa monetaria / Reservas	3										
Deuda externa / Exportaciones	1										
Índice de Riesgo Emergente (ERI)		45	28	42	29	23	8	20	12	20	31



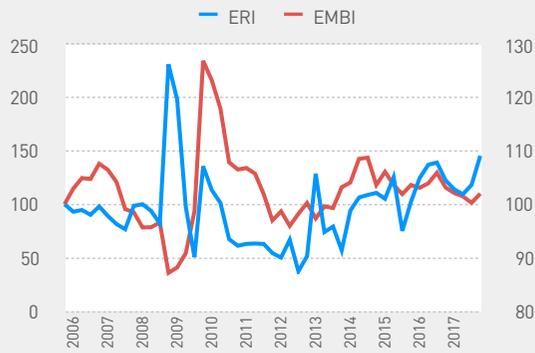
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (estimaciones a partir de datos de OEF, Haver, FMI, BIS, Bloomberg y Banco Mundial)

* 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.

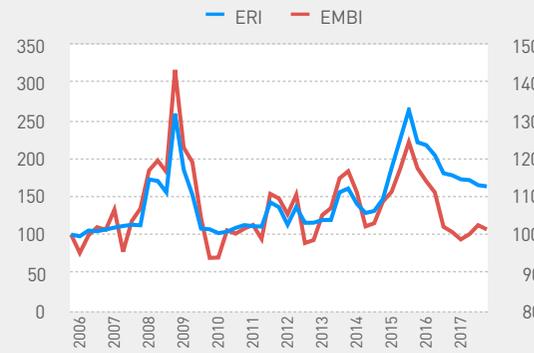
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Recuadro 1.2 (continuación)
Vulnerabilidad de mercados emergentes:
índice de riesgo emergente (ERI)

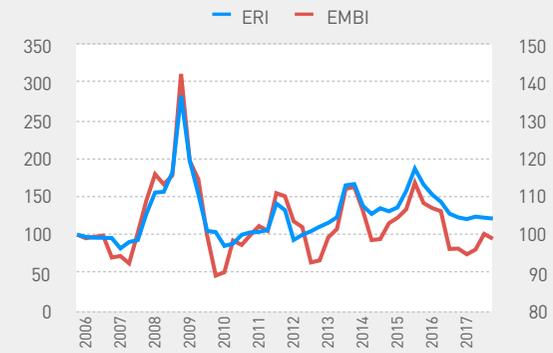
Gráfica B.
Argentina: ERI vs EMBI



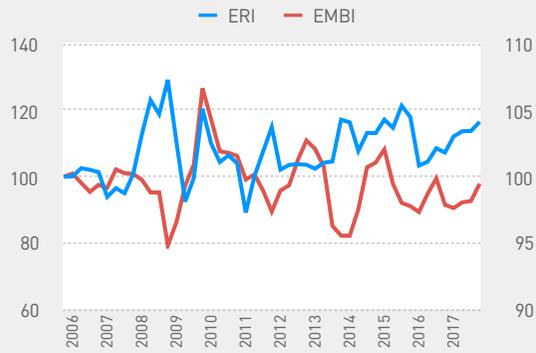
Gráfica C.
Colombia: ERI vs EMBI



Gráfica D.
Perú: ERI vs EMBI



Gráfica E.
Turquía: ERI vs EMBI



Gráfica F.
Filipinas: ERI vs EMBI



Gráfica G.
Rusia: ERI vs EMBI



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

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

Y la segunda, la ralentización del des-apalancamiento y ajuste nominal y real en curso por el que se apostaba por un menor crecimiento y mayor estabilidad nominal, permitiendo mayores desajustes en impagos corporativos, estrés sobre el denominado “shadow banking” e incremento (aún mayor) de la deuda pública china.

Estados Unidos

Estados Unidos continúa siendo la principal fuente de riesgo de carácter más inminente (por los motivos comentados en el anterior informe). De entre estos riesgos, el más relevante (y que conforma nuestro escenario de riesgo) sería un error de política monetaria (en el que converjan expectativas de mercado y de miembros de la Reserva Federal) ante una lectura errónea de la inflación actual en un contexto de fragilidad de sus mercados financieros, en los que persisten desajustes en la valoración bursátil de buena parte del sector corporativo y en los cuales se aprecia cierta exuberancia generalizada en todas las clases de activos.

Además, Estados Unidos se enfrenta a balances públicos y privados en una situación delicada, con elevada deuda, nulo espacio fiscal, erosión del ahorro corporativo y familiar, y una política monetaria (aún) en terreno laxo y con poco espacio para ajustes a la baja. Esto conforma nuestro escenario de riesgo, un escenario en el que la Reserva Federal pudiera subir tipos de interés rápidamente, provocando una fuerte desaceleración doméstica con impacto real y financiero especialmente *vis à vis* con la Eurozona (que vería apreciarse su tipo de cambio) y frente a mercados emergentes, en especial por su situación de vulnerabilidad.

1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

El crecimiento mantiene el impulso: fundamentos sólidos, pero riesgos crecientes

El crecimiento interanual del producto interior bruto real de la economía estadounidense ascendió al 2,9%, el ritmo más rápido desde mediados de 2015, impulsado por el gasto de los consumidores, el aumento de la inversión empresarial y una fuerte contribución del comercio a pesar del contexto de la guerra tarifaria (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

- El crecimiento de la economía estadounidense mantiene el impulso en 2018, pero apunta a que el ciclo se agote en breve.
- Los fundamentales de la economía son sólidos, pero riesgos crecientes.

Desde el segundo trimestre del año, el impulso económico ha seguido siendo alentador, lo que apunta a un crecimiento del PIB de alrededor del 3,3% en el tercer trimestre. El gasto de los consumidores ha persistido a un ritmo constante, mientras que el crecimiento de la inversión empresarial sigue siendo optimista, aunque algo más moderado.

En el frente comercial, los últimos datos muestran que los nuevos aranceles aplicados están afectando a las exportaciones de bienes, las cuales se han debilitado en los últimos meses. El mercado laboral, por su parte, sigue siendo un punto brillante para la economía estadounidense (+2 millones de empleos por octavo año consecutivo).

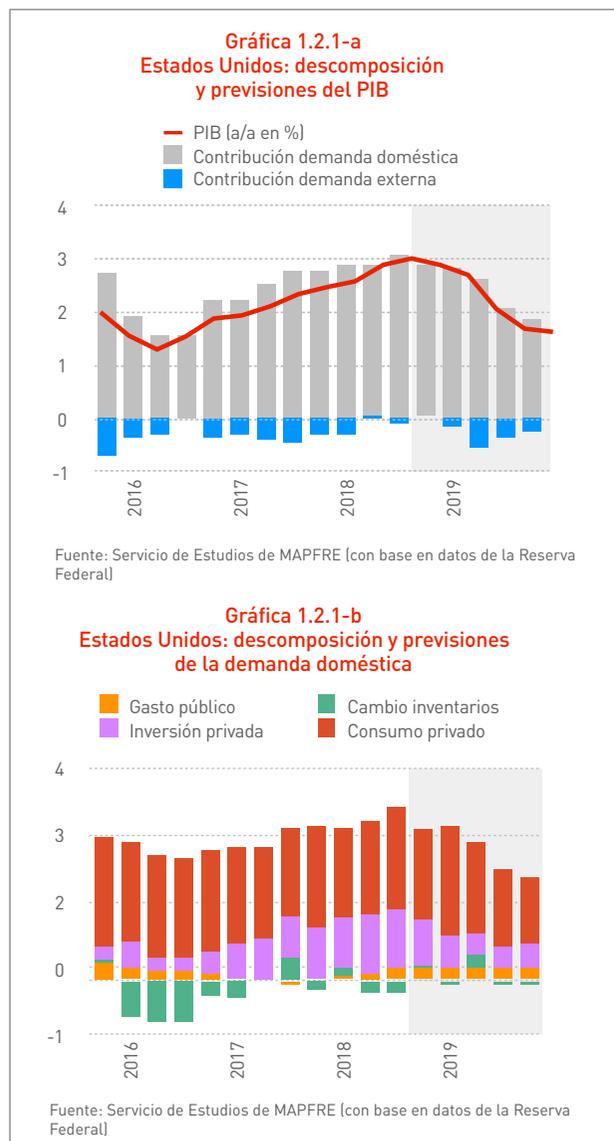
Tabla 1.2.1

Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	1,8	2,4	2,9	1,6	2,2	2,8	2,0
Contribución de la demanda doméstica	1,6	2,2	3,7	1,8	2,6	2,9	2,3
Contribución de la demanda externa	0,2	0,2	-0,8	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3
Contribución del consumo privado	1,0	2,0	2,5	1,9	1,8	1,8	1,6
Contribución de la inversión privada	0,7	0,6	0,7	0,3	0,8	1,0	0,5
Contribución del gasto público	-0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,0	0,2	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,6	2,6	3,6	1,7	2,5	2,8	2,2
Consumo total (% a/a, media)	0,8	2,3	3,4	2,5	2,1	2,3	2,3
Inversión privada (% a/a, media)	3,6	4,9	3,3	1,7	4,0	4,8	2,2
Exportaciones (a/a en %)	3,6	4,3	0,6	-0,1	3,0	4,6	1,5
Importaciones (a/a en %)	1,5	5,1	5,5	1,9	4,6	4,1	3,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,9	5,7	5,0	4,7	4,1	3,8	3,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,2	1,2	0,4	1,8	2,1	1,7	2,3
Balance fiscal (% PIB)	-5,4	-4,8	-4,4	-5,0	-3,5	-5,7	-6,0
Balance comercial (% PIB)	-4,4	-4,4	-4,4	-4,2	-4,3	-4,2	-4,3
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,2	-2,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,13	0,13	0,38	0,63	1,38	2,38	2,88
Tipo de corto plazo (final período)	0,25	0,26	0,61	1,00	1,69	2,72	2,63
Tipo de largo plazo (final período)	3,04	2,17	2,27	2,45	2,40	3,08	2,72
Tipo de cambio vs USD (fin período)	n.a.						
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,38	1,21	1,09	1,05	1,20	1,19	1,25
Crédito privado (% a/a, media)	7,7	7,7	2,3	3,5	5,2	3,9	3,8
Crédito familias (% a/a, media)	0,7	1,8	1,8	2,2	3,5	3,9	5,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,3	4,8	5,7	5,4	6,1	5,8	4,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,0	2,8	2,2	4,4	3,0	2,1	2,3
Tasa de ahorro (% , media)	6,4	7,3	7,6	6,7	6,7	6,9	6,6

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2018.

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



La inflación se ha mantenido cerca del objetivo de la Reserva Federal desde hace algunos meses, con una inflación subyacente del PCE (*Personal Consumption Expenditures*) del 2,0% interanual por cuarto mes consecutivo en agosto. Esperamos que la cuarta subida de los tipos de interés de la Reserva Federal de este año se produzca en diciembre, seguida de otras dos o tres subidas de tipos a lo largo de 2019.

En general, aunque vemos que el impulso podría enfriarse en el cuarto trimestre, el crecimiento económico aún debería registrar un muy saludable 2,8% en 2018. El ciclo económico actual es hoy en día el más largo de las posguerra en los Estados Unidos, lo que confirma las probabilidades de que en breve se agote.

Los fundamentales de la economía permanecen sólidos, pero los riesgos son crecientes. Se mantiene un mercado laboral sano y maduro. El aumento constante del empleo y el crecimiento gradual de los salarios seguirán respaldando el crecimiento de la renta disponible y el consumo. La inversión empresarial permanece constante gracias al estímulo fiscal y a la fuerte actividad del sector energético.

Por otra parte, los flujos comerciales se debilitan. Las exportaciones son las que más se han desplomado desde 2015, mientras que la actividad interna sigue apoyando las importaciones. El comercio exterior podría ser todavía una modesta rémora para el crecimiento en 2018. Desde el punto de vista de los riesgos de política, el proteccionismo comercial frenará el crecimiento de la actividad económica, especialmente si se enfrentan nuevas represalias por parte de China.

Finalmente, se observa un exceso de presión fiscal. El estímulo fiscal tardío podría llevar a una mayor inflación, una política monetaria más restrictiva y un déficit más amplio, lo que repercutiría en el crecimiento en 2019 y años posteriores.

1.2.2 Eurozona

Desaceleración que se concreta

Aunque la actividad económica se mantiene en general estable en la Eurozona, los últimos datos sugieren que el crecimiento puede haber sido un poco más suave en el tercer trimestre. La economía doméstica sigue siendo sólida, pero el entorno externo adverso y los riesgos políticos crecientes hacen dudar de las previsiones iniciales que teníamos para la zona, y por ello hemos rebajado nuestra previsión para el año 2019 (1,5%).

- Los indicadores adelantados en la Eurozona anticipan continuidad de la atonía observada en el segundo trimestre.
- El BCE posterga la primera subida de tipos de interés, pero continúa con el proceso ordenado de normalización monetaria.

Los indicadores adelantados sugieren que el crecimiento económico podría haberse ralentizado ligeramente en el tercer trimestre: tanto los PMI como el Indicador del Sentimiento Económico de la Unión Europea (UE) fueron inferiores a los promedios del segundo trimestre. Las encuestas siguen mostrando el impacto que están teniendo las tensiones comerciales en el sector manufacturero, mientras que los servicios se mantienen relativamente bien debido a la fuerte recuperación del mercado laboral.

Los datos disponibles para el tercer trimestre han sido poco convincentes, tanto en lo que respecta a la producción industrial como a las ventas al por menor las cuales parecen bastante débiles. Esperamos que el crecimiento del PIB en el tercer trimestre sea de entre el 0,3 y el 0,4%, conduciendo a un crecimiento anual de 2% para todo 2018 (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

Tabla 1.2.2

Eurozona: principales agregados macroeconómicos

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

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

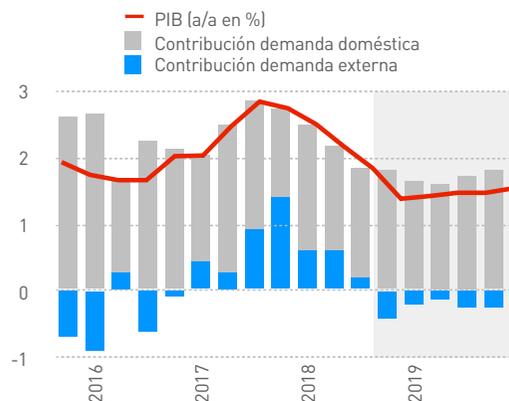
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,25
Tipo de corto plazo (final período)	0,29	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,59	-0,65
Tipo de largo plazo (final período)	2,96	1,34	1,20	1,04	0,91	1,35	1,62
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,38	1,21	1,09	1,05	1,20	1,19	1,25
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Crédito privado (% a/a, media)	n.d.						
Crédito familias (% a/a, media)	-0,6	-0,2	0,9	1,7	2,7	2,6	3,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,7	0,6	7,0	1,4	0,9	3,1	3,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-0,5	6,4	18,5	2,5	-0,1	-0,6	2,3
Tasa de ahorro (% , media)	12,3	12,5	12,5	12,2	12,0	12,0	12,3

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

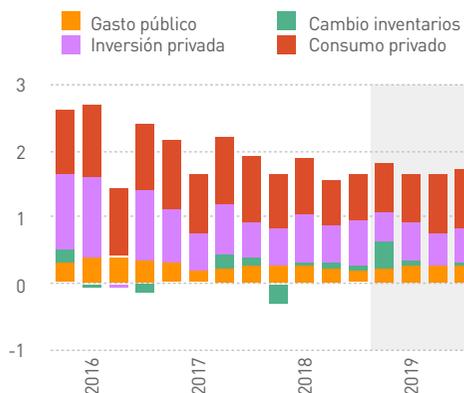
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.2-a
Eurozona: descomposición
y previsiones del PIB



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

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



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

La inflación subió hasta el 2,1% en septiembre (la más alta en seis años), principalmente como resultado del aumento de los precios del petróleo. La inflación subyacente sigue siendo débil (sólo el 0,9% en septiembre), aunque es previsible que empiece a aumentar a medida que se fortalezca y generalice el crecimiento salarial en toda la región.

Como era de esperarse, en el Consejo de Gobierno del BCE de septiembre no se hicieron nuevos anuncios de política monetaria. El banco central sigue en camino de finalizar las compras de bonos este año (pese a la situación de Italia), y no se espera la primera subida de tipos de interés sino hasta el segundo semestre de 2019, con un ritmo muy gradual de aumentos a partir de entonces.

1.2.3 España

Desaceleración gradual ante mayor presión fiscal y fin de ciclo monetario expansivo

La economía española creció un 2,5% (a/a) en el segundo trimestre de 2018, contra el 2,8% registrado en el primer trimestre, confirmando que la actividad sigue moderándose (producción industrial +1,2%, ventas minoristas +0,3% a/a, en agosto). Por su parte, la inflación en septiembre se situó en 2,3%, con la subyacente en 0,8%.

De cara al cierre del 2018, se espera que la economía

- El crecimiento económico disfruta de la inercia de las reformas económicas de los últimos años, pero el fin de ciclo monetario expansivo y la esperable mayor presión fiscal suman a España al conjunto de países que ahondan en políticas pro cíclicas (en el peor momento).
- Posibles retrocesos en las reformas laboral o de pensiones, pueden exponer al bono soberano al escrutinio de los mercados.

española termine el año con un crecimiento promedio del 2,6%, lo que implica una desaceleración respecto al 3% de 2017 (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b). El presupuesto propuesto por el gobierno (con aumento de gasto público y tasas impositivas), es un factor que los mercados, las empresas y particulares ya están teniendo en cuenta en sus planes. El gobierno deberá enviar sus presupuestos a Bruselas y discutirlos en el parlamento. Se prevé alguna tensión en el proceso de aprobación. De otra parte, posibles reversiones en las reformas laborales y de pensiones podrían exponer la deuda pública española al escrutinio de los mercados y agencias calificadoras. El FMI, con carácter general, está advirtiendo a todos los países que retroceder en las reformas estructurales puede poner en peligro las respectivas sendas de reducción de deuda.

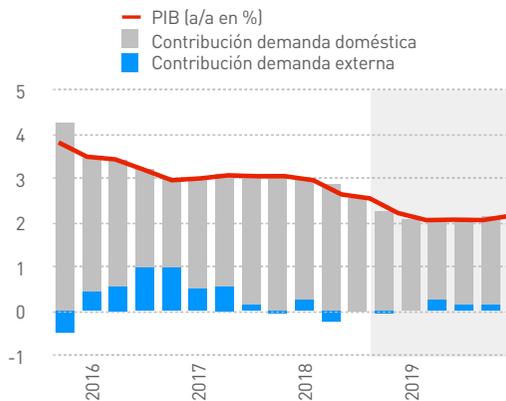
Un cambio en el apetito por deuda soberana española de parte de los inversores podría provenir de la implementación de políticas domésticas (presupuestos), o bien del contagio de otras economías (Italia). Esto ocurriría, además, en un contexto exterior complejo caracterizado por el debilitamiento de las economías emergentes (especialmente Latinoamérica y Turquía), y por la dilución del apoyo del BCE.

1.2.4 Alemania

Dependiente del comportamiento de las exportaciones

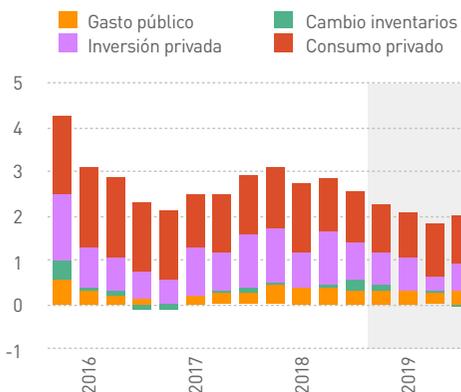
La economía alemana se desaceleró ligeramente en lo que va de año (hasta 2,0%), principalmente por una reducción del ritmo de crecimiento de las exportaciones (2,2% en agosto), aunque en el trimestre subieron su ritmo (+0,5 t/t vs 0,4 anterior). Sin embargo, otros indicadores confirman los indicios de desaceleración: la producción industrial se contrajo ligeramente en agosto (-0,1%); los pedidos de fábrica decrecieron -2,1%; el índice del clima de negocios (IFO) de septiembre se deterioró ligeramente (-0,2 puntos) hasta 103,7; la encuesta ZEW de sentimiento económico lleva seis meses en

Gráfica 1.2.3-a
España: descomposición
y previsiones del PIB



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

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



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

Tabla 1.2.3
España: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	-1,7	1,4	3,4	3,3	3,0	2,6	2,1
Contribución de la demanda doméstica	-3,1	1,3	3,8	2,5	2,7	2,6	2,0
Contribución de la demanda externa	1,4	0,1	-0,3	0,7	0,3	0,0	0,2
Contribución del consumo privado	-1,7	0,8	1,7	1,7	1,3	1,2	1,1
Contribución de la inversión privada	-0,7	0,5	1,3	0,7	1,1	0,9	0,6
Contribución del gasto público	-0,4	-0,1	0,4	0,2	0,3	0,4	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	-3,1	1,9	3,9	2,6	2,9	2,7	2,1
Consumo total (% a/a, media)	-2,8	1,0	2,8	2,4	2,2	2,2	1,9
Inversión privada (% a/a, media)	-3,4	4,7	6,5	3,3	5,0	4,1	2,5
Exportaciones (a/a en %)	4,3	4,3	4,2	4,8	5,0	2,4	3,4
Importaciones (a/a en %)	-0,5	6,6	5,9	2,7	4,7	2,7	3,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	25,7	23,7	20,9	18,6	16,6	14,9	13,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	-0,5	-0,3	1,0	1,4	1,4	1,1
Balance fiscal (% PIB)	-7,1	-6,0	-5,3	-4,6	-3,1	-2,7	-2,0
Balance comercial (% PIB)	-1,4	-2,2	-2,1	-1,6	-2,0	-2,4	-2,1
Impulso fiscal (% PIB)	-3,5	-2,5	-2,2	-1,7	-0,5	-0,4	0,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,5	1,0	1,1	1,9	1,9	1,4	1,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,25
Tipo de corto plazo (final período)	0,29	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,59	-0,65
Tipo de largo plazo (final período)	4,12	1,61	1,77	1,35	1,51	1,43	1,90
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,38	1,21	1,09	1,05	1,20	1,19	1,25
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-5,1	-4,9	-3,6	-2,2	-1,5	-0,6	1,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-9,6	-4,6	-2,6	-2,5	-0,5	-2,4	0,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-14,7	-1,6	-7,9	-27,5	-10,9	-3,0	-2,4
Tasa de ahorro (% , media)	9,9	9,3	8,8	7,9	5,9	5,1	4,9

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

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

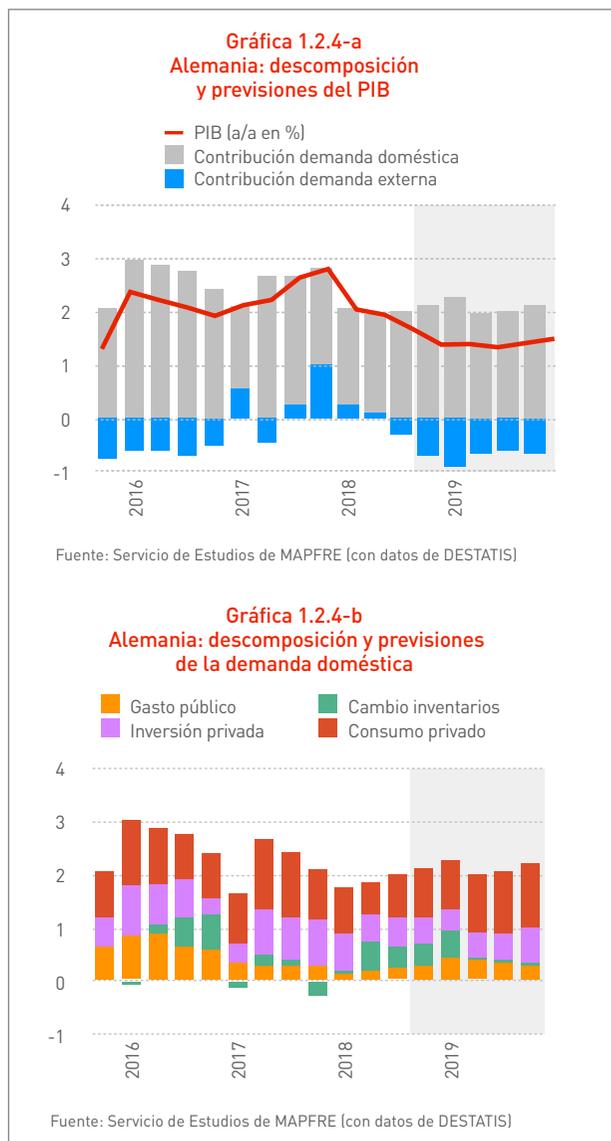


Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	0,6	2,2	1,5	2,2	2,5	1,8	1,4
Contribución de la demanda doméstica	0,9	1,0	1,3	2,8	2,1	1,9	2,1
Contribución de la demanda externa	-0,3	1,2	0,2	-0,6	0,3	-0,2	-0,7
Contribución del consumo privado	0,4	0,6	0,9	1,0	1,1	0,8	1,1
Contribución de la inversión privada	-0,2	0,4	0,2	0,7	0,7	0,6	0,5
Contribución del gasto público	0,3	0,3	0,5	0,8	0,3	0,2	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,0	1,6	1,4	3,0	2,3	2,1	2,3
Consumo total (% a/a, media)	0,9	1,2	1,9	2,4	1,9	1,4	2,0
Inversión privada (% a/a, media)	-1,1	3,9	1,0	3,4	3,6	2,9	2,5
Exportaciones (a/a en %)	1,9	4,6	4,8	2,1	5,3	2,7	3,0
Importaciones (a/a en %)	3,1	3,6	5,2	4,0	5,3	3,6	5,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,8	6,6	6,3	6,0	5,5	5,1	4,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	0,2	0,3	1,7	1,7	1,7	1,5
Balance fiscal (% PIB)	-0,1	0,6	0,8	0,9	1,0	2,3	1,1
Balance comercial (% PIB)	7,6	7,8	8,5	8,4	8,1	7,7	7,2
Impulso fiscal (% PIB)	1,9	2,0	2,1	1,9	2,0	2,9	2,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	6,8	7,5	8,9	8,4	7,9	7,9	7,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,25
Tipo de corto plazo (final período)	0,29	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,59	-0,65
Tipo de largo plazo (final período)	1,94	0,54	0,63	0,11	0,42	0,60	0,69
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,38	1,21	1,09	1,05	1,20	1,19	1,25
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	0,8	1,1	1,9	2,8	3,2	3,9	5,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	4,2	2,5	1,8	2,1	4,7	5,2	3,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-7,7	-7,6	8,4	1,9	-1,1	3,5	3,9
Tasa de ahorro (% , media)	8,9	9,4	9,7	10,0	9,8	10,2	10,3

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

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

negativo; los índices PMI de septiembre cayeron ligeramente a 55,0 (55,6 en agosto).

No obstante, la inversión sigue fuerte (+6,7%), el gasto del consumidor (+1%), y del gobierno (+1%) también. Las cuentas fiscales del gobierno están de buena salud y por ello se plantea alguna relajación fiscal para compensar la desaceleración que pueda venir del sector exterior.

- Los síntomas de desaceleración de la economía alemana por ahora son ligeros, pero los riesgos altos.
- La depreciación de las monedas de los países de destino de las exportaciones alemanas le puede afectar.
- El gobierno plantea cierta relajación fiscal para apoyar la demanda doméstica.

Los datos de las encuestas de perspectivas del sector manufacturero indican un cierto grado de incertidumbre para las exportaciones por las tensiones comerciales mundiales. En una economía tan abierta como la alemana, la depreciación de la moneda de algunos grandes mercados emergentes (como China, Rusia, Brasil, Turquía y Argentina) puede hacer mella en las exportaciones. El efecto de las tensiones comerciales en las exportaciones, un precio del petróleo más alto, y los demás síntomas de desaceleración, nos llevan a revisar nuestra previsión de PIB para el 2018 al 1,8% (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

1.2.5 Italia

El déficit fiscal pondrá a prueba la trayectoria de la deuda pública

La economía italiana creció un 1,2% en el segundo trimestre del año. Para 2018 prevemos un crecimiento de 1,1%, una ligera desaceleración con respecto al año anterior (1,6%), con un consumo privado y exportaciones enfriándose (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

El 28 de septiembre el gobierno italiano presentó su presupuesto para 2019, con un déficit previsto del 2,4% para los siguientes 3 años. Los mercados reaccionaron negativamente. El presupuesto era de especial interés para los mercados ya que la deuda del país está entrando en una trayectoria no sostenible (deuda pública del 132% del PIB), en un contexto de endurecimiento de las condiciones monetarias globales y cuando el programa de estímulos monetarios del BCE está en vías de terminar. El equilibrio entre las limitaciones económicas y fiscales y los compromisos políticos, que tanto la Liga como el Movimiento Cinco Estrellas han contraído con sus respectivos electorados, es un reto.

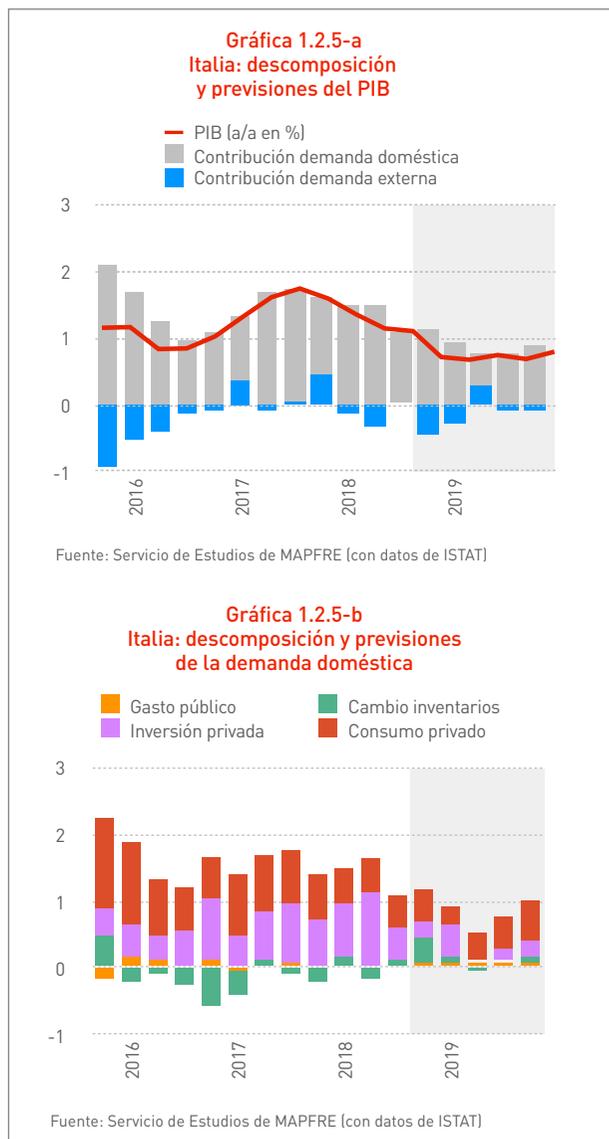
La decisión en torno al presupuesto de 2019 ha sido tomada por el mercado como una maniobra arriesgada en un momento en que la solvencia del país se puede ver deteriorada por un gasto público demasiado generoso. El bono a 10 años de Italia se encuentra en 3,56%, 300 pbs de prima sobre el bono alemán. Así, este presupuesto puede colocar a la deuda pública en una trayectoria no sostenible y desencadenar una serie de bajadas de calificación y tensiones con Bruselas.

Más recientemente, Matteo Salvini, Vicepresidente y Ministro de Interior del gobierno de Italia, ha hecho declaraciones de claro tono de confrontación con Bruselas, lo que una vez más creó tensión en la deuda pública italiana. Los presupuestos tendrán que ser discutidos en el parlamento y aprobados hasta final de año. La Comisión Europea podrá presionar a Italia con abrir un procedimiento de déficit excesivo, con lo que se le aplicarían sanciones económicas.

- La aprobación de un déficit fiscal del 2,4% para 3 años, sorprendió al mercado y pone en riesgo la trayectoria de solvencia de la deuda italiana.
- La prima de riesgo supera los 300 pbs y el rendimiento del Bono a 10 años el 3,56%.
- El gobierno contará con poco margen para fallar en la ejecución de los ingresos fiscales, o para desviarse del crecimiento económico previsto.

Tabla 1.2.5

Italia: principales agregados macroeconómicos



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

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

Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,25
Tipo de corto plazo (final período)	0,29	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	1,35	1,40
Tipo de largo plazo (final período)	4,09	1,88	1,61	1,82	2,00	3,48	3,98
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,38	1,21	1,09	1,05	1,20	1,19	1,25
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-1,4	-1,0	-0,3	0,4	1,3	2,1	3,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,9	-2,7	-1,8	-2,2	-2,0	2,7	4,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-28,7	-27,6	-1,1	-0,1	4,9	9,1	6,6
Tasa de ahorro (% , media)	9,9	10,9	10,6	10,2	9,5	9,5	10,5

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

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

1.2.6 Reino Unido

La tensión del Brexit mantiene todos los escenarios abiertos

La economía del Reino Unido creció un 1,2% (a/a) en el segundo trimestre. Las ventas de comercio minorista crecieron al 3,5% el consumo de hogares al 1,6% (a/a) y las exportaciones se enfrían (-2,2% a junio). La inversión cae un 0,6% a/a, una cifra que revela la inquietud que tienen las empresas con respecto al Brexit. Para el conjunto de 2018, prevemos un crecimiento promedio del PIB del 1,2% y una inflación en el último trimestre del 2,2% (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b). El Banco de Inglaterra subió los tipos de interés de referencia en su reunión de agosto en 25 pbs, al 0,75%. La libra ha caído acentuadamente desde abril hasta mediados de agosto, momento en el que el Banco de Inglaterra ha subido tipos permitiendo a la libra encontrar un soporte en un nivel de 1,30 GBP/USD.

- **La incertidumbre del Brexit se refleja en una desaceleración paulatina.**
- **Un acuerdo al estilo de Canadá es ahora la hipótesis más probable.**
- **Los riesgos de sorpresa son principalmente de política interna, incluyendo nuevas elecciones o incluso un nuevo referéndum.**

El Brexit se encuentra en un punto muerto por el pulso que ambas partes están haciendo en el proceso negociador. El último pulso tuvo lugar en la reunión del Consejo Europeo en Salzburgo, en donde rechazaron el Plan Chequers propuesto por Reino Unido. El plan proponía un “libro de reglas común” para productos industriales y agrícolas con “acuerdos cooperativos” entre reguladores. El Reino Unido deberá presentar una nueva propuesta en la siguiente reunión del consejo del 18/19 de octubre, y si esa propuesta es aceptada en el consejo de 17/18 de noviembre podría tenerse el acuerdo de retirada. El tema crítico, que está en los pasillos políticos británicos, es el de evitar una frontera física entre Irlanda del

Norte e Irlanda (el borrador de la UE sugiere poner las formalidades fronterizas entre Gran Bretaña e Irlanda del Norte). Los laboristas defienden nuevas elecciones y una nueva consulta a la ciudadanía sobre “la plena participación en el mercado único”. Por el lado de los conservadores, la parte anti-europea del partido está redoblando los esfuerzos para conseguir que la Primer Ministro cambie el rumbo hacia el acuerdo de libre comercio al estilo canadiense que ofrece la UE.

Creemos que la salida sin acuerdo es improbable, dado que sería perjudicial para ambas partes. La postura dura parece ser una estrategia de negociación y lo más probable es que se llegue a un acuerdo con el formato canadiense. Los riesgos serán principalmente internos para el Reino Unido, y podrían incluir nuevas elecciones o una nueva consulta pública.

1.2.7 Japón

Economía en crecimiento potencial

La economía japonesa creció +1,3% a/a en el segundo trimestre de 2018. El consumo privado crece un 1,4%, las exportaciones y la inversión siguen siendo los motores con 5,0% y 9,9% de crecimiento, respectivamente (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b). Los indicadores adelantados y los índices de confianza no hacen esperar ningún contratiempo. En lo que va de año el dólar se ha revalorizado contra las demás monedas incluyendo el Yen, y eso soportará la actividad exportadora en los próximos trimestres.

- **La economía japonesa crece un 1,3%, cerca de su potencial.**
- **La política monetaria seguirá siendo expansiva.**
- **Reelegido como presidente de su partido, Shinzō Abe tiene posibilidades de seguir al frente del país.**

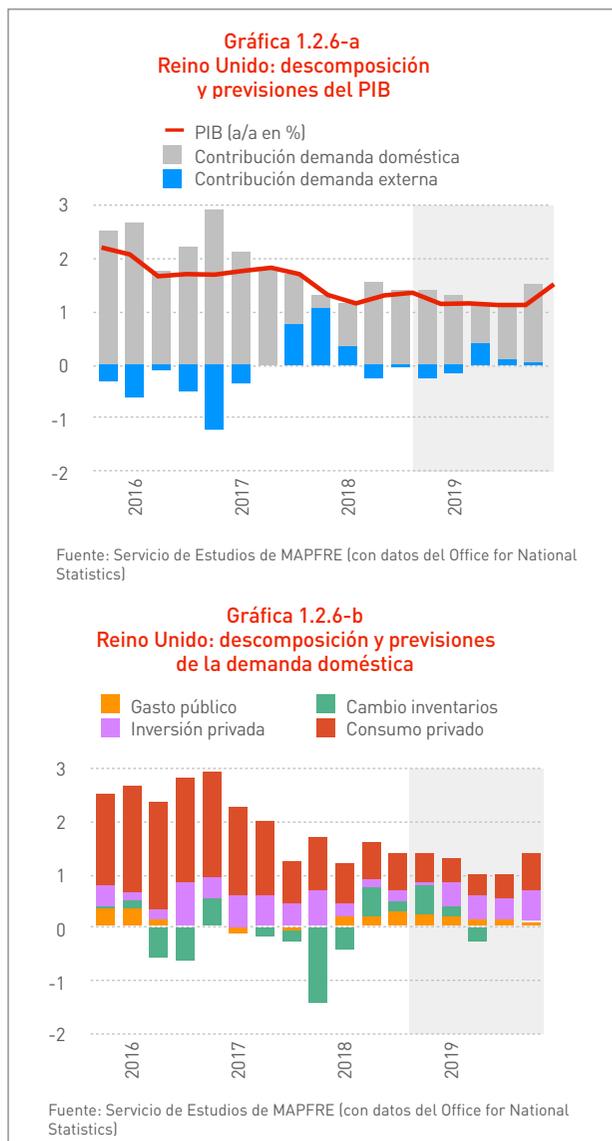


Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	2,0	2,9	2,4	1,8	1,7	1,2	1,2
Contribución de la demanda doméstica	1,9	2,6	2,3	2,4	1,3	1,3	1,1
Contribución de la demanda externa	0,1	0,3	0,0	-0,6	0,4	-0,1	0,1
Contribución del consumo privado	1,2	1,3	1,7	2,0	1,2	0,7	0,5
Contribución de la inversión privada	0,5	0,7	0,6	0,4	0,6	0,2	0,5
Contribución del gasto público	-0,0	0,4	0,3	0,1	-0,0	0,2	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,0	3,6	2,4	2,4	1,3	1,3	1,1
Consumo total (% a/a, media)	1,5	2,1	2,4	2,7	1,4	1,1	0,8
Inversión privada (% a/a, media)	3,4	7,3	3,4	2,3	3,4	1,0	2,7
Exportaciones (a/a en %)	1,5	2,3	4,5	1,0	5,4	-0,3	2,2
Importaciones (a/a en %)	3,2	3,8	5,5	3,3	3,3	-0,3	1,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,2	5,7	5,1	4,8	4,4	4,0	4,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,1	0,9	0,1	1,2	3,0	2,2	1,2
Balance fiscal (% PIB)	-5,3	-5,4	-4,2	-2,9	-1,9	-1,8	-1,6
Balance comercial (% PIB)	-6,8	-6,6	-6,2	-6,7	-6,7	-6,4	-6,1
Impulso fiscal (% PIB)	-2,5	-2,7	-2,0	-0,5	0,8	0,8	1,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-5,2	-4,9	-4,9	-5,2	-3,9	-3,3	-2,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,50	0,50	0,25	0,41	0,60	0,57
Tipo de corto plazo (final período)	0,53	0,56	0,59	0,37	0,52	0,66	0,64
Tipo de largo plazo (final período)	3,05	1,82	2,02	1,28	1,25	1,30	1,64
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,65	1,56	1,48	1,23	1,35	1,35	1,41
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,20	1,28	1,36	1,17	1,13	1,14	1,13
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,2	2,1	3,3	4,4	4,5	2,7	3,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,2	-3,3	-1,9	6,2	6,1	8,3	2,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,8	-9,1	-13,6	7,4	11,9	4,4	4,8
Tasa de ahorro (% , media)	8,6	8,6	9,4	6,8	4,4	4,5	4,7

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

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

Tabla 1.2.7

Japón: principales agregados macroeconómicos

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

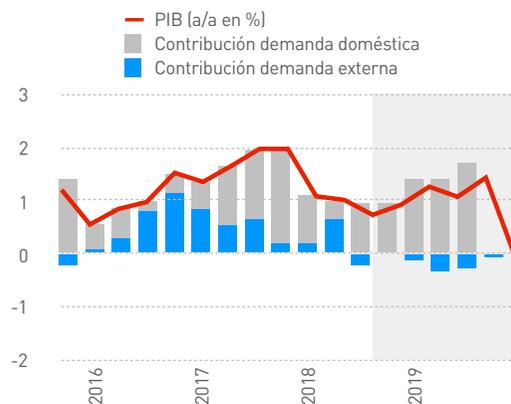
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,9	3,5	3,3	3,1	2,7	2,5	2,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,5	2,5	0,2	0,3	0,6	0,5	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-7,6	-5,4	-3,6	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5
Balance comercial (% PIB)	-1,7	-2,0	-0,2	1,0	0,9	0,7	0,6
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente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

Tipo de interés oficial (final período)	0,07	0,07	0,04	-0,06	-0,06	-0,15	-0,47
Tipo de corto plazo (final período)	0,15	0,11	0,08	-0,05	-0,02	-0,13	-0,45
Tipo de largo plazo (final período)	0,74	0,33	0,27	0,04	0,05	0,07	-0,33
Tipo de cambio vs USD (fin período)	105,25	119,85	120,27	116,78	112,69	108,93	108,19
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	145,15	145,51	130,94	123,10	135,15	129,63	135,24

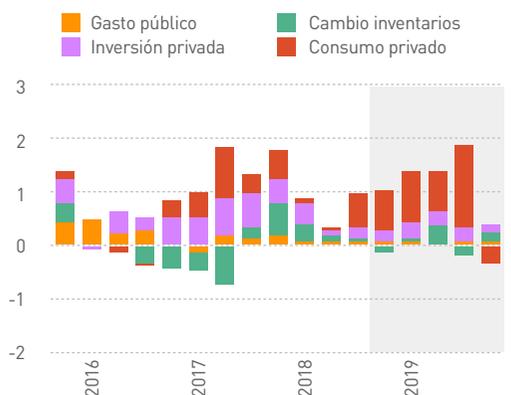
Crédito privado (% a/a, media)	3,5	2,2	2,1	2,2	4,5	3,3	3,3
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	0,8	1,2	1,3	1,8	2,2	0,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,0	0,4	0,5	2,1	2,6	1,6	1,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,7	8,5	7,7	-0,3	7,9	3,3	1,3
Tasa de ahorro (% , media)	0,3	-0,4	0,8	2,6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

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

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

Gráfica 1.2.7-a
Japón: descomposición
y previsiones del PIB

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

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

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

Por otra parte, se mantiene la dinámica de creación de empleo y de actividad económica. El desempleo en la economía japonesa es muy bajo (2,5% en agosto) y la presión salarial está contenida (+0,9% a/a). La inflación sigue moderada (+1,3% en agosto), impulsada principalmente por los precios de la energía (+3,4%), combustibles (+22,2%) y alimentación (+2,0%).

A corto plazo es previsible que la política monetaria permanezca expansiva en ausencia de presiones inflacionistas contrastadas con la ambición de devolver la prima temporal de la curva soberana a terreno visiblemente positivo. Por ello, el Banco de Japón continuará con su política monetaria heterodoxa (centrándose en la curva de tipos de interés y no en el objetivo de inflación), a fin de proteger su sistema financiero.

En su reunión de septiembre, el Banco de Japón mantuvo la política monetaria actual. Los dos miembros reflacionistas del Consejo de Políticas continuaron oponiéndose a la decisión del mes pasado de aumentar la flexibilidad en torno a los controles de las curvas de rendimiento. Creemos que es muy probable que el actual marco de política monetaria se mantenga durante un largo período de tiempo. En su reunión de julio, el Banco de Japón había introducido una guía a futuro que enlaza con los efectos potenciales de la subida de los impuestos al consumo programada para octubre de 2019. Creemos que esto indica que el banco central es consciente de su declaración conjunta con el gobierno (enero de 2013), y comparte los puntos de vista sobre la política económica de la administración del Primer Ministro, Shinzō Abe.

El Partido Liberal Democrático (PLD) celebró sus elecciones internas el 20 de septiembre y S. Abe fue elegido para un tercer y último mandato. Se prevé que el gobierno de Abe siga adelante con el aumento del impuesto al consumo en octubre de 2019 según lo previsto, con el objetivo de cumplir la promesa del PLD en las elecciones generales de 2017 de utilizar los ingresos de la subida de impuestos para financiar la educación pública de la primera infancia.

1.2.8 Turquía

El plan de medio plazo de control y moderación de la economía parece creíble

La gobierno turco parece haber optado por un crecimiento más lento como la forma menos perjudicial de salir de la crisis, la cual llegó a su punto culminante en agosto cuando la moneda se desplomó un 18% en un solo día. Para 2018, el crecimiento se estima en 4,1% (7,4% en 2017), en tanto que en 2019 podría situarse en torno al 1,2% (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

- El gobierno turco se ha comprometido a una política de ajuste que los mercados han valorado como realista.
- A pesar de ello, Turquía pasará por una recesión entre 2018 y 2019.

Las proyecciones económicas anunciadas en el Programa de Medio Plazo son relativamente optimistas. Sin embargo, las revisiones de las cifras sobre la actividad económica son prueba de la voluntad del gobierno para tratar de poner fin (a través de las políticas fiscales y monetarias) a las causas de su actual crisis, es decir, de reducir el exceso de estímulos del pasado que condujo a una demanda excesiva. Con ello se busca corregir las vulnerabilidades que muestra la Balanza de Pagos turca. Esto parece ser posible solo ahora que el Presidente Recep Erdoğan se ha garantizado el poder y puede permitirse una menor actividad económica en el país.

Por otra parte, el repunte de la inflación inducido por los tipos de cambio y por el endurecimiento de las condiciones financieras (incluidas las importantes subidas de los tipos de interés oficiales), se espera que también presione a la demanda doméstica. La inflación podría acercarse a inicios de año al 30% como resultado de la depreciación de la moneda, pero en la medida en que la economía entre en recesión las presiones disminuirán gradualmente.

Tabla 1.2.8

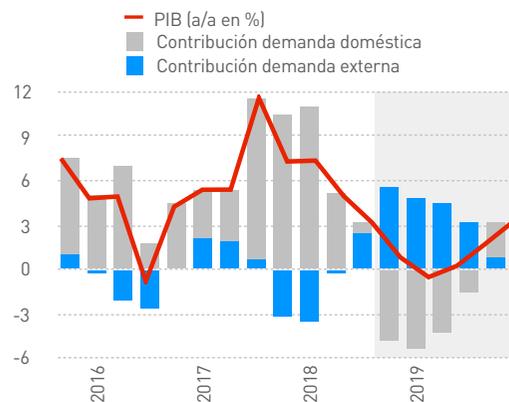
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	8,5	5,3	6,0	3,3	7,4	4,1	1,2
Contribución de la demanda doméstica	10,3	3,4	5,5	4,6	7,1	3,0	-2,2
Contribución de la demanda externa	-1,8	1,9	0,5	-1,3	0,4	1,0	3,4
Contribución del consumo privado	4,9	1,9	3,4	2,2	3,7	2,9	-1,8
Contribución de la inversión privada	3,8	1,3	2,7	0,7	2,1	1,3	-1,1
Contribución del gasto público	1,1	0,4	0,5	1,3	0,7	0,4	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	10,1	3,2	5,4	4,5	6,9	3,1	-2,1
Consumo total (% a/a, media)	7,9	3,0	5,1	4,7	5,9	4,5	-2,0
Inversión privada (% a/a, media)	14,0	5,5	9,1	2,4	7,2	4,5	-3,6
Exportaciones (a/a en %)	1,4	8,3	4,3	-1,7	12,1	6,3	11,2
Importaciones (a/a en %)	8,0	-0,3	1,8	3,7	10,2	1,5	-3,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	9,3	10,7	10,5	12,1	10,3	12,0	10,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	7,5	8,8	8,2	7,6	12,3	19,4	16,2
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-1,1	-1,1	-1,3	-1,6	-2,6	-1,7
Balance comercial (% PIB)	-8,4	-6,8	-5,6	-4,7	-6,9	-8,5	-5,2
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-6,7	-4,7	-3,7	-3,8	-5,6	-6,6	-2,4
Tipo de interés oficial (final período)	7,10	8,51	8,81	8,31	12,75	24,00	22,00
Tipo de corto plazo (final período)	9,12	9,79	11,47	9,90	14,61	24,08	22,59
Tipo de largo plazo (final período)	10,20	7,96	10,74	11,40	11,72	22,44	19,43
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,15	2,33	2,92	3,52	3,79	7,01	6,10
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	2,96	2,83	3,18	3,71	4,55	8,35	7,63
Crédito privado (% a/a, media)	28,8	23,2	23,0	12,8	20,6	20,4	5,9
Crédito familias (% a/a, media)	24,0	16,3	12,5	7,1	17,5	11,2	7,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	31,1	30,1	29,9	14,7	24,3	23,3	13,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	24,3	22,4	26,4	9,0	27,2	35,7	19,4
Tasa de ahorro (% , media)	23,3	26,2	28,3	32,8	30,9	29,5	29,0

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

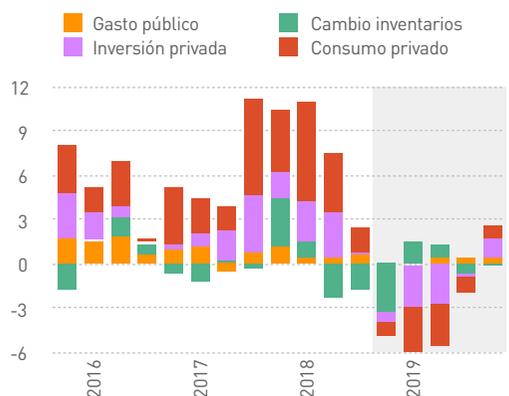
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.8-a
Turquía: descomposición
y previsiones del PIB



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

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



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

Como resultado, proyectamos un ajuste visible esperando una contracción económica que conducirá a una desaceleración a lo largo del 2019, lo cual ubicará el crecimiento del PIB a la tercera parte del potencial en términos promedio a lo largo de ese año (1,2%).

1.2.9 México

El USMCA devuelve la tranquilidad a los mercados

La economía mexicana creció 2,6% en el segundo trimestre de 2018, como producto de una aceleración de las exportaciones y la inversión, aunque el consumo privado también apoyó la actividad creciendo al 3,0%.

No obstante, para 2018, moderamos nuestras expectativas a un crecimiento promedio del PIB del 1,9% (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

La inflación, por su parte, se situó en 5% en septiembre (con la subyacente en 3,7%), más alto de lo esperado y alejándose del objetivo de 3% del banco central. Esperamos que termine el cuarto trimestre de 2018 en el 4,4%. Este valor aún es alto, y se debe fundamentalmente a los efectos de segunda ronda en los alimentos y servicios en general, debido a la persistencia de los altos precios de la energía (+19%) y los precios regulados por el gobierno (+5,4%). Esto tendrá, sin duda,

- La economía mexicana se comportó bien en el segundo trimestre del año, aunque se moderan sus expectativas para el 2018.
- La sorpresa de la inflación de septiembre (5%) influirá seguramente en el rumbo de la política monetaria.
- El USMCA (nuevo NAFTA) repone la tranquilidad y estabiliza la moneda en torno a los 19 USD/MXN.

influencia en las decisiones de política monetaria de los próximos meses.

En su última reunión del 4 de octubre, el Banco de México ha mantenido el tipo de referencia en 7,75%, argumentando que los choques que han afectado a la inflación son por su naturaleza transitorios y que la tendencia esperada para la inflación subyacente es hacia la baja. Esta argumentación podría ser abandonada si los precios de la energía siguen altos.

El peso mexicano se ha recuperado a partir de junio, encontrando un aparente equilibrio en torno a los 19 USD/MXN actuales. El índice IPC de la bolsa mexicana ha bajado un 2% en lo que va de año (en euros sube un 6%).

El 27 de agosto, Estados Unidos y México llegaron a un pre-acuerdo para el nuevo tratado comercial, en tanto que Canadá se sumó al acuerdo el 30 de septiembre (en el último día del plazo previsto). El nuevo tratado comercial que sustituirá al NAFTA, se denominará *United States-Mexico-Canada Agreement* (USMCA).

Por otra parte, el nuevo congreso con una mayoría del partido Morena (de Andrés Manuel López Obrador) entró en funciones el 1 de septiembre y la nueva administración toma posesión el 1 de diciembre. Hasta ahora, el Presidente electo Andrés Manuel López Obrador ha apoyado varias políticas favorables al mercado, como la renegociación del NAFTA, la autonomía del banco central, la disciplina fiscal y la continuación del actual régimen cambiario. También parece haber flexibilizado su oposición respecto a temas controvertidos, como la reforma energética implementada por la administración que concluye y la construcción de un nuevo aeropuerto en la Ciudad de México.

Tabla 1.2.9

México: principales agregados macroeconómicos

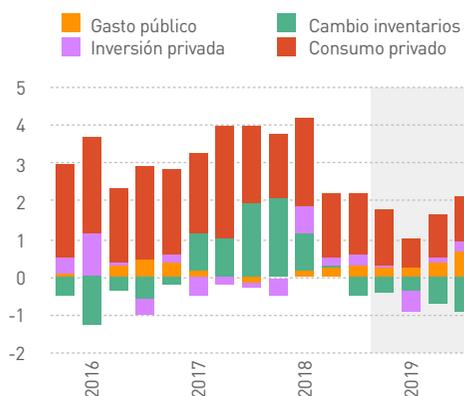
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	1,6	2,8	3,3	2,6	2,3	1,9	1,9
Contribución de la demanda doméstica	2,1	2,0	2,5	2,3	3,4	2,4	1,2
Contribución de la demanda externa	-0,4	0,8	0,8	0,4	-1,1	-0,4	0,7
Contribución del consumo privado	1,3	1,4	1,8	2,3	2,2	1,8	1,2
Contribución de la inversión privada	-0,7	0,3	1,1	0,2	-0,3	0,3	0,2
Contribución del gasto público	0,1	0,3	0,2	0,3	0,0	0,2	0,6
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,0	2,5	2,5	2,3	3,4	2,4	1,2
Consumo total (% a/a, media)	1,8	2,2	2,6	3,3	2,8	2,6	2,2
Inversión privada (% a/a, media)	-3,3	3,0	5,1	1,1	-1,5	1,5	0,8
Exportaciones (a/a en %)	1,3	6,9	8,6	3,5	3,9	4,5	3,6
Importaciones (a/a en %)	2,6	5,9	6,0	2,4	7,0	5,6	1,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,6	4,4	4,2	3,5	3,3	3,6	3,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,7	4,2	2,3	3,2	6,6	4,4	3,3
Balance fiscal (% PIB)	-2,3	-3,1	-3,4	-2,5	-1,1	-2,4	-2,7
Balance comercial (% PIB)	-0,1	-0,2	-1,2	-1,2	-1,0	-1,7	-2,0
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,4	-1,9	-2,6	-2,2	-1,7	-1,9	-1,2
Tipo de interés oficial (final período)	3,50	3,00	3,25	5,75	7,25	7,70	5,86
Tipo de corto plazo (final período)	3,41	2,92	3,29	5,87	7,31	8,06	5,58
Tipo de largo plazo (final período)	6,40	5,79	6,28	7,42	7,66	7,46	6,04
Tipo de cambio vs USD (fin período)	13,04	14,74	17,20	20,74	19,67	19,04	18,05
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	17,99	17,90	18,73	21,86	23,59	22,65	22,56
Crédito privado (% a/a, media)	13,9	10,8	13,6	16,3	12,1	13,8	6,7
Crédito familias (% a/a, media)	9,1	8,1	8,4	12,8	9,9	7,8	4,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	15,4	9,8	-11,4	3,5	1,7	1,3	15,7
Tasa de ahorro (% , media)	15,0	13,8	14,6	12,8	10,8	11,4	10,7

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

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

 Gráfica 1.2.9-a
 México: descomposición
 y previsiones del PIB


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

 Gráfica 1.2.9-b
 México: descomposición y previsiones
 de la demanda doméstica


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

1.2.10 Brasil

Elecciones y reformas estructurales urgentes

El PIB brasileño se desaceleró hasta el 1,0% a/a en el segundo trimestre, fuertemente influido por la huelga de camioneros de mayo que paralizó parte del comercio e industria. Los puertos redujeron sensiblemente su actividad y eso se vio reflejado en las exportaciones que cayeron un 2,9%. El consumo se frenó al 1,7% desde los 2,8%. Para 2018, hemos revisado a la baja el crecimiento del PIB al 1,0% por la subida de los precios del petróleo y la depreciación del real (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

- La huelga de camioneros de mayo afectó al crecimiento de la economía brasileña en el segundo trimestre.
- La victoria de J. Bolsonaro en la primera vuelta ha tranquilizado a los mercados.
- Con independencia del resultado en la segunda vuelta, el congreso seguirá dominado por los partidos de centro.

El banco central ha mantenido los tipos SELIC en el 6,50% en su reunión del 19 de septiembre porque cree que el contexto todavía exige una postura monetaria acomodaticia, aunque el estímulo monetario comenzará a ser gradualmente retirado en caso de que se deterioren las perspectivas de inflación. El déficit fiscal ha mejorado al situarse en 7,0% en julio (1,1% el déficit primario).

La inflación (IPCA), por su parte, se ubicó en 4,5% en septiembre, siendo la subida de los combustibles (+18%) y la electricidad (+20%) las principales tensiones al alza, mientras que la alimentación lo hizo solamente en un 2,7%.

En la primera vuelta de las elecciones presidenciales celebradas el 7 de octubre, el candidato de derecha Jair Bolsonaro (PSL) quedó primero, con 46% de los votos, y se enfrentará en la segunda vuelta el 28 de octubre a Fernando Haddad (PT), candidato que obtuvo el 29,3%. El resultado de las elecciones será clave para Brasil, a la luz de las urgentes reformas estructurales.

1.2.11 Argentina

Economía en recesión durante los próximos trimestres

La economía argentina se contrajo un 4,2% en el segundo trimestre por los problemas en el sector agrícola, sequía e inundaciones. Las exportaciones bajaron un 7,5%, el consumo privado se estancó y el gasto del gobierno está en proceso de reducción.

En la segunda mitad del año se va a notar un fuerte frenazo en la economía por la fuerte depreciación del peso y las subidas de tipos de interés instrumentadas por el banco central. La subida de los precios de la energía, afectará a la inflación, a la confianza y al consumo. Las exportaciones, además, serán afectadas por la caída de la producción agrícola.

- En agosto, Argentina pidió una nueva ayuda al FMI por 7.100 millones adicionales para mantener liquidez hasta final de 2019.
- El gobierno deberá enderezar el déficit con vista a poder volver a los mercados en 2020.
- Condiciones monetarias más duras serán necesarias para reducir la salida de flujos y equilibrar balanza por cuenta corriente.
- Nueva referencia de tipos de interés del banco central.

Tabla 1.2.10

Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	3,0	0,5	-3,6	-3,4	1,0	1,0	2,2
Contribución de la demanda doméstica	4,0	0,5	-7,2	-5,4	1,1	1,6	2,5
Contribución de la demanda externa	-1,0	0,0	3,6	2,0	-0,1	-0,6	-0,3
Contribución del consumo privado	2,3	1,5	-2,2	-3,0	0,6	1,0	1,1
Contribución de la inversión privada	1,2	-0,8	-2,9	-1,9	-0,3	0,6	0,7
Contribución del gasto público	0,3	0,1	-0,2	-0,0	-0,1	-0,0	0,0
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,7	0,2	-6,7	-5,1	1,1	1,6	2,4
Consumo total (% a/a, media)	3,1	2,0	-2,8	-3,5	0,6	1,2	1,3
Inversión privada (% a/a, media)	5,8	-4,1	-14,0	-10,1	-1,8	3,4	4,0
Exportaciones (a/a en %)	2,7	-0,8	6,9	1,8	5,7	2,6	6,0
Importaciones (a/a en %)	6,9	-1,9	-14,1	-9,4	5,6	5,9	6,7

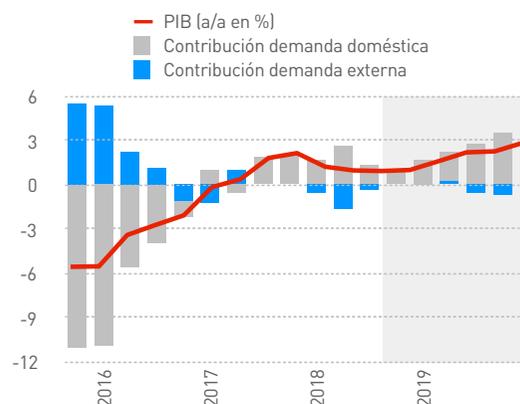
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,2	6,5	9,0	12,0	11,8	12,0	10,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	5,8	6,5	10,4	7,0	2,8	4,5	4,5
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-6,0	-10,2	-9,0	-7,8	-8,1	-7,2
Balance comercial (% PIB)	0,0	-0,3	1,0	2,5	3,1	3,0	2,4
Impulso fiscal (% PIB)	1,7	-0,5	-1,8	-2,4	-1,7	-2,1	-1,8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

Tipo de interés oficial (final período)	9,63	11,32	14,25	13,97	7,58	6,64	7,94
Tipo de corto plazo (final período)	9,90	11,65	14,15	13,65	6,90	6,75	8,57
Tipo de largo plazo (final período)	13,05	12,25	16,10	11,36	10,24	11,60	9,74
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,35	2,66	3,90	3,26	3,31	4,34	3,77
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3,25	3,22	4,25	3,43	3,97	5,17	4,71

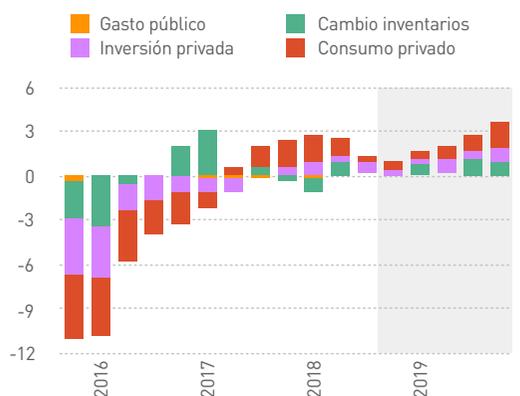
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.						
Crédito familias (% a/a, media)	16,4	14,0	9,9	4,3	4,6	7,2	12,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.						
Tasa de ahorro (% , media)	22,9	20,3	18,2	17,8	18,9	19,5	19,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2018.

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

Gráfica 1.2.10-a
Brasil: descomposición
y previsiones del PIB

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

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

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

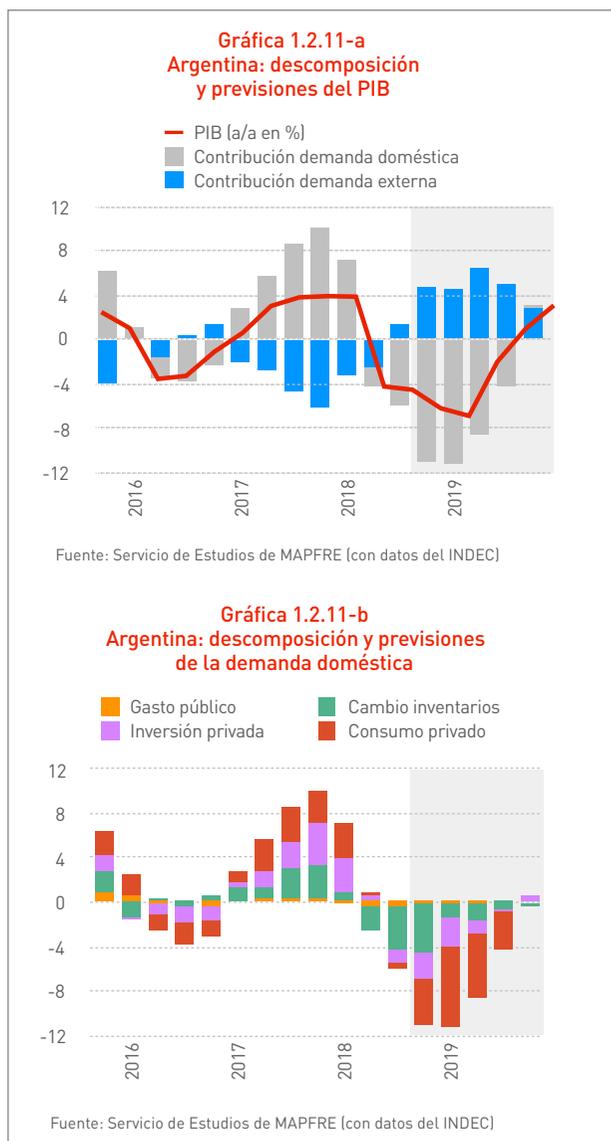


Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	2,4	-2,5	2,7	-1,7	2,8	-2,8	-1,2
Contribución de la demanda doméstica	4,1	-4,0	4,0	-1,8	6,8	-2,9	-5,9
Contribución de la demanda externa	-1,8	1,5	-1,3	0,1	-4,0	0,2	4,7
Contribución del consumo privado	2,6	-3,1	2,5	-0,7	2,5	-0,3	-4,0
Contribución de la inversión privada	0,5	-1,2	0,7	-0,9	2,1	-0,1	-0,9
Contribución del gasto público	0,6	0,4	0,9	0,0	0,3	-0,2	-0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	4,0	-3,6	3,8	-1,7	6,4	-2,6	-5,3
Consumo total (% a/a, media)	3,9	-3,2	4,1	-0,8	3,3	-0,7	-4,6
Inversión privada (% a/a, media)	2,5	-6,6	3,4	-4,8	10,8	0,3	-4,2
Exportaciones (a/a en %)	-3,9	-6,2	-2,3	6,1	1,0	-0,2	7,5
Importaciones (a/a en %)	3,7	-9,7	3,6	4,4	15,9	-0,1	-10,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,4	6,9	7,0	7,6	7,2	7,6	8,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	31,2	44,2	26,0	39,3	23,3	43,6	27,5
Balance fiscal (% PIB)	-3,5	-4,8	-5,9	-5,8	-6,0	-5,9	-6,1
Balance comercial (% PIB)	0,8	1,0	-0,1	0,8	-0,9	-0,4	2,3
Impulso fiscal (% PIB)	-2,1	-3,2	-3,9	-4,1	-3,7	-2,5	-0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-1,6	-2,7	-2,7	-4,9	-5,6	-3,9
Tipo de interés oficial (final período)	17,65	25,33	33,00	24,75	28,75	72,20	40,00
Tipo de corto plazo (final período)	11,00	16,00	26,00	26,75	30,75	82,00	42,00
Tipo de largo plazo (final período)	11,12	9,36	6,65	7,00	5,91	9,80	9,05
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,52	8,55	13,04	15,89	18,65	41,80	50,20
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	8,99	10,38	14,20	16,75	22,37	48,07	62,75
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: 11 octubre 2018.

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

Las tensiones en los mercados cambiarios en agosto llevaron al gobierno a tener que pedir nueva ayuda al Fondo Monetario Internacional (FMI) y al cambio del gobernador del banco central. El FMI demostró su compromiso con Argentina, al adelantarle los desembolsos previstos del anterior programa (50.000 millardos de dólares) e incrementar el programa en 7.100 millardos de dólares más. Este nuevo programa disminuye significativamente la probabilidad de un impago de crédito soberano, al estar garantizada sus necesidades de financiación hasta final de 2019. En 2020, el país debería ser capaz de volver a los mercados. En contrapartida, el gobierno tiene que conseguir ya en 2019 un equilibrio fiscal primario (en 2018 todavía estará en 2,6%).

La inflación, por su parte, se ubicó en 34,4% en agosto. Uno de los compromisos con el FMI es el control de la inflación mediante el control de la masa monetaria y también que el banco central no financie directamente al tesoro público.

El endurecimiento de las condiciones monetarias podrá controlar la inflación; sin embargo, este endurecimiento junto con la desvalorización de la moneda y menores niveles de confianza, pasarán factura al consumo y al nivel de actividad en el corto plazo. Prevemos una contracción económica del 2,1% en 2018, con la recesión extendiéndose hasta al menos el primer trimestre de 2019 (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

El 1 de octubre se estrenó el nuevo tipo de interés de referencia, el LELIQ a 7 días, que tiene una cotización diaria con el objetivo de que el banco central pueda influir en los tipos de corto plazo. A la fecha, el tipo está en 72,6% después de haber bajado desde un máximo de 73,5%.

1.2.12 China

Afrontando la guerra tarifaria en un contexto más moderado

El impulso del crecimiento económico en China se mantuvo en agosto, respaldado por una inversión algo más fuerte y por el crecimiento del consumo.

A pesar de la flexibilización de la política monetaria promulgada en el segundo trimestre, esperamos que el crecimiento se ralentice en los próximos meses y en 2019. A ello contribuirán el lento crecimiento del crédito y el conflicto comercial con los Estados Unidos.

Dicho esto, con la economía doméstica desempeñándose hasta ahora razonablemente bien y el gobierno tomando medidas de apoyo al crecimiento, la ralentización debería hacer que el crecimiento del PIB promedie en torno al 6,5% en 2018, y algo más del 6% en 2019 (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

Es importante destacar que la desaceleración del crédito y la presión a la baja sobre la actividad en general, pesan adicionalmente sobre el renminbi, que se ha depreciado de manera controlada durante los últimos meses. La depreciación del renminbi, junto con la gestión más agresiva del balance del banco central, son instrumentos posibles para hacer frente a la escalada tarifaria con los Estados Unidos.

- **Por el momento se mantiene la actividad económica en China, aunque el crédito no bancario se ha desacelerado fuertemente.**
- **Política activa sobre el renminbi para hacer frente a la escalada tarifaria impulsada por Estados Unidos.**

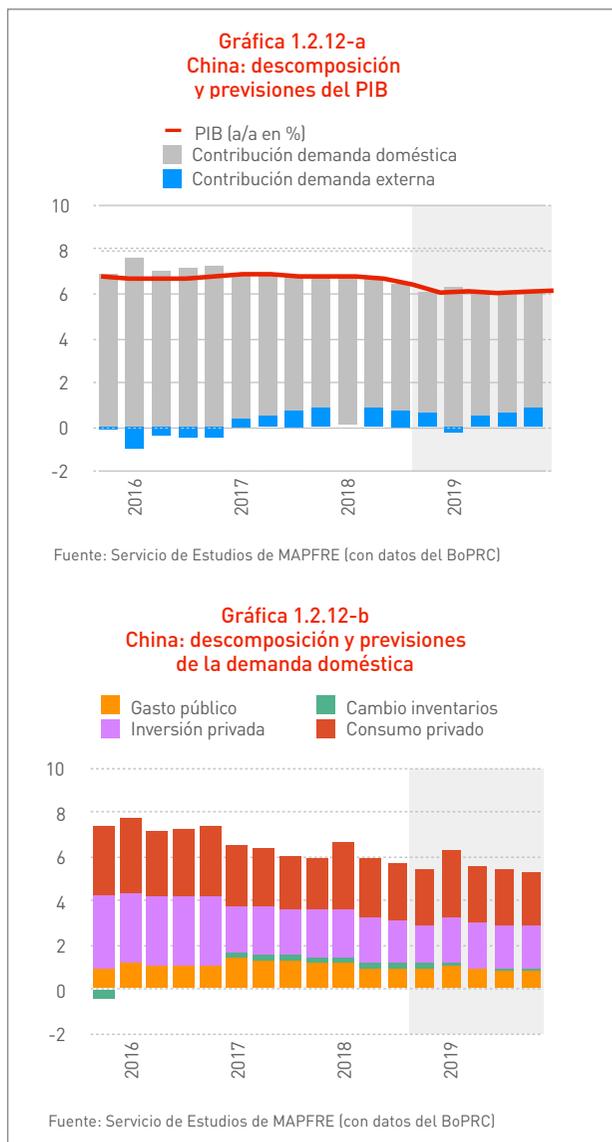


Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	7,8	7,3	6,9	6,7	6,9	6,5	6,1
Contribución de la demanda doméstica	7,9	5,7	6,9	7,3	6,2	5,9	5,7
Contribución de la demanda externa	-0,1	1,6	-0,0	-0,6	0,6	0,6	0,4
Contribución del consumo privado	3,0	3,1	3,1	3,1	2,6	2,7	2,7
Contribución de la inversión privada	4,2	2,2	3,4	3,1	2,1	1,9	2,0
Contribución del gasto público	0,6	0,4	0,9	1,2	1,3	1,0	0,9
Demanda doméstica (% a/a, media)	8,1	7,2	7,1	7,5	6,4	6,0	5,8
Consumo total (% a/a, media)	7,2	7,1	8,0	8,6	7,6	7,2	6,9
Inversión privada (% a/a, media)	9,3	6,9	7,4	6,7	4,6	4,3	4,5
Exportaciones (a/a en %)	8,3	5,4	0,5	1,8	6,7	4,4	3,4
Importaciones (a/a en %)	10,6	7,7	0,6	3,2	8,4	6,8	5,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,1	4,1	4,1	4,0	3,9	4,0	4,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,9	1,5	1,5	2,2	1,8	2,3	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-1,8	-1,8	-3,4	-3,8	-3,7	-3,9	-3,9
Balance comercial (% PIB)	3,7	4,2	5,3	4,4	3,9	2,9	2,6
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,5	2,3	2,8	1,8	1,3	0,3	0,3
Tipo de interés oficial (final período)	5,40	4,96	2,32	2,59	3,09	2,88	2,73
Tipo de corto plazo (final período)	7,50	5,75	3,05	4,25	5,53	3,72	3,22
Tipo de largo plazo (final período)	4,55	3,63	2,82	3,05	3,91	3,57	3,24
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,05	6,20	6,49	6,94	6,51	6,73	6,33
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	8,35	7,53	7,07	7,32	7,80	8,00	7,91
Crédito privado (% a/a, media)	15,4	13,4	14,8	13,3	10,5	11,4	9,6
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.						
Tasa de ahorro (% , media)	39,8	39,7	39,3	38,4	38,6	38,3	38,1

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

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

1.2.13 Indonesia

Endurecimiento de condiciones monetarias y ralentización del crecimiento

Esperamos un sólido crecimiento de la economía indonesia del 5,0% en 2018 y del 4,7% en 2019, con una inflación en torno al 3,7% para los siguientes dos años (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

El Banco de Indonesia ha aumentado los tipos de interés en 150 pbs en lo que va de año, situándolos en 5,75%, con el objetivo de estabilizar la moneda en un contexto de subida de tipos de interés en dólares. El aumento del costo real de la financiación podrá frenar la demanda de importaciones para el consumo. Esperamos una subida adicional de 25 pbs en los tipos de interés este año para situarlos en 6,0% a final del año.

Un mayor déficit de la balanza por cuenta corriente y la caída del superávit de la cuenta financiera en 2018 han resultado en una reducción de 17.000 millones de dólares en reservas internacionales entre enero y septiembre de 2018. Al mismo tiempo, la rupia indonesia (IDR) se depreció más de un 10% frente al dólar.

Aunque es probable que los déficits persistan el año que viene, no se prevé una mayor presión en la balanza de pagos. Las respuestas políticas

- El déficit de la balanza por cuenta corriente se está ampliando y la entrada de flujos de capital se está reduciendo.
- No se espera que el déficit se convierta en un riesgo agudo o en un reto estructural para la economía de Indonesia.
- Las respuestas políticas para mitigar los desequilibrios darán lugar a un crecimiento económico más lento.

ayudarán a reducir los desequilibrios y a salvaguardar la estabilidad del sector exterior, pero también pueden reducir el crecimiento. El reciente empeoramiento del déficit de la cuenta corriente se debió en parte a la política de inversiones y subsidios de combustible del gobierno, y por lo tanto debería ser reversible. Asimismo, las iniciativas gubernamentales para reprogramar los principales proyectos de infraestructura, así como para frenar las importaciones de algunos bienes de consumo y de capital y de petróleo crudo, deberían frenar el crecimiento de las importaciones y reforzar la posición de la balanza por cuenta corriente.

1.2.14 Filipinas

Fuerte crecimiento apoyado en gasto, inversión pública y exportaciones

La economía de Filipinas creció al 6% en el segundo trimestre, y aunque se ha desacelerado ligeramente, sigue por encima de la media de los últimos 10 años (5,7%), impulsada por la inversión pública, y por el gasto público y privado. Las exportaciones crecen al 13%, y las importaciones lo hacen al 20%. El gobierno tiene un plan de gasto e inversión en infraestructura que representará el 6% del PIB el próximo año. Nuestra previsión para el crecimiento se sitúa en el 6,3% en 2018 y en 6,4% en 2019 (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

- Fuerte actividad doméstica y demanda exterior.
- El plan de infraestructuras, gasto del gobierno y exportaciones apoyan el crecimiento de la economía filipina.
- Los riesgos a la continuidad del crecimiento provienen del endurecimiento monetario y de una desaceleración del contexto externo.

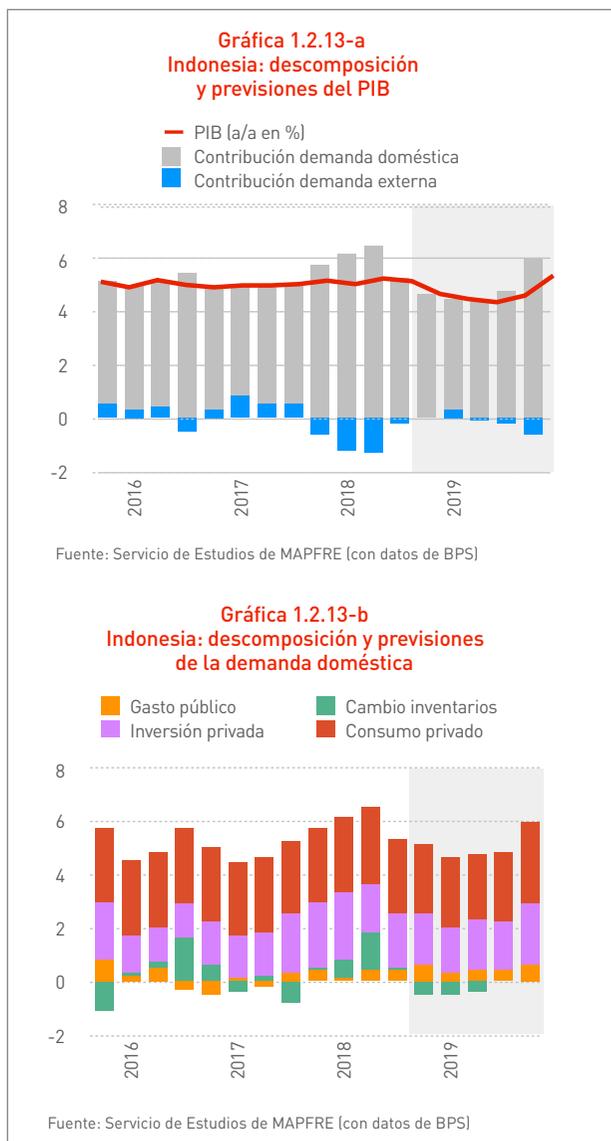


Tabla 1.2.13
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	5,6	5,0	4,9	5,0	5,1	5,0	4,7
Contribución de la demanda doméstica	5,0	4,6	3,9	4,9	4,7	5,7	4,8
Contribución de la demanda externa	0,6	0,4	0,9	0,2	0,4	-0,6	-0,1
Contribución del consumo privado	3,0	2,9	2,7	2,8	2,8	2,8	2,7
Contribución de la inversión privada	1,6	1,0	1,6	1,5	2,0	2,1	2,0
Contribución del gasto público	0,6	0,1	0,5	-0,0	0,2	0,4	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	5,0	5,3	4,0	4,9	4,8	5,8	4,9
Consumo total (% a/a, media)	5,6	4,7	4,9	4,4	4,6	5,0	4,9
Inversión privada (% a/a, media)	5,1	4,5	5,0	4,5	6,1	6,4	6,0
Exportaciones (a/a en %)	4,1	1,3	-2,1	-1,6	9,2	5,5	5,2
Importaciones (a/a en %)	2,0	2,2	-6,2	-2,5	8,1	9,4	6,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,7	5,9	5,8	5,5	5,3	5,4	5,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	8,0	6,5	4,8	3,3	3,5	3,6	3,7
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-2,2	-2,6	-2,5	-2,6	-2,3	-2,2
Balance comercial (% PIB)	0,6	0,8	1,6	1,6	1,8	0,9	1,3
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,2	-3,1	-2,0	-1,8	-1,7	-2,29	-2,35
Tipo de interés oficial (final período)	6,25	6,50	6,25	4,75	4,25	5,95	5,70
Tipo de corto plazo (final período)	7,84	7,17	8,86	7,46	5,48	7,58	7,57
Tipo de largo plazo (final período)	8,71	7,86	8,81	7,85	6,30	8,68	8,20
Tipo de cambio vs USD (fin período)	12.160	12.427	13.836	13.525	13.484	15.138	14.378
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	16.770	15.088	15.063	14.257	16.171	18.015	17.972
Crédito privado (% a/a, media)	21,9	15,2	10,6	7,8	8,2	9,8	9,3
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	16,9	4,4	32,0	10,1	15,1	3,4	3,7
Tasa de ahorro (% , media)	17,1	17,0	17,0	17,0	17,0	17,4	17,9

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

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

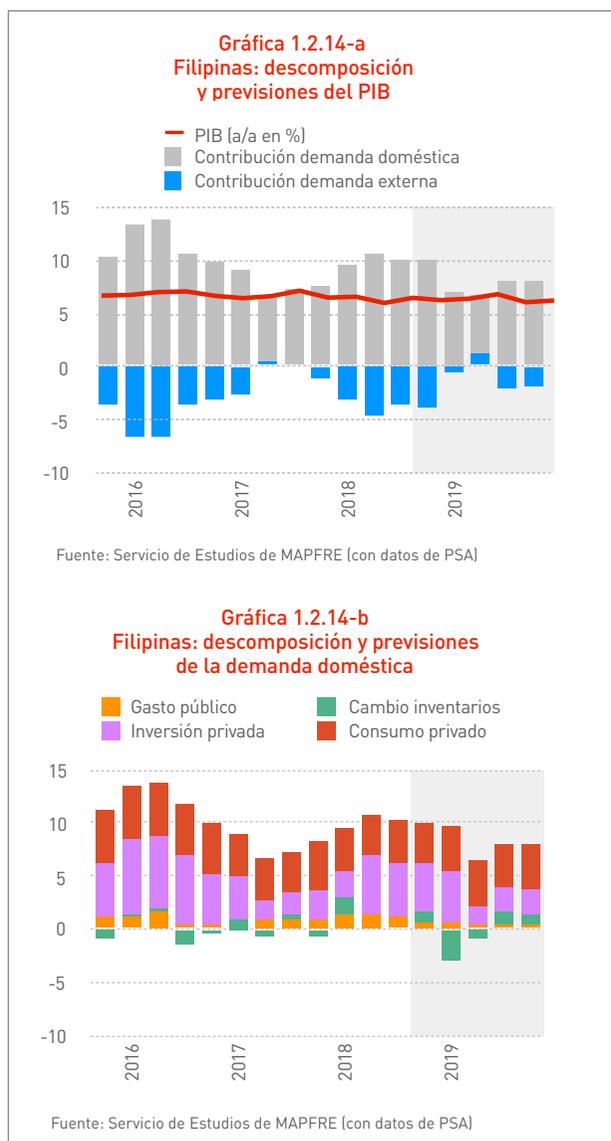


Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a, media)	7,1	6,1	6,0	6,9	6,7	6,3	6,4
Contribución de la demanda doméstica	9,8	4,8	9,1	11,9	7,5	10,1	7,2
Contribución de la demanda externa	-2,7	1,3	-3,0	-5,0	-0,8	-3,8	-0,8
Contribución del consumo privado	4,0	3,9	4,4	4,9	4,1	3,9	4,2
Contribución de la inversión privada	2,4	1,1	3,6	6,2	2,7	4,4	2,8
Contribución del gasto público	0,6	0,3	0,8	0,9	0,7	1,2	0,5
Demanda doméstica (% a/a, media)	9,9	5,0	9,0	11,5	6,9	9,3	6,4
Consumo total (% a/a, media)	5,6	5,2	6,5	7,4	6,0	6,4	6,0
Inversión privada (% a/a, media)	12,0	7,2	16,6	26,6	9,5	15,6	8,9
Exportaciones (a/a en %)	-0,6	12,6	8,7	11,7	19,6	7,7	6,7
Importaciones (a/a en %)	4,5	10,1	14,6	20,5	18,2	12,7	6,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,4	6,0	5,6	4,7	5,0	5,2	4,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,0	2,9	0,3	2,0	3,0	5,1	3,8
Balance fiscal (% PIB)	-1,4	-0,6	-0,9	-2,4	-2,2	-2,6	-2,8
Balance comercial (% PIB)	-6,5	-6,1	-8,0	-11,7	-13,1	-14,2	-14,0
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.						
Balance cuenta corriente (% PIB)	4,2	3,8	2,5	-0,4	-0,8	-1,6	-1,8
Tipo de interés oficial (final período)	3,50	4,00	4,00	3,00	3,00	4,47	4,93
Tipo de corto plazo (final período)	2,03	3,09	3,03	2,50	3,22	4,56	4,51
Tipo de largo plazo (final período)	3,80	4,37	4,10	4,63	5,70	7,08	7,00
Tipo de cambio vs USD (fin período)	44,41	44,62	47,17	49,81	49,92	54,13	52,76
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	61,25	54,17	51,35	52,51	59,87	64,42	65,95
Crédito privado (% a/a, media)	16,6	18,0	13,2	15,3	18,0	15,0	11,6
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,0	8,8	2,6	8,7	9,2	10,2	10,5
Tasa de ahorro (% , media)	8,3	9,3	7,7	7,8	8,1	7,3	7,7

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

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

El banco central (BSP), en su reunión del 27 de septiembre, ha subido los tipos de interés en 50 pbs hasta 4,5%, argumentando que hará lo necesario para controlar la inflación, que se situó en 6,7% en septiembre, lejos de su rango objetivo (2-4%). La inflación ha sido impulsada por el impacto del tifón Mangkhut en la producción agrícola, que provocó que la inflación de alimentos llegara al 9,7%. El BSP reconoció que pueden ser necesarias más subidas de tipos porque hay señales de que la inflación es persistente. Sin embargo, al parecer el endurecimiento monetario por sí solo no será suficiente para controlar la inflación, y serán necesarias reformas liberalizadoras para estimular la oferta.

La economía crece dinámicamente, por encima de su potencial, pero el contexto exterior de las monedas de los mercados emergentes, el endurecimiento monetario de Estados Unidos, el suyo propio y la

persistencia de altos precios de la energía, llevarán a una moderada desaceleración del ritmo de la actividad. En este contexto, el plan de infraestructuras y de aumento de gasto del gobierno son apoyos fundamentales para mantener la dinámica económica.

La persistencia en el tiempo de déficits gemelos (cuenta corriente y fiscal) seguirá pesando sobre la depreciación de la moneda y aumentando la carga de la deuda externa. El perfil de crédito de Filipinas es de grado de inversión (BBB).

2. Panorama sectorial

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

2.1.1 Mercados globales

Como se indica en la sección del panorama económico de este informe, el actual contexto, sin duda más complejo, anticipa un crecimiento mundial para 2018 en el entorno del 3,6% y de 3,4% para 2019 (3,8% en 2017, según los últimos datos disponibles). El crecimiento previsto es positivo pero continúa perdiendo dinámica y sincronía global, y parecen confirmarse los síntomas de agotamiento que anuncian un cambio de ciclo económico. Diversos indicadores sugieren una desaceleración como los índices relacionados con el comercio global y los de producción industrial, venta minorista o pedidos industriales. De momento el crecimiento favorece al mercado asegurador a nivel mundial; sin embargo, un cambio de ciclo ralentizaría el ritmo de crecimiento de las primas de seguros globales, especialmente en los segmentos de No Vida y Vida riesgo, dada su fuerte vinculación con el comportamiento del ciclo económico.

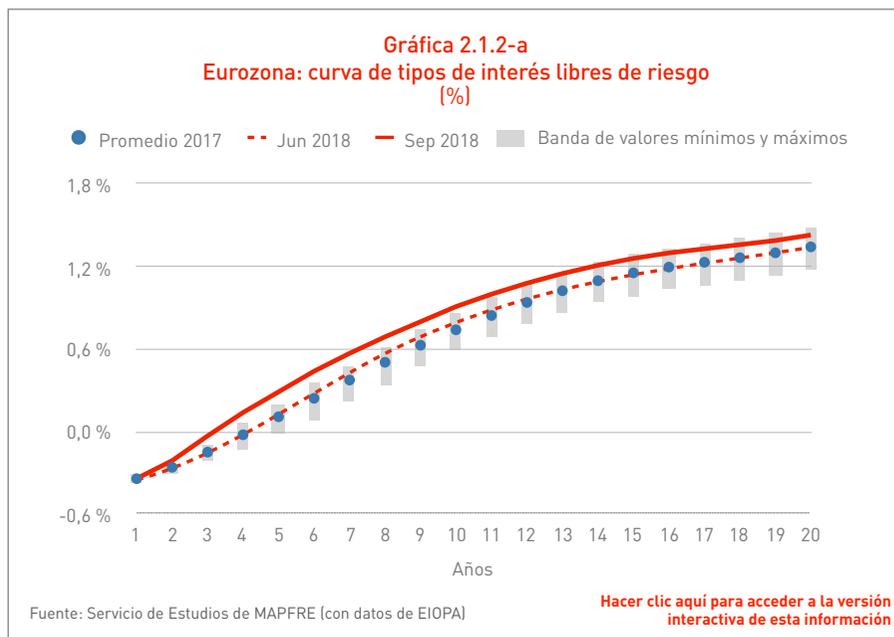
Por otra parte, la normalización de la política monetaria y las medidas proteccionistas en los Estados Unidos, entre otros factores, mantienen elevado el nivel de incertidumbre. Algunos mercados emergentes continúan sufriendo tensiones financieras con salidas de flujos y depreciación de sus tipos de cambio, como efecto de la normalización

monetaria en Estados Unidos, teniendo que actuar en defensa de sus monedas. El incremento de tipos de interés de mercado y de sus primas de riesgo impacta además de forma negativa en las posibilidades de financiación de los gobiernos y empresas de esos mercados, lo cual termina trasladándose en forma de minusvalías a la valoración de las carteras de activos de las compañías aseguradoras. A pesar de ello, hasta ahora el mercado ha diferenciado a los mercados emergentes en función de la fortaleza de sus fundamentales.

En la Eurozona, por su parte, continúa el cronograma de normalización monetaria gradual a pesar de la ralentización de su crecimiento, del incremento del riesgo derivado de un presupuesto expansivo en Italia y de un Brexit sin acuerdo. En este contexto, continuará todavía por un tiempo el entorno de bajos tipos que viene condicionando el desarrollo del segmento de los seguros de Vida (en particular, los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias).

2.1.2 Eurozona

La actividad en la Eurozona se mantiene con unas previsiones de crecimiento para el conjunto del año en el entorno del 2% (lo que supone una desaceleración respecto del crecimiento de 2017 del 2,5%). Por el momento, se sostiene el crecimiento sector servicios debido a la recuperación del mercado laboral (lo cual es positivo para las líneas de



negocio de No Vida y Vida riesgo); sin embargo, el entorno global relativamente adverso (inminencia del cambio de ciclo) y los riesgos políticos crecientes nos han llevado a rebajar la previsión de crecimiento económico para el año 2019 hasta el 1,5%. Esta ralentización se traduciría, para el caso de la industria aseguradora, en una desaceleración del negocio en dichos segmentos.

La inflación de la Eurozona subió al 2,1% en septiembre, debido fundamentalmente al comportamiento del precio del petróleo. La inflación subyacente, sin embargo, sigue siendo débil (0,9% en septiembre), aunque es previsible que empiece a aumentar a medida que se fortalezca el crecimiento salarial en la región. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) sigue el camino previsto de normalización paulatina de su política monetaria, habiendo reducido el volumen de compras a 15

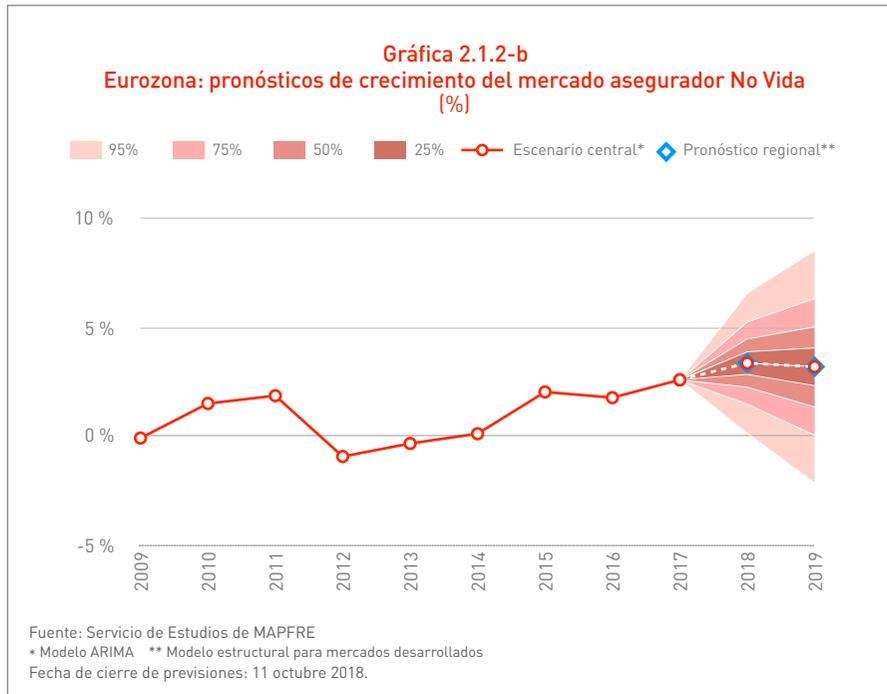
millardos de euros mensuales. A finales de año finalizará el programa de compras netas de activos; no obstante, mantendrá la política de reinvertir el principal de los bonos que vayan venciendo durante un período prolongado o, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones favorables de liquidez y un elevado grado de acomodación monetaria. Se prevé, por tanto, que los tipos de interés oficiales sigan en sus niveles actuales (0,0% tipo de refinanciación y -0,40% tipo de depósito) y no esperamos la primera subida de los tipos de interés hasta el segundo semestre de 2019, con un ritmo muy gradual de endurecimiento a partir de entonces.

En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de la Eurozona producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) se aprecia una ligera subida de tipos a lo largo de la curva, situándose por encima de los valores medios alcanzados en 2017 y de los observados en

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

	Mercado No Vida	
	2018	2019
Eurozona	3,3 %	3,2 %
España	4,1 %	4,2 %
Turquía	13,7 %	11,1 %
Estados Unidos	4,1 %	4,0 %
Brasil	10,9 %	12,4 %
México	8,8 %	12,8 %
China	13,9 %	15,5 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2018.



el trimestre previo (véase la Gráfica 2.1.2-a). La curva sigue presentando una inclinación positiva, con mayores tipos a mayores vencimientos que, como se ha comentado en informes previos, podría constituir un estímulo para el desarrollo de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias en la medida que esta tendencia se mantenga, aunque en este momento los bajos niveles de los tipos dificulta su comercialización. Por lo pronto, el tramo corto de la curva sigue presentado valores negativos. Este entorno sostenido de bajos tipos de interés continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio. En este contexto económico general, estimamos que las primas de seguros de No Vida en la Eurozona podrían alcanzar un crecimiento nominal en torno al 3,3% en 2018 y del 3,2% en 2019 (véanse la Gráfica 2.1.2-b y la Tabla 2.1.2).

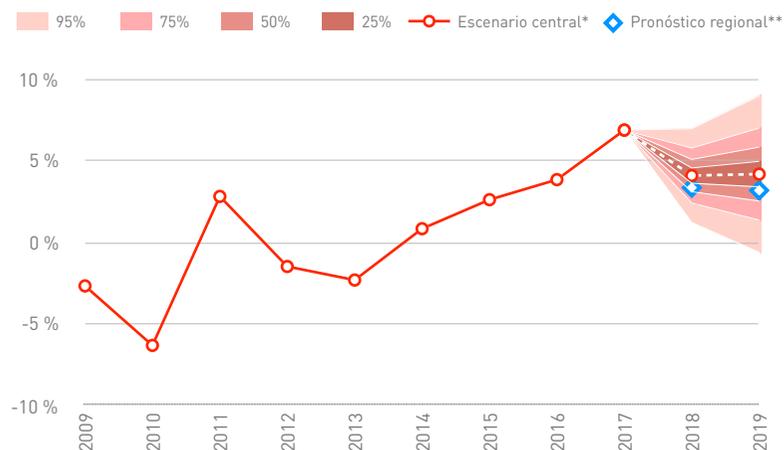
2.1.3 España

El crecimiento de la economía española, estimado para el conjunto de 2018 se sitúa en torno al 2,6% (3% en 2017). La proximidad del final del ciclo monetario expansivo y el aumento previsible de la presión fiscal llevan a corregir a la baja las previsiones de crecimiento. A pesar de ello, para la industria aseguradora las expectativas continúan siendo favorables, específicamente para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo, aunque su crecimiento podría verse afectado por la ralentización de la economía.

Por otra parte, potenciales reversiones de las reformas laborales y de pensiones podrían exponer a la deuda pública española al escrutinio de los mercados y agencias calificadoras internacionales. Esto, junto con el fin del programa de compras netas de activos por parte del BCE a finales de año, podría motivar un cambio en el apetito por el riesgo por parte de los inversores tensionando las primas de riesgo de la deuda soberana y de la corporativa, lo que impactaría de forma negativa en la rentabilidad de la industria aseguradora por la caída en el valor de los activos de sus carteras de inversiones.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, al menos durante 2018 y buena parte de 2019, el panorama de bajos tipos de interés continuará lastrando el desarrollo de este negocio. Por su parte, la transición del sector asegurador hacia productos en los que el tomador asume el riesgo de la inversión o de productos tradicionales que aprovechen la pendiente positiva de la curva de tipos no terminan de arraigar, en un entorno de tipos de interés que está contrarrestando el efecto positivo que la situación de la economía española pudiera tener en esas líneas de negocio. Conforme a lo anterior, estimamos que las primas de seguros nominales del segmento de No Vida crezcan en torno al 4,1% en 2018 y mantengan dinamismo en 2019 con un crecimiento estimado del 4,2% (véanse la Gráfica 2.1.3 y la Tabla 2.1.2).

Gráfica 2.1.3
España: pronósticos de crecimiento del mercado asegurador No Vida (%)



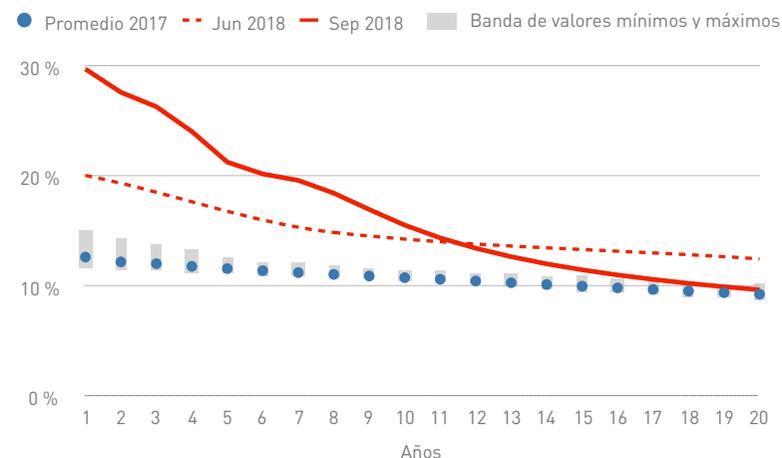
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 * Modelo ARIMA ** Modelo estructural para mercados de la Eurozona
 Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2018.

2.1.4 Turquía

En el caso de la economía turca, se mantiene la previsión de desaceleración de la actividad en 2018 en el entorno del 4,1% (7,4% en 2017), considerando adicionalmente una desaceleración para 2019 que situaría su crecimiento en 1,2% (en torno a la tercera parte de su potencial) como resultado de los ajustes que deberá enfrentar esa economía. El repunte de la inflación inducido por la depreciación del tipo de cambio y el endurecimiento de las condiciones financieras, con fuertes

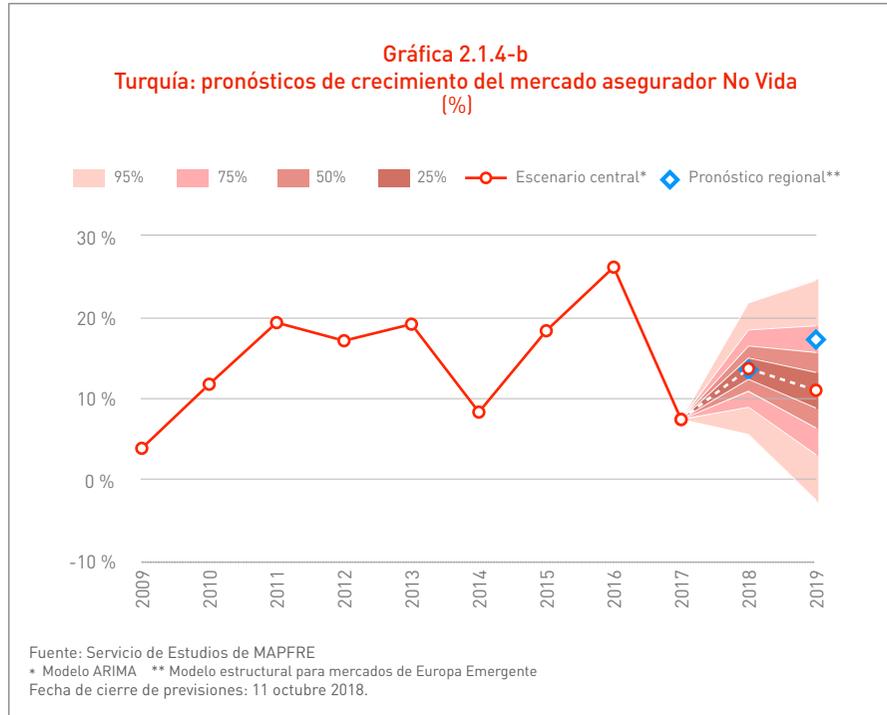
subidas de los tipos de interés oficiales, se espera presionen fuertemente a la baja a la demanda doméstica. El gobierno turco se ha comprometido a una política de ajuste, lo que llevará a una ralentización del crecimiento. Con dicho programa de ajuste se busca reducir los excesos de estímulos que condujeron a una demanda excesiva y corregir las vulnerabilidades de su balanza de pagos. Este entorno afectará negativamente al desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo de la industria aseguradora. Las altas tasas de inflación y la depreciación de la moneda, además, impactarán de forma negativa en el coste de los siniestros de las entidades aseguradoras, si bien los altos tipos de interés de política monetaria pueden ayudar a apuntalar la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio.

Gráfica 2.1.4-a
Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



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

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

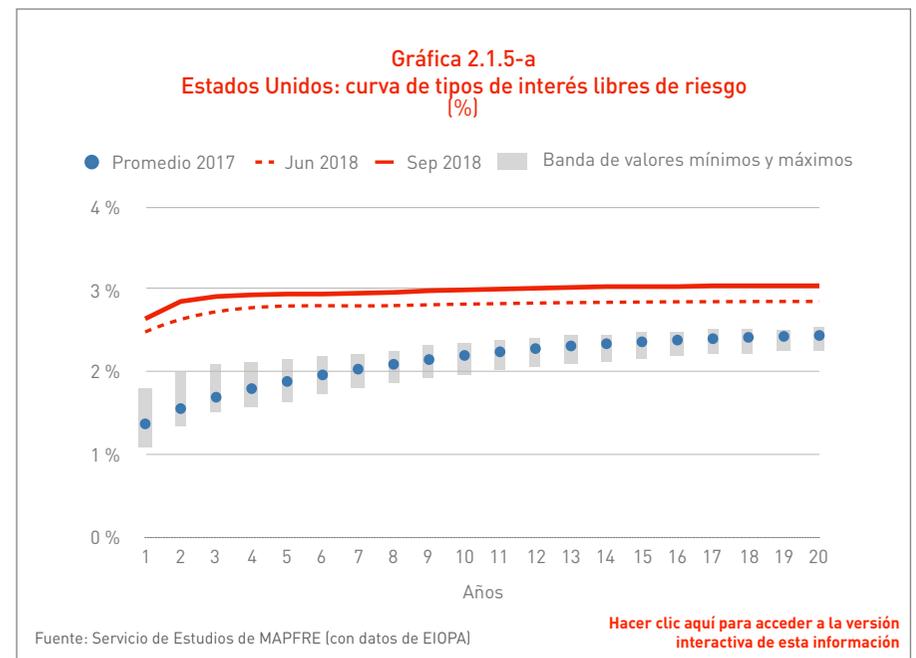


Como puede observarse en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA, se acentúa el comportamiento de los tipos de interés que ya se anticipaba el trimestre previo con una fuerte subida de los tipos a corto plazo y una curva de tipos libres de riesgo completamente invertida (véase la Gráfica 2.1.4-a). Este entorno resulta perjudicial para el desarrollo de productos con garantías a largo plazo de los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias. Sin embargo, con unos tipos a corto plazo tan elevados surge una oportunidad para la comercialización de productos de Vida ahorro temporales renovables en plazos cortos, que permitan una revisión del tipo garantizado en cada renovación.

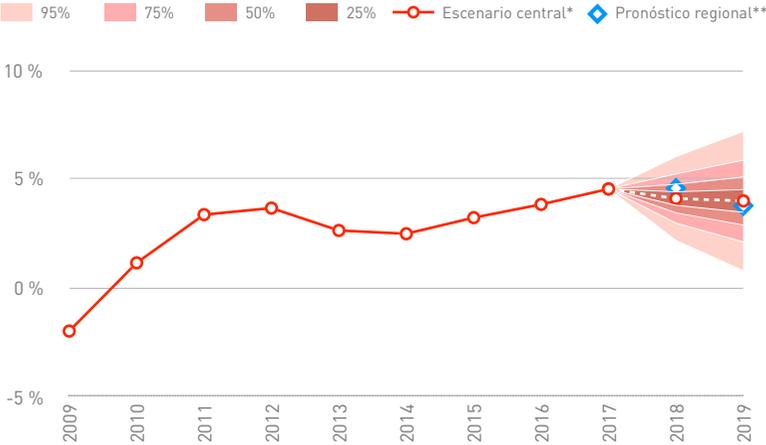
En este contexto, estimamos que las primas de seguros de No Vida crezcan, en términos nominales, en torno al 13,7% en 2018 y el 11,1% en 2019, como escenario central, lo que se traduciría crecimientos reales negativos, si se tienen en cuenta las previsiones de altos niveles de inflación (véase la Gráfica 2.1.4-b).

2.1.5 Estados Unidos

El crecimiento económico previsto para 2018 en Estados Unidos podría situarse en el entorno del 2,8% (frente al 2,2% de 2017). El aumento consistente del empleo y el crecimiento gradual de los salarios seguirán respaldando el crecimiento de la renta disponible y el consumo, aunque a un ritmo menor como resultado del relativo agotamiento del efecto de los



Gráfica 2.1.5-b
Estados Unidos: pronósticos de crecimiento del mercado asegurador No Vida (%)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
* Modelo ARIMA ** Modelo estructural para mercados desarrollados
Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2018.

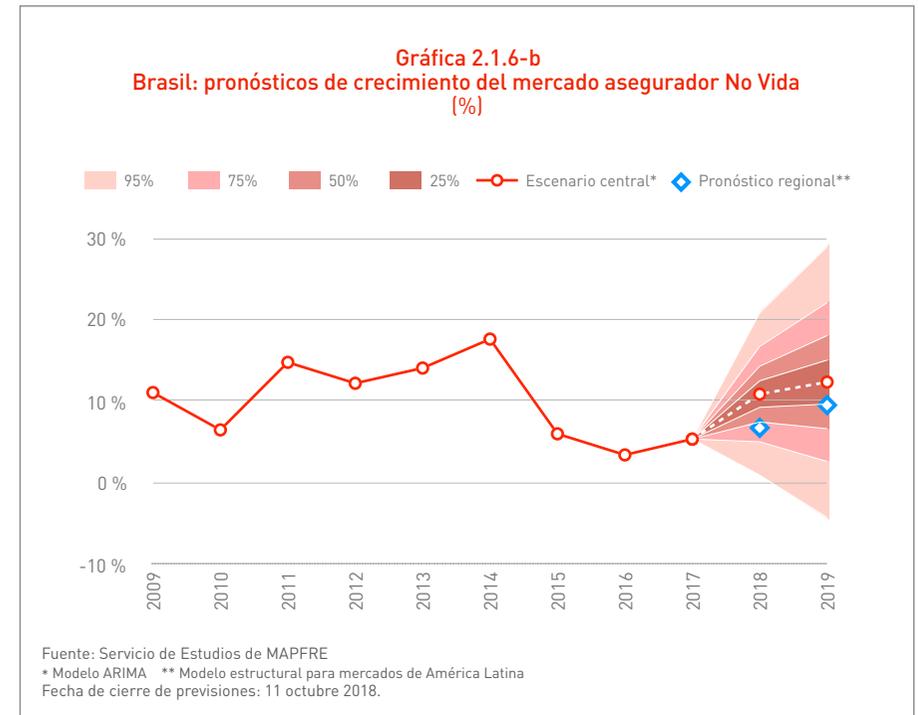
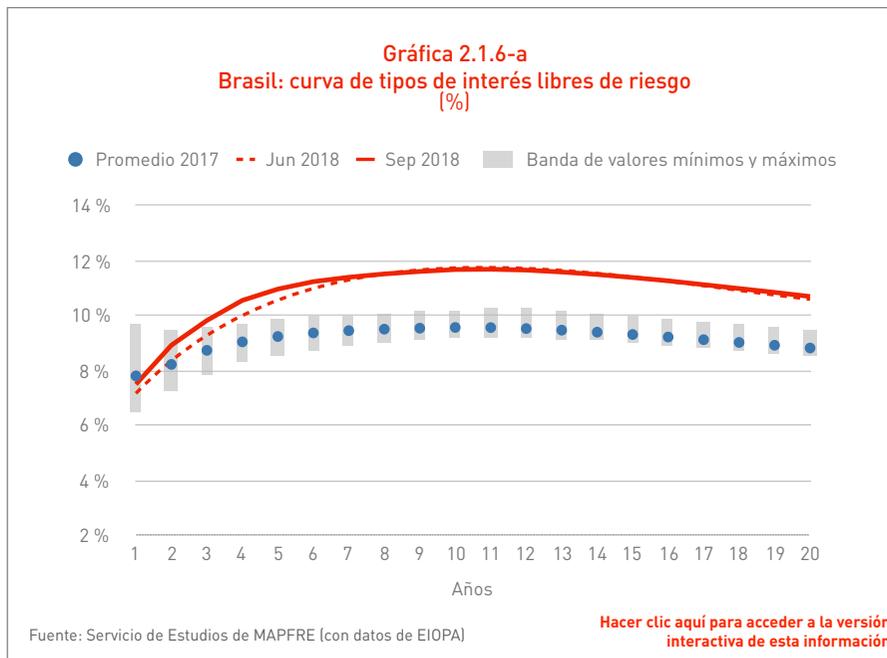
tipos de interés se produzca en diciembre, seguida de otras dos o tres subidas de tipos en 2019. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA se aprecian las subidas, afectando a todos los tramos de la curva que en el último trimestre, se mantiene plana y se ha desplazado de forma paralela, excepto por el ligero repunte del tipo a dos años (véase la Gráfica 2.1.5-a). Este entorno de tipos de interés más altos que en principio debiera ser favorable, sin embargo, complica el desarrollo del negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias. Una curva aplanada, una subida más abrupta de lo inicialmente previsto y las propias expectativas de subidas de tipos perjudican en el corto plazo este negocio, dado que las compañías necesitan un tiempo para adaptar los nuevos productos y los tipos garantizados en sus carteras y se pueden producir rescates de pólizas con garantía comercializadas a tipos inferiores a los del mercado. En este entorno además se puede frenar la demanda de productos de ahorro, en tanto las subidas se materializan. De esta forma, estimamos que las primas de seguros de No Vida podrían experimentar crecimientos, en términos nominales, en torno al 4,1% en 2018 y del 4,0% en 2019, como escenario central (véase la Gráfica 2.1.5-b).

2.1.6 Brasil

La economía brasileña volvió a sufrir una desaceleración significativa en el segundo trimestre, por lo que hemos revisado a la baja las previsiones de crecimiento medio para 2018, que se situaría en un crecimiento similar al de 2017 en el entorno del 1%. Esta desaceleración en las previsiones se atribuye principalmente a una pérdida de dinamismo del consumo y de las exportaciones. Además, la subida de los precios del petróleo, la huelga de camioneros en el mes de mayo y la depreciación del real brasileño han influido de forma negativa en la economía. Por otra parte, el proceso electoral en el que se encuentra inmerso Brasil en estos momentos, hace que se pospongan las reformas estructurales necesarias para equilibrar las cuentas públicas. Este contexto puede impactar en el buen comportamiento de los segmentos de negocio de No Vida y Vida riesgo de la industria aseguradora, dada su fuerte vinculación con el comportamiento económico general. Además, el repunte de la inflación y

la depreciación del real repercutirán de forma negativa en el coste de los siniestros, pudiendo erosionar la rentabilidad del negocio asegurador.

El banco central ha mantenido el tipo de interés de referencia de la política monetaria en su reunión del 19 de septiembre, pero el estímulo monetario podría ser gradualmente retirado en caso de que se deterioren las perspectivas de inflación. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de riesgo de EIOPA se observa una ligera subida de tipos de corto plazo en el mes de septiembre respecto de la curva de junio (véase la Gráfica 2.1.6-a). Asimismo, aumenta su ya acentuada pendiente positiva en su tramo corto, en un contexto en el que los tipos venían bajando de forma acusada, lo cual es un entorno que podría resultar favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, especialmente



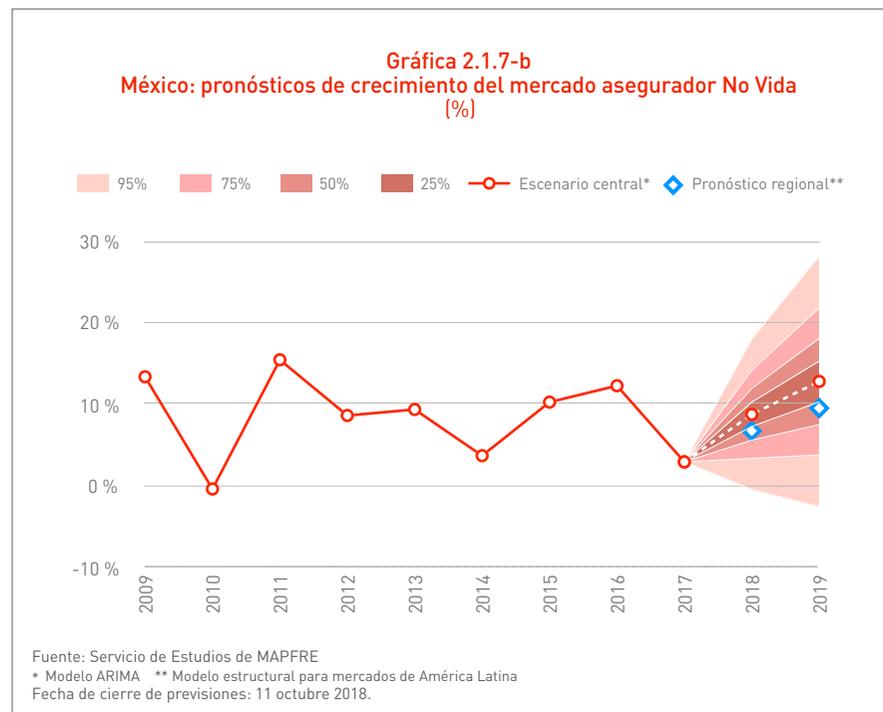
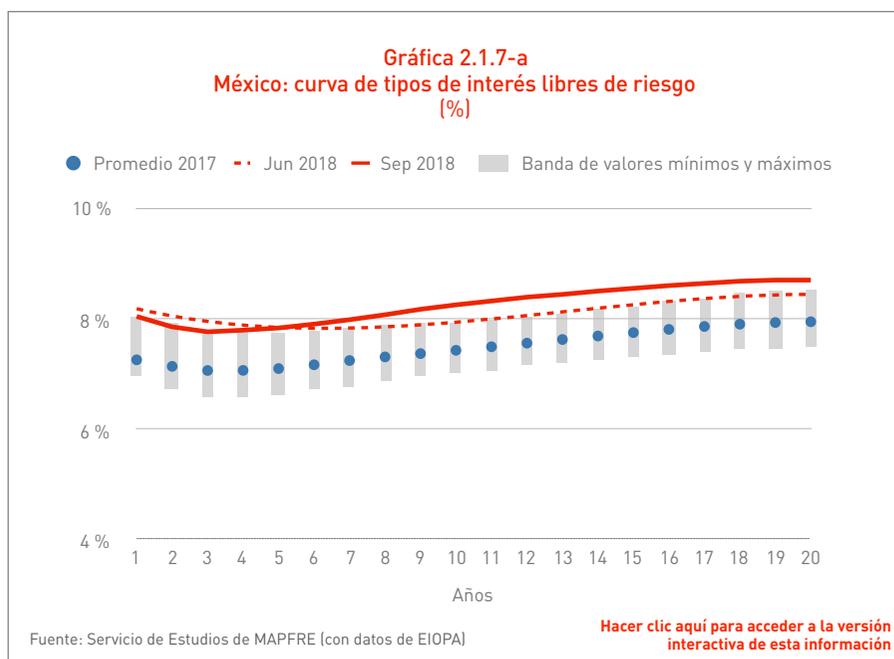
para aquellas entidades que sean suficientemente flexibles para adaptar sus nuevos productos con agilidad en este entorno. No obstante, las nuevas expectativas de posibles subidas de tipos por el repunte de la inflación podría afectar la demanda de productos de ahorro, en tanto las subidas se materializan.

En este contexto, estimamos que las primas del negocio de No Vida en Brasil podrían crecer, en términos nominales, en torno al 10,9% en 2018 y el 12,4% en 2019, como escenario central (véase la Gráfica 2.1.6-b).

2.1.7 México

Para el conjunto de 2018, estimamos un crecimiento de la economía mexicana en el entorno del 1,9% (2,3% 2017); dinámica que se prevé se mantenga en 2019. La economía tuvo un buen comportamiento en el segundo trimestre, aunque se moderan las expectativas de crecimiento para el conjunto del año. Este entorno continúa siendo favorable para el desarrollo de los segmentos de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador, apoyado por el bajo nivel de penetración de los seguros en México.

La inflación se situó en el 5% en septiembre, un nivel mayor del inicialmente previsto, básicamente por el aumento del precio de la



energía, lo que impacta negativamente en la rentabilidad de las líneas de negocio de No Vida, por el incremento en los gastos derivados de los siniestros que puede suponer. La recuperación y estabilidad que está mostrando la moneda es, sin embargo, una noticia positiva para la rentabilidad de estas líneas de negocio y para el coste de las coberturas a través del reaseguro cuyos contratos suelen negociarse en dólares.

En su última reunión del 4 de octubre, el Banco de México ha mantenido el tipo de referencia de la política monetaria, pero esta situación podría cambiar de persistir las presiones inflacionistas. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA puede observarse, respecto a los datos del trimestre previo, una pequeña caída en el primer tramo de la curva

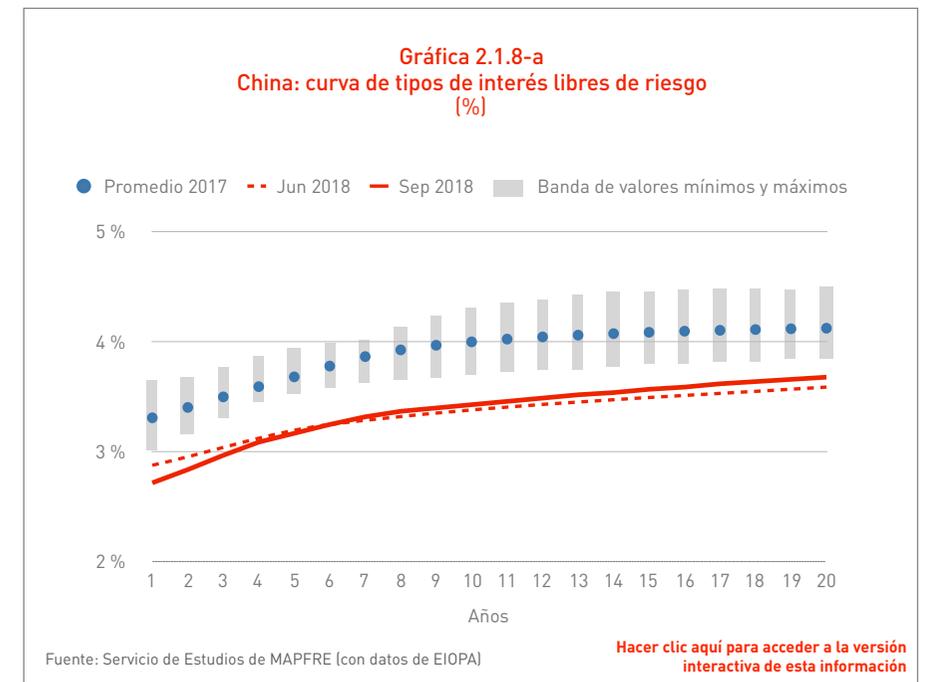
hasta vencimientos inferiores a cuatro años, que sigue presentando una ligera pendiente negativa (véase la Gráfica 2.1.7-a). Sin embargo, a partir de vencimientos en torno a cuatro años recupera pendiente positiva con una ligera subida de los tipos a largo que presentan una volatilidad relativamente baja. Este entorno sigue siendo favorable para el desarrollo 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. Sin embargo, las expectativas de posibles subidas de tipos por el repunte de la inflación podría afectar la demanda de productos de ahorro, en tanto las subidas se materializan. De esta forma, estimamos que las primas del negocio de No Vida en el mercado asegurador mexicano podrían crecer, en términos nominales, en torno al 8,8% en 2018 y el 12,8% en 2019, como escenario central (véase la Gráfica 2.1.7-b).

2.1.8. China

Para el caso de la economía china, la previsión de crecimiento del PIB se sitúa en el entorno del 6,5% en 2018 (6,9% en 2017), apoyado en la inversión y el consumo, si bien la escalada de las tensiones comerciales con los Estados Unidos y la ralentización en el crecimiento del crédito hace prever una ralentización de la economía en 2019 (en el entorno del 6,1%).

No obstante, el panorama continúa siendo favorable para las perspectivas del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, con la ayuda de la aún reducida tasa de penetración del seguro en China, propia de las economías emergentes, que conlleva una mayor elasticidad en el crecimiento de las primas ante crecimientos del PIB. Es de destacar, como venimos reiterando en los anteriores informes, que el gobierno chino tiene entre sus objetivos explícitos para la actividad aseguradora el incrementar la tasa de penetración.

En cuanto a los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA se aprecia que los tipos de interés en la parte corta de la curva continúan cayendo, por flexibilización de la política monetaria promulgada en el segundo trimestre en apoyo al crecimiento (véase la Gráfica 2.1.8-a). La curva mantiene una pendiente positiva que se incrementa en vencimientos por encima de los siete años lo cual es positivo para estos segmentos de negocio. En definitiva, el panorama para esta línea de negocio continúa siendo favorable. Estimamos que las primas del negocio de No Vida en el mercado asegurador chino crezcan, en términos nominales, en torno al 13,9% en 2018 y el 15,5% en 2019, como escenario central (véase la Gráfica 2.1.8-b).



Gráfica 2.1.8-b
China: pronósticos de crecimiento del mercado asegurador No Vida (%)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 * Modelo ARIMA ** Modelo estructural para mercados emergentes
 Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2018.

2.2 Tendencias regulatorias: novedades en el trimestre

Tendencias globales

IAIS

El 31 de julio pasado, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS) lanzó la consulta pública sobre la nueva versión del futuro Estándar Global de

Capital (ICS Version 2.0)³. Esta consulta es un hito importante en el proceso de adopción del estándar definitivo, programada para finales de 2019. El plazo para la remisión de comentarios sobre esta nueva versión del ICS finaliza el 30 de octubre de 2018.

IFRS 17

El 18 de mayo de 2017, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) publicó la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 17 sobre Contratos de Seguros (IFRS 17), aplicable para la elaboración de las cuentas consolidadas de 2021 de las compañías aseguradoras cotizadas. En la Unión Europea, para que resulte de obligado cumplimiento a los grandes grupos aseguradores europeos, el estándar IFRS 17 debe ser adoptado mediante Reglamento de la Comisión Europea, publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea, previa consulta al Grupo Consultivo Europeo en materia de Información Financiera (EFRAG).

Durante el segundo trimestre de 2018, el EFRAG emitió dos documentos relevantes en el proceso previo a la emisión de su consejo técnico previsto para finales de 2018 (pudiendo demorarse a 2019). En el primero de ellos sintetiza las cuestiones que deben someterse a consideración por el propio EFRAG, incluyendo evidencias detectadas de los estudios de ejemplos prácticos⁴. El segundo documento relevante es una carta de 3 de septiembre de 2018 dirigida al IASB, en la que el EFRAG le comunica haber identificado una serie de asuntos que en su opinión merecen una consideración adicional por parte del IASB⁵. Los asuntos identificados se enumeran a continuación:

- Los costes de adquisición (por los costes incurridos en busca de una renovación del contrato).
- La amortización del denominado “contractual service margin” (CSM).

- El reaseguro (límites del contrato de reaseguro cuando el contrato subyacente todavía no se ha emitido).
- Transición (extensión de las medidas de alivio ofrecidas por el planteamiento retrospectivo modificado y retos en la aplicación del valor razonable).
- Cohortes anuales (relación coste-beneficio).
- Ciertos aspectos relacionados con la presentación del balance.

En este sentido, *Insurance Europe* (asociación que representa a los principales grupos aseguradores europeos) ha emitido su posición ante esta petición, solicitando que se difiera el plazo previsto para la implementación de este estándar ampliándolo en dos años adicionales⁶.

Unión Europea

El pasado 11 de septiembre, el "Joint Committee" o Comité Conjunto de las Autoridades Europeas de Supervisión (EBA, ESMA e EIOPA) publicó su informe sobre riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero en la Unión Europea (UE)⁷. Los riesgos principales identificados en el informe que pueden repercutir en la industria aseguradora se exponen a continuación:

1. El riesgo de pérdidas en las carteras de activos continúa siendo inminente y alto. En el primer semestre de 2018, los mercados financieros experimentaron un retorno a la volatilidad, con un considerable aumento en los *spreads* de los bonos soberanos y de los corporativos, así como episodios de caídas acusadas en el precio de la renta variable. El potencial de una reversión súbita de la prima de riesgo permanece como una preocupación mayor para las compañías de seguros y fondos de pensiones, ya que esto podría afectar negativamente al valor de sus activos.
2. Estos acontecimientos del mercado pueden reflejar de algún modo la vuelta a la normalidad tras un prolongado entorno de bajos tipos de interés. Sin embargo, teniendo en cuenta la incertidumbre sobre el camino exacto del proceso de normalización monetaria, el potencial incremento de la volatilidad proveniente de la relocalización de las carteras de inversiones y reposicionamiento de los participantes en los mercados continúa siendo una preocupación clave.
3. Los incrementos en los tipos de interés pueden añadir retos adicionales al todavía alto (aunque decreciente) *stock* de préstamos de dudoso cobro de la banca (NPLs) en la UE. El incremento de la volatilidad, por su parte, pone una presión adicional sobre su rentabilidad, que se manifiesta en el decreciente rendimiento neto de su cartera de negociación. Los inversores minoristas pueden también resultar afectados por el riesgo en las valoraciones a través de sus tenencias de carteras.
4. Las incertidumbres acerca de los términos de salida del Reino Unido de la UE todavía tiene el potencial de exponer a ambas partes a inestabilidad económica y financiera y debilitar la confianza del mercado, particularmente si las negociaciones terminan de forma desordenada. La necesidad de preparar una salida sin acuerdo, incluyendo el riesgo de un acceso reducido a infraestructuras de los mercados financieros y de continuidad de los contratos, se ha convertido en un asunto crítico.
5. El incremento en el riesgo de subidas de los tipos de interés y de los riesgos políticos puede dar lugar a salidas de flujos de capital en las economías emergentes, como han demostrado los acontecimientos sucedidos en Turquía en el mes de agosto.
6. Finalmente, existe un riesgo de contagio entre sectores después de un incremento abrupto de los rendimientos, dada la interconexión que existe entre el sector bancario europeo con el resto del sector

financiero, el sector asegurador y el todavía altamente apalancado sector privado no financiero.

En línea con los riesgos e incertidumbres mencionados, el *Joint Committee* aconseja como medidas de supervisión:

- La realización de ejercicios de estrés (*stress testing*) que abarquen todos los sectores. Los escenarios de incremento de tipos de interés y el potencial cambio repentino en las primas de riesgo están ya incorporados en los *stress test* de EIOPA y de la EBA de 2018.
- Una atención continua al apetito por el riesgo de las instituciones financieras.
- Abordar el problema de los NPLs y adaptar los modelos de negocio bancarios a una mejora de su rentabilidad sostenible.
- Una gestión cuidadosa del riesgo de tipo de interés.
- Vigilar los cambios en las preferencias del inversor y, cuando sea necesario, advertir en contra de productos arriesgados.
- Abordar posibles riesgos de contagio y continuar sus esfuerzos en la monitorización de los estándares de la actividad crediticia.
- Planificar apropiadamente las acciones para mitigar los riesgos y prepararse para la salida del Reino Unido de la UE.

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

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

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)
Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2018.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	1,2	0,4	1,8	2,1	1,7	2,3	1,2	0,4	1,8	2,1	1,4	2,1
Eurozona	0,2	0,2	0,7	1,4	1,7	1,2	0,2	0,2	0,7	1,4	1,5	0,2
Alemania	0,2	0,3	1,7	1,7	1,7	1,5	0,2	0,3	1,7	1,7	1,9	1,9
Francia	0,1	0,3	0,7	1,2	1,4	2,0	0,1	0,3	0,7	1,2	1,3	1,3
Italia	0,1	0,2	0,1	0,9	2,2	0,9	0,1	0,2	0,1	0,9	2,2	0,0
España	-0,5	-0,3	1,0	1,4	1,4	1,1	-0,5	-0,3	1,0	1,4	1,1	-0,2
Reino Unido	0,9	0,1	1,2	3,0	2,2	1,2	0,9	0,1	1,2	3,0	2,2	0,6
Japón	2,5	0,2	0,3	0,6	0,5	2,0	2,5	0,2	0,3	0,6	0,4	1,3
Mercados emergentes	4,7	4,6	4,2	4,3	4,6	4,4	4,7	4,6	4,2	4,3	5,8	5,5
América Latina¹	5,0	6,2	4,6	4,1	3,6	3,5	5,0	6,2	4,6	4,1	5,6	4,6
México	4,2	2,3	3,2	6,6	4,4	3,3	4,2	2,3	3,2	6,6	4,4	3,0
Brasil	6,5	10,4	7,0	2,8	4,5	4,5	6,5	10,4	7,0	2,8	4,5	4,5
Argentina	44,2	26,0	39,3	23,3	43,6	27,5	44,2	26,0	39,3	23,3	42,7	26,5
Emergentes europeos²	3,4	3,9	4,2	6,8	6,6	6,0	3,4	3,9	4,2	6,8	7,8	6,9
Turquía	8,8	8,2	7,6	12,3	19,4	16,2	8,8	8,2	7,6	12,3	19,4	15,5
Asia Pacífico³	3,6	2,2	2,5	2,8	3,7	3,1	3,6	2,2	2,5	2,8	3,8	4,0
China	1,5	1,5	2,2	1,8	2,3	1,8	1,5	1,5	2,2	1,8	2,2	0,7
Indonesia	6,5	4,8	3,3	3,5	3,6	3,7	6,5	4,8	3,3	3,5	3,6	3,7
Filipinas	2,9	0,3	2,0	3,0	5,1	3,8	2,9	0,3	2,0	3,0	5,1	2,7
Mundo	2,9	2,8	3,0	3,2	3,6	3,3	2,9	2,8	3,0	3,2	3,3	2,9

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)
 Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2018.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	2,17	2,27	2,45	2,40	3,08	2,72	2,17	2,27	2,45	2,40	3,10	1,18
Eurozona	1,34	1,20	1,04	0,91	1,35	1,62	1,34	1,20	1,04	0,91	1,33	1,15

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2018.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
USD-EUR	0,82	0,92	0,95	0,83	0,84	0,80	0,82	0,92	0,95	0,83	0,85	0,78
EUR-USD	1,21	1,09	1,05	1,20	1,19	1,25	1,21	1,09	1,05	1,20	1,18	1,28
GBP-USD	1,56	1,48	1,23	1,35	1,35	1,41	1,56	1,48	1,23	1,35	1,34	1,43
USD-JPY	119,85	120,27	116,78	112,69	108,93	108,19	119,85	120,27	116,78	112,69	109,19	105,25
USD-CNY	6,20	6,49	6,94	6,51	6,73	6,33	6,20	6,49	6,94	6,51	6,37	5,53

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2018.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	0,13	0,38	0,63	1,38	2,38	2,88	0,13	0,38	0,63	1,38	2,38	3,38
Eurozona	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
China	4,96	2,32	2,59	3,09	2,88	2,73	4,96	2,32	2,59	3,09	2,78	1,49

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2018.

Índice de gráficas, tablas y recuadros

Gráficas

Gráfica 1.1-a	Global: crecimiento e inflación, 2011-2019	12
Gráfica 1.1-b	Global: precios nominales y reales del Brent, 2000-2018	12
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	20
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	20
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	22
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	22
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	24
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	24
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	25
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	25
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	27
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	27
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	29
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	29
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB	30
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	30
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	32
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	32
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB	34
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	34
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB	36
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	36

Gráfica 1.2.11-a Argentina: descomposición y previsiones del PIB 37

Gráfica 1.2.11-b Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 37

Gráfica 1.2.12-a China: descomposición y previsiones del PIB 39

Gráfica 1.2.12-b China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 39

Gráfica 1.2.13-a Indonesia: descomposición y previsiones del PIB 41

Gráfica 1.2.13-b Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 41

Gráfica 1.2.14-a Filipinas: descomposición y previsiones del PIB 42

Gráfica 1.2.14-b Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 42

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Gráfica 2.1.8-b China: pronósticos de crecimiento del mercado asegurador No Vida 54

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	20
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	22
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	24
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	25
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	27
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	29
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	30
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	32
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	34
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	36
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	37
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	39
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	41
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	42
Tabla 2.1.2	Mercado No Vida: pronósticos de crecimiento de mercados aseguradores seleccionados, 2018-2019	46
Tabla A-1	Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto	57
Tabla A-2	Escenarios Base y de Riesgo: inflación	58
Tabla A-3	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	59
Tabla A-4	Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio	59
Tabla A-5	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia	59

Recuadros

Recuadro 1.2	Vulnerabilidad de mercados emergentes: índice de riesgo emergente (ERI)	15
--------------	---	----

Referencias

1/ Servicio de Estudios de MAPFRE, *Panorama económico y sectorial 2019: actualización hacia el tercer trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE, julio de 2018, pp. 11-19. La versión electrónica del informe puede consultarse en: https://www.fundacionmapfre.org/documentacion/publico/i18n/catalogo_imagenes/grupo.cmd?path=1097440

2/ Servicio de Estudios de MAPFRE, *Panorama económico y sectorial 2019: actualización hacia el tercer trimestre*, op. cit., pp.12-14.

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

4/ <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FMeeting%20Documents%2F1805020838019974%2F05-02%20IFRS%2017%20Industry%20issues%20analysis%20-%20REVISED%20VERSION.pdf>

5/ <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FMr.%2520Hans%2520Hoogervorst%2520letter%2520signed%2520-%2520IFRS%252017%2520Insurance%2520Contracts.pdf>

6/ <https://www.insuranceeurope.eu/position-ifrs-17>

7/ Joint Committee Report

AVISO

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

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

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

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

CENTRO DE DOCUMENTACIÓN

Todas nuestras publicaciones a tu alcance

Acceso gratuito a nuestro fondo documental especializado en:

- Seguros
- Gerencia de riesgos
- Prevención



FM Fundación **MAPFRE**

Centro de Documentación

www.fundacionmapfre.org/documentacion

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid