



Fundación **MAPFRE**

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

Servicio de Estudios de MAPFRE





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

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

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

Citar como:

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

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

Servicio de Estudios de MAPFRE - [servicio.estudios@mapfre.com](mailto:servicio.estudios@mapfre.com)

España: Carretera de Pozuelo, 52 - Edificio 1

28222 Majadahonda, Madrid

México: Avenida Revolución, 507

Col. San Pedro de los Pinos

03800 Benito Juárez, Ciudad de México

© De esta edición:

2019, Fundación MAPFRE

Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid

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

Julio, 2019.

## Servicio de Estudios de MAPFRE

**Manuel Aguilera Verduzco**

Director General

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

**Gonzalo de Cadenas Santiago**

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

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

**Ricardo González García**

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

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

**José Brito Correia**

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

**Begoña González García**

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

**Isabel Carrasco Carrascal**

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

**Fernando Mateo Calle**

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

**Rafael Izquierdo Carrasco**

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

**Eduardo García Castro**

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

**William Douglas Barros Simoes**

**Maximilian Antonio Bruno Horn**

**Verónica Martínez Vera**

**Julia Vélez García**



# Contenido

<b>Resumen ejecutivo</b> .....	9
--------------------------------	---

## **1. Panorama económico**

1.1 El panorama económico global .....	11
1.1.1 Adentrándonos en el ciclo .....	11
1.1.2 Nuevo entorno de condiciones financieras .....	13
1.1.3 Balance de riesgos .....	17
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas .....	20
1.2.1 Estados Unidos .....	20
1.2.2 Eurozona .....	23
1.2.3 España .....	25
1.2.4 Alemania .....	30
1.2.5 Italia .....	32
1.2.6 Reino Unido .....	32
1.2.7 Japón .....	35
1.2.8 Turquía .....	37
1.2.9 México .....	39
1.2.10 Brasil .....	41
1.2.11 Argentina .....	43
1.2.12 China .....	45
1.2.13 Indonesia .....	45
1.2.14 Filipinas .....	48

## **2. Panorama sectorial**

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización. ....	51
2.1.1 Mercados globales .....	51
2.1.2 Eurozona .....	51
2.1.3 Alemania .....	52
2.1.4 Italia .....	52
2.1.5 España .....	53
2.1.6 Reino Unido .....	53
2.1.7 Estados Unidos .....	54
2.1.8 Brasil .....	55
2.1.9 México .....	56
2.1.10 Argentina .....	56
2.1.11 Turquía .....	57
2.1.12 China .....	58
2.1.13 Japón .....	58
2.1.14 Filipinas .....	59
2.2 Tendencias regulatorias	
2.2.1 SFCR de los principales grupos aseguradores de la Unión Europea . .	60
2.2.2 Unión Europea .....	70

<b>Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas</b> .....	73
--	----

<b>Índice de gráficas, tablas y recuadros</b> .....	77
---	----

<b>Referencias</b> .....	81
--------------------------	----





## Resumen ejecutivo

### **Panorama económico y sectorial 2019: perspectivas hacia el tercer trimestre**

Durante el segundo trimestre de 2019, se ha podido confirmar la idea principal de nuestro último informe. En este sentido, nos adentramos de lleno en el cambio de ciclo y el crecimiento venidero será más suave, pero manejable y previsiblemente no recesivo. Los hechos registrados durante el segundo trimestre del año lo confirman y marcan la actualidad macroeconómica global.

En el segundo trimestre se ha comprobado que el trimestre previo fue, en efecto, mejor de lo esperado. No obstante, esto se debió esencialmente a la anticipación del consumo y al re-abastecimiento industrial ante el ahora muy probable aumento tarifario como resultado del conflicto comercial entre China y los Estados Unidos. Además, asistimos a un deterioro de las expectativas globales de largo plazo tanto de los niveles de actividad económica como de los precios, especialmente entre los países desarrollados. Esto ha favorecido un nuevo giro hacia la laxitud monetaria en los Estados Unidos y la Eurozona, el cual posterga la normalización y suaviza las condiciones financieras a nivel global. Ello ha tenido un impacto importante sobre las monedas emergentes permitiéndoles una mayor estabilidad pese al deterioro de la cuenta corriente; proceso que ocurre al tiempo que se presenta un renovado nuevo mínimo en la aversión al riesgo

global que posterga, por el momento, el advenimiento de un ajuste financiero.

En este contexto, hemos mejorado levemente las previsiones de crecimiento de los países desarrollados (dado, por una parte, el repunte temporal del primer trimestre y, por la otra en eventual efecto de la suavización de la política monetaria), pero en su conjunto no se altera nuestra perspectiva de un crecimiento global más moderado de 2019 en adelante, con similares contribuciones entre mercados desarrollados y emergentes. De esta forma, se prevé que el crecimiento global se sitúe cerca del potencial global, en el entorno de 3,3%.

El escenario central de este informe, contempla ahora una paulatina reducción del comercio global y de la producción industrial, que es, por el momento, en donde se aprecian los únicos signos recesivos. La atonía en la actividad económica de los países desarrollados asegura una renovada baja inflación, lo que permite a sus bancos centrales postergar más allá de 2020 la normalización monetaria, matizando por el momento la fortaleza del dólar. Así, el tipo de cambio Euro-dólar aún se verá afectado por el diferencial de tipos de interés de largo plazo entre la Eurozona y los Estados Unidos. Los mercados emergentes, por su parte, disfrutarán de mejores condiciones financieras y de una menor presión sobre la financiación de sus cuentas corrientes y, tras haber ajustado el tipo de cambio durante el 2018, estarían registrando un sesgo neutro sobre sus cotizaciones frente al dólar y al euro.

El balance de riesgos para el escenario central es, en general, a la baja; similar al que presentamos en nuestro informe previo, con menor énfasis sobre la gobernanza europea (tras las elecciones) y sobre la volatilidad nominal (con la mejora de las condiciones financieras globales), pero con un punto adicional de severidad y probabilidad derivado de la posibilidad de un ajuste comercial e industrial debido a las tensiones entre Estados Unidos y China. Por otra parte, conforme al escenario de riesgo del informe, la actividad económica podría caer a final de este año, por lo que su efecto en la previsión de 2019 es escaso.

### **Mercados aseguradores**

La actual situación económica viene a confirmar la desaceleración de la demanda global, lejos ya del crecimiento robusto y sincronizado de 2017. Esta ralentización del crecimiento económico terminará trasladándose a la dinámica de las primas de seguros mundiales. Las medidas de política monetaria más acomodaticia a las se empiezan a dirigir de forma prácticamente generalizada las autoridades monetarias podrán suavizar el impacto sobre la economía y el negocio asegurador, aunque afectarán de forma negativa a los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, conforme se vayan materializando. Mientras tanto, las expectativas de bajadas en los tipos de interés puede ser un estímulo para este negocio, en el corto plazo.

En la Eurozona, el crecimiento en sus principales economías continúa siendo débil, con la excepción de la economía española, lo que terminará trasladándose al crecimiento del negocio asegurador, especialmente por lo que se refiere a las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo. Por otro lado, la baja inflación y la debilidad del crecimiento económico han llevado al Banco Central Europeo a la adopción de nuevas medidas de política monetaria no convencionales acomodaticias. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo se aprecia una nueva caída de tipos a lo largo de la curva, situándose en niveles notablemente inferiores a los niveles mínimos de 2018, con valores negativos que afectan ya a todos los plazos de la curva inferiores a diez años. Este entorno sostenido de bajos tipos de interés

continuará perjudicando el desarrollo de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias.

España continúa siendo la más dinámica de las grandes economías de la Eurozona. A pesar de la ligera desaceleración prevista, las expectativas continúan siendo positivas para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador, si bien con una tendencia a desacelerarse. En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, persiste el panorama de bajos tipos de interés que viene lastrando este negocio y que se va a prolongar conforme a los últimos mensajes de política monetaria del Banco Central Europeo.

Por último, las principales economías emergentes se enfrentan también a una posible ralentización en el crecimiento de su negocio asegurador. En Argentina y Turquía, en donde la economía continúa en estado recesivo, o en Brasil y México, donde se prevén débiles niveles de crecimiento económico.

# 1. Panorama económico

## 1.1 El panorama económico global

### 1.1.1 Adentrándonos en el ciclo

El segundo trimestre del año corroboró la intuición que se planteó en nuestro informe *Panorama económico y sectorial 2019: perspectivas hacia el segundo trimestre*, publicado en abril pasado. En este sentido, la actividad global se adentra en una senda de desaceleración que ya es patente en casi todas las economías desarrolladas. Pese al repunte observado en el primer trimestre, resultado de un efecto de anticipación de compras e inversión de dimensiones globales, la gran mayoría de los indicadores agregados de actividad, producción y expectativas se encuentra en fase de declive.

Observando el dato global e histórico del índice de gestores de compras (véase la Gráfica 1.1.1-a) se confirma que el cenit cíclico se registró a finales de 2018, inaugurando con ello el nuevo ciclo económico mundial. Este cambio de ciclo se produjo, sin embargo, antes en la economía de los Estados Unidos que en la Eurozona, aunque el ajuste tardío de la zona euro está siendo considerablemente más severo (véase la Gráfica 1.1.1-b).

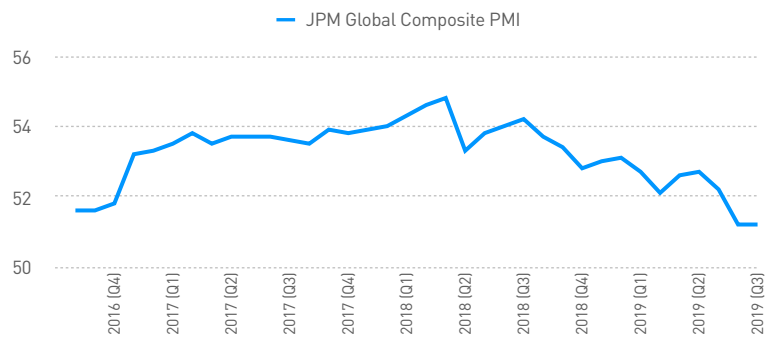
Por lo anterior, es previsible (como se ha anticipado en nuestros informes previos) que el crecimiento para los próximos años no supere el potencial global actual que ciframos en el entorno del 3,3%, y que constituye nuestra proyección promedio para el PIB global en 2019-2020 (véase la Tabla A-1 en

el Apéndice de este informe). Cabe destacar que a este crecimiento contribuirán tanto los mercados emergentes como los desarrollados por igual. Así, la mejora en las perspectivas de algunos de los países desarrollados que se recoge en los cuadros de información macroeconómica que se presentan en el apartado 1.2 de este informe, se debe únicamente a la incorporación del mejor dato del primer trimestre del año, producto del efecto anticipación de compras e inversión antes comentado. Esto puede confirmarse al observar que los índices de los gestores de compras (PMIs globales), se deterioran siguiendo la senda de la pronunciada caída de los PMIs globales de manufacturas, mientras que, por el momento, los índices de servicios se mantienen (véase la Gráfica 1.1.1-c).

Por otra parte, creemos que la atonía global que se anticipa tenderá a modularse en relación a la situación comercial, siendo el comercio global y la producción industrial (los pedidos industriales) los que se verán mayormente afectados, con implicaciones a corto plazo sobre las expectativas y la inversión. En este sentido, es claro que, como se aprecia en la Gráfica 1.1.1-d, la fuerte desaceleración del comercio global ha sido seguida por una equivalente en la producción industrial, ambas desde 5% y 3,5% a/a en enero 2018, respectivamente, hasta prácticamente 0% en promedio para ambos registrado entre el primero y segundo trimestres de 2019.

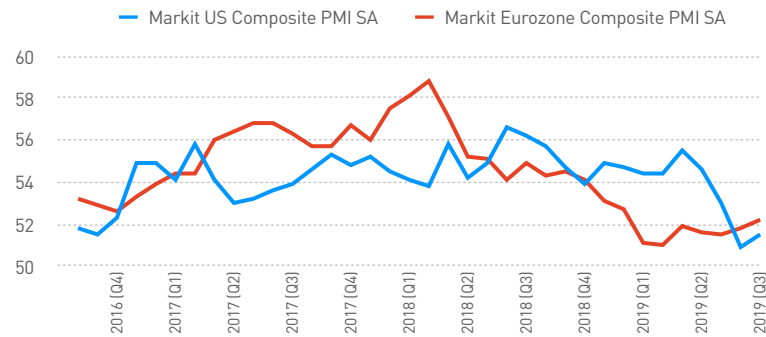
De esta forma, la tensión comercial y tarifaria que ha encabezado Estados Unidos contra China ha alcanzado cotas que hace tres meses no se

**Gráfica 1.1.1-a**  
Global: JPM Global Composite PMI, 2016-2019



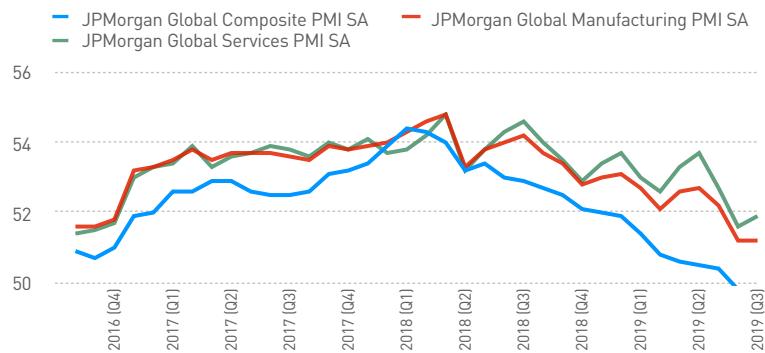
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de JPM)

**Gráfica 1.1.1-b**  
Estados Unidos y Eurozona: PMI Composite, 2016-2019



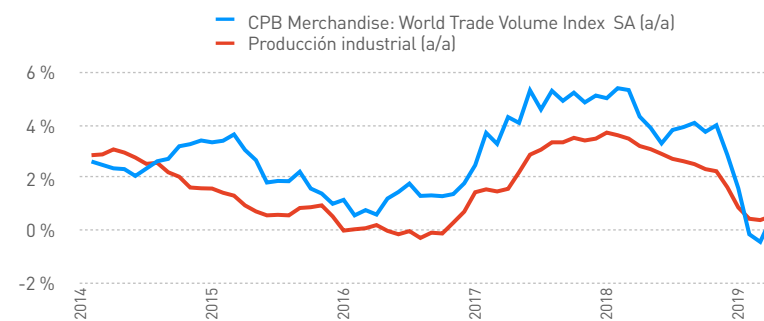
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Markit)

**Gráfica 1.1.1-c**  
Global: PMI Composite (componentes), 2016-2019

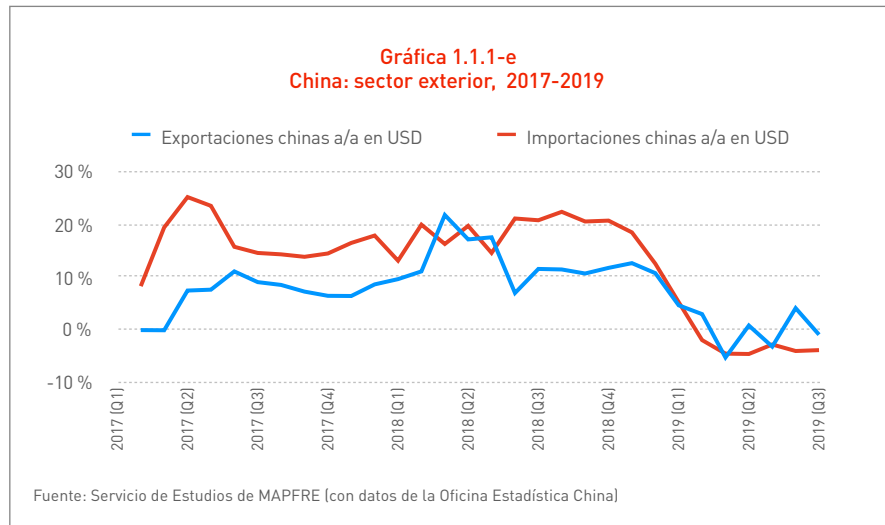


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de JP Morgan)

**Gráfica 1.1.1-d**  
Global: producción industrial y comercio exterior, 2014-2019

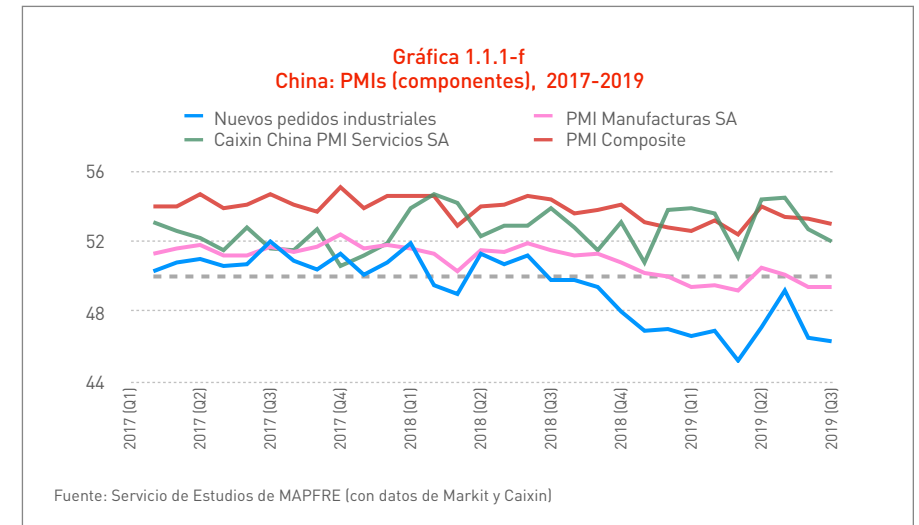


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de World Trade Monitor CPB)



esperaban como resultado de la polémica del 5G. En este sentido, la economía de China ha sido la principal afectada por el endurecimiento de la retórica de la administración estadounidense (véanse las Gráfica 1.1.1-e y 1.1.1-f).

El valor de los productos sujetos al incremento de aranceles promulgados entre junio y julio que forman parte de las exportaciones chinas a los Estados Unidos, supera los 200 millardos de USD (que se suman a los 50 millardos de USD anteriores), en tanto que el valor de las exportaciones estadounidenses a China afectados por aranceles equivalentes constituye apenas la cuarta parte. No obstante, creemos que China no cederá ante las exigencias de los Estados Unidos, pese a un remanente de sanciones aún por activar de aproximadamente 300 millardos de USD adicionales.



### 1.1.2 Nuevo entorno de condiciones financieras

El deterioro de los niveles de actividad económica y de la inflación en el mundo desarrollado, ha tenido repercusiones sobre el sesgo de la política monetaria tanto de los Estados Unidos como de la Eurozona (véase el Recuadro 1.1.2-a). En este sentido, la postura monetaria pasó de descontar una normalización paulatina de las medidas extraordinarias del QE (en Estados Unidos y la Eurozona) y aumentos de tipos hacia su tipo de interés natural a finales de 2019 (en Estados Unidos), a una nueva postura monetaria visiblemente más laxa. Así, se ha pasado de esperar incrementos en el tipo refi de Estados Unidos hasta el 3% en 2019, a considerar una bajada de tipos de interés de 25 puntos básicos en lo que resta del año y otra más durante el siguiente.

Como consecuencia de lo anterior, las condiciones financieras globales se volvieron de nuevo muy favorables, con impacto en los mercados globales a través de los flujos de cartera, de la búsqueda de activos seguros y de la



**Recuadro 1.1.2-a**  
**Actualización de política monetaria**

**Banco Central Europeo**

En su reunión del 6 de junio, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios su postura de política monetaria. En primer lugar, dejó sin variación los tipos de interés oficiales (0% préstamo y -0,4% depósito), aplazando 6 meses (hasta el primer semestre de 2020) la expectativa de que se mantengan en los niveles actuales. En segundo lugar, comunicó su intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos a medida que estos vayan venciendo durante un período prolongado, tras la fecha en la que comiencen a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria. En tercer lugar, en lo que se refiere al retorno de las operaciones trimestrales de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO III), anunció que el tipo de interés para cada operación se fijará en un nivel 10 puntos básicos por encima del tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación del Eurosistema durante toda la vida de la operación y permitiendo aplicar un tipo inferior (tan bajo como el tipo de interés medio aplicable a la facilidad de depósito durante toda la vida de la operación +10 pb, -0,3%) a las entidades cuya variación neta de sus préstamos computables supere un valor de referencia o *benchmark*.

En el marco sucesorio (Mario Draghi finaliza su mandato en octubre de 2019), parece haberse despejado la incertidumbre acerca de quién presidirá el BCE. Finalmente, y tras 8 años como directora gerente del Fondo Monetario Internacional, Christine Lagarde ha sido nominada para sustituir a Draghi en esa posición.

En lo que se refiere a las previsiones macroeconómicas, sufrieron una ligera revisión al alza para 2019, pero continuaron deteriorándose a mayor

plazo (véase la Tabla A). En este sentido, la incertidumbre en torno al Brexit, la escalada proteccionista global y la intensificación de riesgos de naturaleza geopolítica siguen pesando en unas perspectivas económicas globales ya en fase de desaceleración.

**Perspectivas**

A pesar de la bienvenida a unos datos del primer trimestre mejores de lo esperado, la ralentización económica de la Eurozona y el deterioro del contexto exterior pesan cada vez más en el consejo del BCE, donde comienza a plantearse la posibilidad de reactivar medidas de estímulo. En este sentido, el presidente (M. Draghi) quiso señalar el todavía espacio de las medidas no convencionales, evitando el envite sobre la dimensión y

Tabla A.  
BCE: previsiones macroeconómicas, marzo vs junio 2019

	Junio 2019			
	2018	2019	2020	2021
<b>PIB</b>	1,8	1,2	1,4	1,4
<b>HICP</b>	1,8	1,3	1,4	1,6
	Marzo 2019			
	2018	2019	2020	2021
<b>PIB</b>	1,9	1,1	1,6	1,5
<b>HICP</b>	1,7	1,2	1,5	1,6

Fuente: BCE

**Recuadro 1.1.2-a (continuación)**  
**Actualización de política monetaria**

calado de las mismas, pero manteniéndolas como potencialmente utilizables en caso de contingencia.

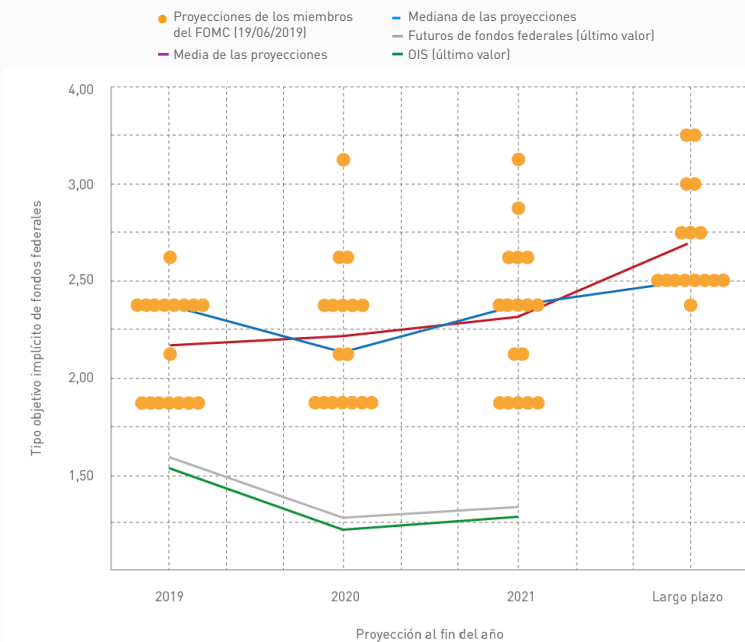
En el corto plazo, una nueva ronda de financiación (TLTRO III) podría servir para aliviar a los sectores tradicionalmente cíclicos que más adolecen el creciente proteccionismo y la desaceleración global. Al mismo tiempo, esta medida de estímulo monetario adicional, aunque modesta, acompañada de una mayor laxitud fiscal, podría suavizar el ritmo de desaceleración, mitigar la vulnerabilidad a algunos de los riesgos externos y generar unas tasas de crecimiento de carácter más transitorio hacia el largo plazo.

A mayor plazo, y dado el amplio espectro de riesgo en la Eurozona (desde Alemania a Italia se han resentido las fricciones comerciales y geopolíticas), la implementación de reformas estructurales (finalización de la unión bancaria o el establecimiento de un presupuesto común) se advierte como una necesidad de carácter urgente que permita avanzar hacia la formación de un bloque que dé respuestas macroeconómicas de mayor contundencia.

**Reserva Federal**

La Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo los tipos de interés en el rango del 2,25-2,50%, así como el programa previsto de reducción de balance. El Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC) salvaguardó así la independencia del organismo (pilar fundamental de la política monetaria) frente a las crecientes presiones políticas de la Casa Blanca y desmarcó su postura de las expectativas de recorte de los mercados, aunque abriendo la puerta a la posibilidad de hacerse efectivas (véase la Gráfica A).

**Gráfica A.**  
**Dot Plot de la Reserva Federal de los Estados Unidos (junio 2019)**



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

**Recuadro 1.1.2-a (continuación)  
Actualización de política monetaria**

En el plano macroeconómico, continúa proyectando previsiones de crecimiento estables, aunque incorpora ligeros cambios a la baja en las perspectivas de inflación (véase la Tabla B). Sin embargo, y tal como ocurriera a principios de junio en la reunión del BCE, la prudencia en el discurso y la posibilidad de reintroducir estímulos monetarios imperan ante un entorno en el que la incertidumbre económica y las tensiones geopolíticas van en aumento.

**Perspectivas**

La moderación de los datos económicos más recientes (sólidos en la última reunión de marzo), se suman a la actual acumulación de deterioros e incertidumbres globales que amenazan la sostenibilidad del ciclo actual. En respuesta, el organismo estadounidense deja atrás su postura paciente, a la espera de más datos que justifiquen la necesidad de actuar en caso de que la situación no revierta.

A corto plazo, y como muestran las últimas actas publicadas, aflora la posibilidad de aplicar un recorte en los tipos de interés. Sin embargo, y aunque la decisión permanecerá ligada a la evolución de los próximos datos, se trataría de un movimiento de carácter más preventivo que garantice prolongar el doble objetivo de estabilidad en crecimiento y precios.

A mayor plazo, y de no disiparse los riesgos e incertidumbres o de recibir unas señales de debilitamiento económico que tornen a recesivas, el margen acumulado por la Reserva Federal serviría para aplicar recortes más pronunciados acompañados de un giro en la posición de su balance (actualmente en fase de reducción), recuperando las compras de activos en forma de nuevos QE's.

**Tabla B.**  
Reserva Federal: previsiones macroeconómicas, marzo vs junio 2019

	Junio 2019		
	2019	2020	2021
<b>PIB</b>	2,1	2,0	1,8
<b>PCE</b>	1,5	1,9	2,0
	Marzo 2019		
	2019	2020	2021
<b>PIB</b>	2,1	1,9	1,8
<b>PCE</b>	1,8	2,0	2,0

Fuente: Reserva Federal

**Síntesis Global**

La suavización de la política monetaria de las principales economías desarrolladas hacia entornos de mayor flexibilidad que acomoden el crecimiento económico hacia tasas más débiles, podría alimentar tanto la acumulación de desequilibrios como la dilatación de reformas estructurales. En este sentido, y aunque se esperan menores apreciaciones de las divisas fuertes generando cierto alivio en las monedas emergentes, una mayor aversión al riesgo que responda al aumento de incertidumbres y el ya elevado posicionamiento acumulado en estos países, no debería desembocar en fuertes entradas de flujos en las economías emergentes.

ampliación en la capacidad de financiación de la cuenta corriente de muchas economías con déficits moderados. Las curvas de tipos de interés de los países desarrollados volvieron a perder pendiente (reduciendo su prima temporal) y la presión del dólar estadounidense, en general, se tamizó, permitiendo cierta recuperación de algunas monedas emergentes (véase el Recuadro 1.1.2-b).

En los mercados emergentes, no solamente se moderó la presión sobre las monedas, sino que, además, se ganó espacio para ajustar de manera consistente las previsiones de tipos de interés oficiales, permitiendo, en términos generales, una perspectiva más laxa sin que ello afecte a sus monedas. Llama la atención, por otro lado, el hecho de que, pese al sesgo más laxo de la política monetaria estadounidense, los flujos a los mercados emergentes no hayan sido mayores. El consenso atribuye esta paradoja a un efecto stock, es decir, que todo lo comprable de renta fija y variable emergente ya se encuentra en las carteras de los exportadores de ahorro global.

### 1.1.3 Balance de riesgos

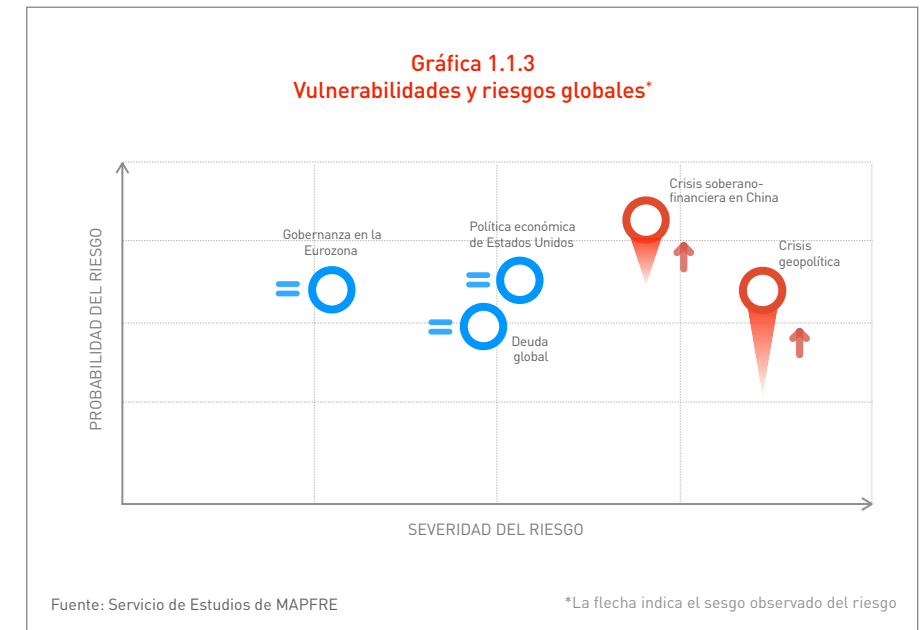
Como en ediciones anteriores de este informe, revisamos nuestro cuadro de mando de posibles riesgos globales, ponderando su probabilidad y severidad. Como se ilustran en la Gráfica 1.1.3, destacamos cinco riesgos globales.

En primer término, está la gobernanza de la Eurozona (que mantiene su probabilidad y severidad esperadas). Las elecciones europeas arrojaron unos resultados en línea con la tendencia política de los últimos años, conforme a los cuales, de manera agregada, se cumplió la esperada mayor presencia de partidos de corte populista, aunque mantienen bajas posibilidades de cohesión. Sin embargo, a nivel nacional se incrementan los riesgos de gobernanza por los resultados de países como Italia (demostración de fuerza de La Liga que se traduce en un mayor poder de negociación), Grecia (convocatoria de elecciones anticipadas por Tsipras), y

Reino Unido (que arroja mayores presiones al frágil equilibrio actual entorno al Brexit).

En segundo lugar, destacamos el riesgo derivado de la política económica en Estados Unidos, (que también mantiene su probabilidad y severidad esperadas). La moderación de los datos económicos más recientes, valorados como sólidos en la última reunión de la Reserva Federal, se suman a la actual acumulación de deterioros e incertidumbres globales que amenazan la sostenibilidad del ciclo económico actual. En respuesta, la Reserva Federal deja atrás su postura paciente a la espera de más datos que justifiquen la necesidad de actuar, ya sea preventiva o reactivamente.

En tercer lugar, está el ajuste macro financiero en China (que aumenta en probabilidad). A pesar de que las medidas contra-cíclicas establecidas por el



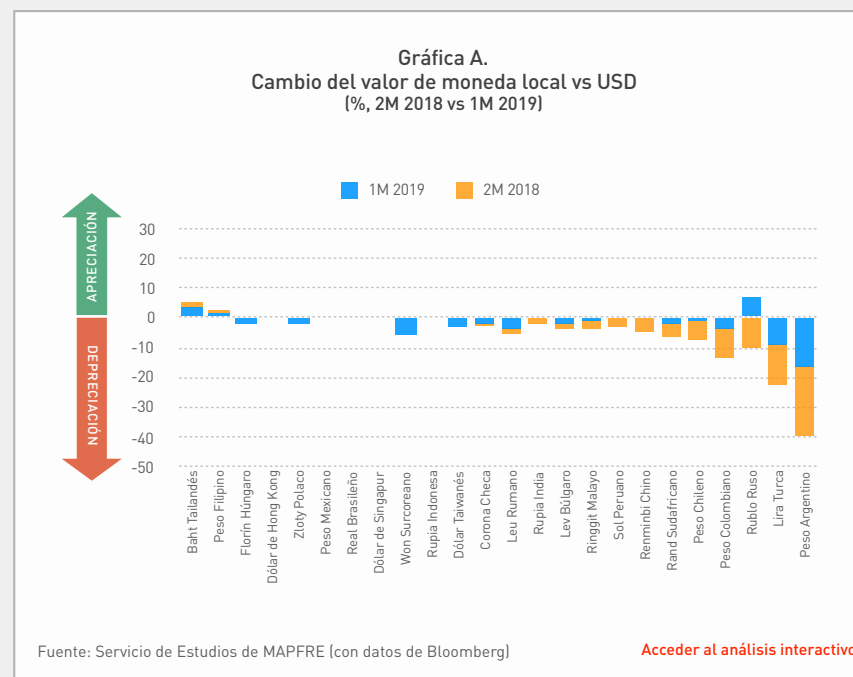
**Recuadro 1.1.2-b**  
**Actualización de volatilidad cambiaria emergente y balanza de pagos**

**Actualización**

A lo largo del último año (entre el segundo semestre de 2018 y el primero de 2019), se ha presenciado una dinámica cambiaria de las monedas emergentes frente al dólar de los Estados Unidos (USD) con algunos hechos estilizados que distinguen la actual fase de la anterior. El principal hito tiene que ver con el cambio de dinámica a partir de inicios de 2019, el cual ha conducido a una notable moderación en la depreciación de las monedas emergentes, en especial muchas de las que más sufrieron durante el año pasado.

Es importante señalar que el cambio de dinámica marcado por la transición del 2018 al 2019, acontece en el medio de tres hechos relevantes:

- La mejor dinámica en la actividad económica de los mercados emergentes exportadores de materias primas, notoriamente gracias a nuevos estímulos de la demanda proveniente de China, y coincidiendo con un peor desempeño relativo de los mercados desarrollados (ampliándose el diferencial de crecimiento).
- Un contexto de muy baja aversión al riesgo global, medido por un históricamente bajo índice VIX que, paradójicamente, coexiste con la creencia de un repunte inminente y repentino, como muestra el elevado número de posiciones cortas sobre este.
- Una renovación del sesgo ultra acomodaticio de la política monetaria de los bancos centrales de los países desarrollados (en especial del Banco Central Europeo y, cada vez más, de la Reserva Federal), en respuesta a la pérdida de dinamismo en actividad e inflación.



Este entorno ha producido cierta neutralidad en la dinámica de la mayoría de las monedas emergentes y, en todo caso, una depreciación muy selectiva que se circunscribe a aquellas monedas con fuertes shocks idiosincráticos, o que atraviesan la necesaria corrección derivada de fuertes desequilibrios corrientes.



**Recuadro 1.1.2-b (continuación)**  
**Actualización de volatilidad cambiaria emergente y balanza de pagos**

**Caracterización de la situación de los mercados emergentes**

Examinando la relación entre la balanza de pagos y la dinámica cambiaria, pueden distinguirse, para fines analíticos, cuatro grupos: (i) la media de los mercados emergentes; (ii) los mercados emergentes cuya cuenta corriente es superavitaria; (iii) los mercados emergentes que tienen un déficit moderado y sostenible, y (iv) los mercados emergentes que se encuentran en una situación de déficit insostenible con alta probabilidad de terminar atravesando una crisis de balanza de pagos.

Analizando estos grupos, se confirma que los países con superávit corriente han fortalecido aún más su posición externa gracias al ciclo de

materias primas y su moneda se ha mantenido robusta consistentemente. Por su parte, los países que tenían un déficit en cuenta corriente tolerable lo han deteriorado ligeramente, pero no tienen problemas en su financiación; la cuenta financiera, posición externa neta y liquidez permanecen con holgura, y sus monedas con dinámicas suaves. Por último, los países con fuertes desequilibrios en la cuenta corriente, y en su financiación y posición deudora externa y de liquidez, han deteriorado aún más su situación y esto se ha visto de manera palpable en la depreciación acusada y constante, aún hoy, de sus monedas.

gobierno chino y el todavía amplio margen de las mismas (recientemente se ha aprobado un estímulo adicional de reducción de la tasa de reservas la banca en 50 puntos básicos) parecen haber suavizado la velocidad de desaceleración de la economía y mitigado el deterioro de los índices manufactureros, una mayor debilidad del renminbi (cerca del umbral de riesgo conocido como “*crack seven*”) como mecanismo de absorción del impacto arancelario ante las crecientes tensiones con Estados Unidos, sumada a los elevados niveles de deuda acumulados, podría desencadenar un nuevo evento de estrés.

En cuarto lugar, señalamos el riesgo que tiene que ver con los niveles de apalancamiento globales (que mantiene su probabilidad y severidad esperadas). A pesar de que los niveles de deuda global siguen situándose en niveles históricamente elevados, la señal en las últimas semanas de una mayor relajación monetaria por parte de los principales bancos centrales,

permite reducir las probabilidades de materialización de este riesgo al dotar a la dinámica de la deuda de mayores soportes. No obstante, en contrapartida, aumentan las preocupaciones derivadas de los impulsos fiscales y su efectividad como respuesta de la desaceleración global, las presiones procedentes del desafío demográfico y la composición y perfil de riesgo de la deuda. El prolongado entorno de bajos tipos de interés, que reduce las expectativas de rentabilidad esperada de los inversores, acompañada de nuevos participantes en los mercados de capitales (“*shadow banking*”), ha motivado la mayor asunción de riesgos por parte de los principales actores del sistema financiero, que han encontrado en productos apalancados retornos atractivos en un momento cíclico favorable. Sin embargo, ante un escenario de profundización del deterioro de la actividad económica que pudiera provocar un repunte de las tasas de incumplimiento, aumentaría el potencial impacto que podría generar este

tipo de productos en términos de liquidez, pudiendo, eventualmente, socavar la estabilidad del sistema financiero.

Finalmente, ubicamos el riesgo asociado a la geopolítica (que aumenta en probabilidad). La elevación del tono de la administración Trump y su postura en torno al posicionamiento de Estados Unidos, han provocado un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en diferentes regiones. En América Latina, con las recientes imposiciones a México y al “triángulo norte” centroamericano en materia migratoria, y las insistentes presiones económicas y diplomáticas hacia Venezuela. Y al otro lado del Atlántico, con la presión comercial hacia diferentes economías de la zona euro y, más enérgicamente, hacia China con una nueva escalada arancelaria que se expande a otras regiones de Asia disipando el optimismo de inicios de año (la disputa global por el liderazgo del 5G, que se encuentra aún en sus primeras fases de conflicto, deberá cristalizar en los próximos meses a medida que se polaricen los bloques). Otra fuente de inestabilidad geopolítica se ubica en torno al precio del petróleo, impulsada por las sanciones a Venezuela e Irán, la falta de entendimiento entre los miembros de la OPEC, cuya falta de acuerdo se expande hasta la incapacidad de acordar la fecha de la próxima reunión y, por último, las alarmas en torno al Golfo Pérsico, cuya escalada de tensión aumenta por momentos.

## 1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

### 1.2.1 Estados Unidos

#### Desaceleración en marcha

La actividad económica en los Estados Unidos dio una señal robusta durante el primer trimestre del año, registrando un 3,2% de crecimiento interanual del PIB, fundamentalmente ligado a la demanda doméstica. El consumo privado, por su parte, creció al 2,8%, a la par que la inversión lo hizo en el

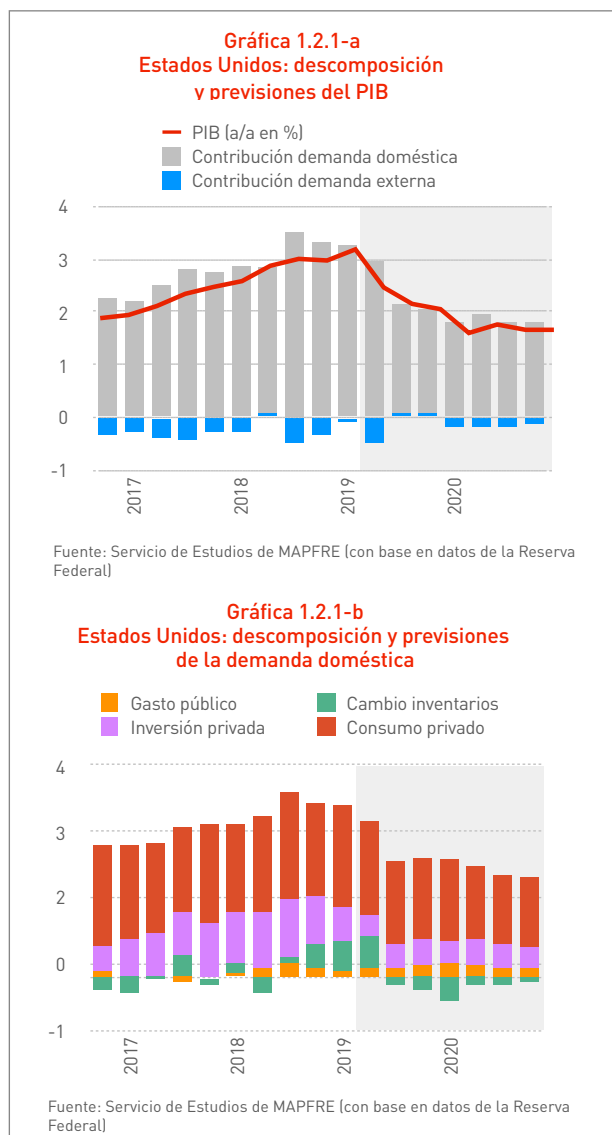
entorno del 2,9% (a/a) compensando así el peor desempeño del sector exterior (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b). El dato, sin embargo, debe tomarse con cautela, ya que gran parte del impulso de demanda tuvo mucho que ver con la anticipación de consumo y abastecimiento de inventarios de cara a una

(ahora más probable) dislocación comercial frente al resto del mundo, al tiempo que el impulso fiscal (especialmente el derivado de las exenciones fiscales) hacía su última aportación a los niveles de actividad.

Para lo que resta de 2019, la actividad económica se mantendrá cercana (pero por debajo) del potencial (2,5% contra el 2,9% de 2018), fundamentalmente apoyada en la demanda doméstica gracias a las ganancias salariales (+3,4% en mayo) y a las mejores condiciones financieras. Este mejor desempeño inicial ha motivado solo en parte la mejora de nuestra perspectiva hacia adelante (revisión de +0,2 puntos porcentuales hasta 2,5% a/a en 2019), ya que el factor fundamental ha sido un previsible mayor apoyo por el lado monetario ante el oscurecimiento del panorama económico más allá del 2019.

Para lo que resta de 2019, los indicadores confirman la visión del Servicio de Estudios de MAPFRE<sup>1</sup> de que la actividad económica en los Estados Unidos se adentra en una desaceleración, por el momento, manejable. Las partidas del PIB más sensibles a las expectativas pierden dinamismo: el consumo ha aumentado un 1,3% (t/t), mientras que la inversión total lo ha hecho en un 1% (t/t), en gran parte como resultado de la contracción de la inversión de bienes de equipo (-1% t/t). Otra señal de cambio de ciclo tiene que ver con la creación de empleo, la cual, en mayo, fue solamente de 75 mil empleos nuevos frente a los 200 mil necesarios (y esperados) para crecer con una

- Mejora que no elude una previsible desaceleración motivada por la crisis comercial y por el propio ciclo económico.
- El riesgo de recesión existe, pero parece estar controlado.
- Previsible suavización de la política monetaria.



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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,4	2,9	1,6	2,2	2,9	2,5	1,7
Contribución de la demanda doméstica	2,2	3,7	1,8	2,6	3,1	2,6	1,8
Contribución de la demanda externa	0,2	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2
Contribución del consumo privado	2,0	2,5	1,9	1,8	1,8	1,7	1,4
Contribución de la inversión privada	0,6	0,7	0,3	0,8	1,0	0,5	0,4
Contribución del gasto público	-0,1	0,2	0,2	-0,0	0,2	0,2	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,6	3,6	1,7	2,5	3,0	2,5	1,8
Consumo total (% a/a, media)	2,3	3,4	2,5	2,1	2,4	2,3	1,9
Inversión privada (% a/a, media)	4,9	3,3	1,7	4,0	4,8	2,4	2,1
Exportaciones (a/a en %)	4,3	0,6	-0,1	3,0	4,0	0,9	1,8
Importaciones (a/a en %)	5,1	5,5	1,9	4,6	4,6	1,0	2,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,7	5,0	4,8	4,1	3,8	3,5	3,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,2	0,4	1,8	2,1	2,2	2,0	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-5,2	-4,8	-5,3	-4,1	-6,5	-6,6	-6,7
Balance comercial (% PIB)	-4,4	-4,4	-4,2	-4,3	-4,4	-4,3	-4,3
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,50	0,75	1,50	2,50	2,25	2,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,26	0,61	1,00	1,69	2,81	2,42	2,42
Tipo de largo plazo (final período)	2,17	2,27	2,45	2,40	2,69	2,00	2,13
Tipo de cambio vs USD (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,15	1,18
Crédito privado (% a/a, media)	7,4	2,5	3,2	6,6	3,9	0,0	3,8
Crédito familias (% a/a, media)	1,7	1,8	2,2	3,5	3,5	3,7	5,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,2	5,7	5,3	6,4	9,4	5,6	3,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,7	2,1	4,3	2,9	2,2	1,5	1,1
Tasa de ahorro (% , media)	7,3	7,6	6,7	6,7	6,7	6,5	6,3

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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

brecha de producto (*output gap*) positiva. Además, con carácter anticipatorio, los pedidos de bienes duraderos registran el peor dato desde el 2016 (-3,3%), justo antes del inicio de los estímulos de la administración actual. Los datos reales han convergido en parte con el deterioro de las expectativas (PMLs) que se venían registrando desde finales de 2018.

Por otro lado, el contexto de paro friccional, con una tasa (3,6%), ha sido consistentemente un excelente predictor de las últimas 10 recesiones y la prima por plazo es ya negativa (el diferencial de la curva soberana 10y-3m es negativo), lo que también actúa como predictor de una posible recesión. Asimismo, el indicador de probabilidad de recesión en los próximos 12 meses calculado por la Reserva Federal de Nueva York se sitúa por encima del 30%.

Aunque lo natural es pensar en la posibilidad de una recesión a corto plazo, hay que interpretar los indicadores en el contexto actual: la NAIRU<sup>2</sup> (que depende de las condiciones estructurales de la economía) no necesariamente tiene que estar por debajo de la tasa de paro actual, y la curva estadounidense, a diferencia de lo ocurrido en el pasado, se encuentra actualmente fuertemente influida por mecanismos que no son de mercado. El indicador de probabilidad de recesión, marcando 30% en los próximos 12 meses, lo único que hará será aumentar de probabilidad a medida que pase el tiempo, por lo que no es la probabilidad lo que importa sino la velocidad a la que esta se incrementa, y esto, por el momento, es todavía moderado.

Por lo anterior, ratificamos la convicción de que el riesgo de una recesión de la economía estadounidense es bajo en el horizonte 2019-2020. De hecho, los indicadores de confianza de los consumidores permanecen elevados, la riqueza no financiera se mantiene robusta (gracias al *home-equity*), el crecimiento salarial dinámico y los riesgos financieros (conocidos de alcance sistémico se hallan, por el momento, bajo control. Esta convicción se mantiene incluso en el escenario de riesgo preparado para efectos de este informe, que se plantea como consecuencia de una desaceleración

más acusada (debido al canal comercial y de expectativas), pero no por una recesión.

Por otra parte, la inflación se ha suavizado en mayo hasta 1,8%, con la subyacente en 2,0%, en un contexto en el que las expectativas permanecen ancladas, incluso ante el eventual repunte debido a las trabas comerciales. Este dato da espacio a la Reserva Federal para actuar en apoyo al crecimiento si fuese necesario, como de hecho se plantea en el escenario central de este informe. En este sentido, la Reserva Federal, en su reunión del 19 de junio, mantuvo tipos en el rango 2,25-2,50%, ajena a las presiones de la administración actual y revalidando su independencia, algo que fue bienvenido por los mercados. Pero pese a esto, el cambio de sesgo hacia una postura monetaria (*stance*) más acomodaticia es evidente (ningún consejero votó por continuar convergiendo hacia la senda de su tipo natural), hasta tal punto que se ha trasladado a las expectativas del mercado que descuenta dos recortes de 25 puntos básicos antes de que acabe el año y, con relativa probabilidad, al menos una más en 2020. En nuestra opinión, la Reserva Federal acomodará la desaceleración de los niveles de actividad, pero especialmente en la transición hacia el 2020. Por ese motivo, solo esperamos el primer recorte de tipos de interés en el cuarto trimestre del año, y al menos otro más en el primer trimestre de 2020.

La menor expectativa de crecimiento económico en el horizonte, tras la renovación del sesgo monetario acomodaticio (véase el Recuadro 1.2.1), ha provocado una compresión de los tipos de interés de largo plazo. El tipo de interés a 10 años se encontraba a final de junio en 2,0% (contra el 3,2% de noviembre de 2018); situación que habría apoyado cierta depreciación del dólar estadounidense (USD) de no haber abundado también el Banco Central Europeo (BCE) en la necesidad de reactivar los estímulos monetarios. No es previsible, sin embargo, que la Reserva Federal permita mayor apreciación del USD en el contexto actual y creemos que, aunque con retraso frente al BCE, los estímulos llegarán, por lo que seguimos previendo que el EUR/USD se situará en el entorno del 1,15 a finales de 2019.

Como antes se indicó, aunque no se avista una recesión en la economía de los Estados Unidos, el balance de riesgos para esa economía es claramente a la baja. El más evidente es el nacido del tensionamiento comercial a corto plazo con China e, indirectamente, con terceros países, así como una ramificación de estas tensiones a ciertos sectores europeos. En el mismo sentido operaría una no aprobación del recientemente acordado tratado comercial entre Estados Unidos, México y Canadá (USMCA), lo que se estima que podría restar entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales de crecimiento al PIB acumulado hasta finales de 2020. Otros riesgos menos evidentes son el elevado apalancamiento de determinados sectores financiados con deuda de baja garantía, y la situación financiera de determinados sectores hasta ahora enmascarada por los efectos de segundo orden del QE durante la última década. Por último, resulta llamativo comprobar que la totalidad del crecimiento del S&P 500 y del NASDAQ se ha debido a la recompra de la renta variable (equity) por parte de las empresas, incentivo nacido del exceso de liquidez. A más largo plazo, subsisten los problemas derivados de la actual situación fiscal (deuda, elevado déficit, etc.), especialmente por los efectos del coste de servicio de la deuda en un entorno de menor crecimiento económico global.

## 1.2.2 Eurozona

### Desaceleración de carácter sectorial con el BCE, de nuevo, al rescate.

En la Eurozona, el crecimiento de 1,2% a/a (0,4% t/t) en el primer trimestre de 2019 fue una buena noticia después de dos trimestres creciendo en torno al 0,2% t/t. Esto se consiguió gracias a una demanda interna robusta, tanto por el consumo privado como por la inversión. Sin embargo, los últimos datos sugieren que el segundo trimestre no será tan fuerte como el trimestre previo. Las ventas de automóviles están decreciendo, el índice ZEW de perspectivas económicas ha caído fuertemente en junio a -20,2 desde los -1,6 de mayo, y la confianza del consumidor está en negativo desde mediados de 2018.

De esta forma, se espera que el crecimiento en el segundo trimestre del año se haya moderado en el entorno del 0,3% t/t, y que se mantenga en estos niveles a lo largo del segundo semestre del año, gracias al apoyo de las medidas de estímulo del Banco Central Europeo (BCE), a las que se suma la buena situación del empleo (7,6% en abril) y el crecimiento de los salarios reales (cerca de 2%) que facilita el mantenimiento de la senda del consumo actual. Por lo anterior, se ha mejorado nuestra previsión de crecimiento en una décima hasta el 1,3% a/a en 2019 y una décima en 2020 hasta el 1,5% (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b), en parte compensando la sobre reacción del trimestre anterior y en parte tras incorporar dos hechos relevantes: la reducción de la incertidumbre sobre la gobernanza europea, y el esperable apoyo monetario por parte del BCE.

- **Repunte del primer trimestre de 2019, temporal y no resiliente.**
- **El BCE de nuevo al rescate ante desaceleración (industrial).**
- **Renovación institucional: Comisión, Consejo, Parlamento Europeo y Banco Central Europeo.**

La situación actual en la Eurozona ha estado marcada durante los últimos meses por el entorno recesivo de algunos importantes socios comerciales que contrajeron sus importaciones (Turquía e Italia, entre otros), y por las consecuencias del “Dieselgate” en un contexto en el que, además, se aprecian los primeros signos de exceso de planta instalada. Estos dos puntos han tenido, por el momento, más efecto sobre la inversión de lo que se pueda imputar como consecuencias de las tensiones comerciales y las derivadas del Brexit, que de momento se remiten a un deterioro visible de los indicadores de confianza. De no resolverse la tensión comercial bilateral entre Estados Unidos y China, Europa podría verse beneficiada por la reorientación de las importaciones chinas en respuesta a los aranceles impuestos por Estados Unidos. No obstante, de resolverse, el próximo a



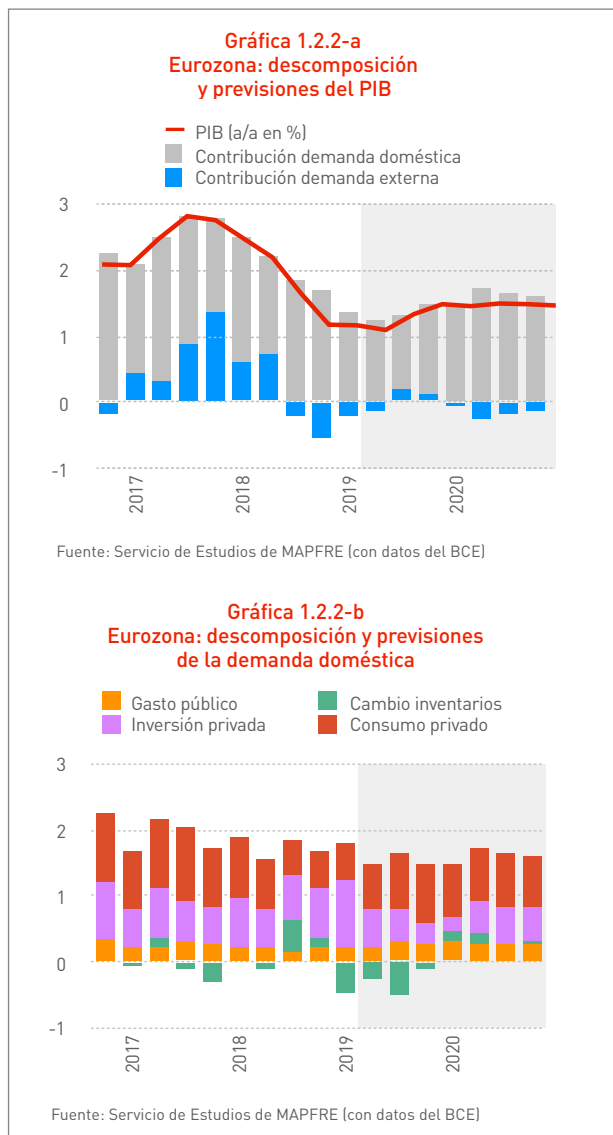
Tabla 1.2.2

## Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	1,4	2,0	1,9	2,5	1,9	1,3	1,5
Contribución de la demanda doméstica	0,8	2,2	2,3	1,8	1,7	1,3	1,6
Contribución de la demanda externa	0,6	-0,2	-0,4	0,7	0,1	-0,0	-0,1
Contribución del consumo privado	0,5	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8
Contribución de la inversión privada	0,1	0,9	0,8	0,6	0,7	0,6	0,5
Contribución del gasto público	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,3	2,3	2,4	1,9	1,8	1,3	1,7
Consumo total (% a/a, media)	0,9	1,6	1,8	1,7	1,2	1,4	1,5
Inversión privada (% a/a, media)	1,7	4,6	4,0	3,0	3,3	2,8	2,1
Exportaciones (a/a en %)	4,7	6,4	3,0	5,4	3,2	2,5	2,7
Importaciones (a/a en %)	4,8	7,5	4,2	4,1	3,2	2,7	3,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,4	10,5	9,7	8,7	7,9	7,6	7,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	0,3	0,7	1,4	1,9	1,2	1,3
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-2,0	-1,5	-1,0	-0,5	-0,9	-0,9
Balance comercial (% PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impulso fiscal (% PIB)	0,1	0,3	0,6	1,0	1,3	1,6	1,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,5	2,7	3,1	3,2	2,9	2,9	2,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,33	-0,26
Tipo de largo plazo (final período)	1,34	1,20	1,04	0,91	1,09	0,61	0,99
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,15	1,18
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-0,2	0,9	1,7	2,7	2,6	3,9	3,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,0	8,6	1,8	1,3	2,0	0,6	1,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,3	16,8	4,0	-0,5	0,2	1,4	2,0
Tasa de ahorro (% , media)	12,6	12,3	12,1	11,8	12,0	12,3	12,1

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BCE)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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



enfrentarse a Estados Unidos ha de ser la Eurozona (cabe recordar las amenazas sobre sector automovilístico).

Por otra parte, la inflación en la Eurozona se ha desacelerado nuevamente hasta el 1,2% en junio y, de manera más grave, la subyacente que se ubica en 0,8% a/a, avivando los miedos a la desinflación y alejando aún más al BCE del objetivo de política monetaria (2%). Así, en su reunión del 6 de junio, el BCE comunicó que los tipos de interés se mantendrán sin cambios hasta la primera mitad del 2020, posponiendo un año la normalización (véase el Recuadro 1.2.1), en línea con lo que habíamos anticipado en nuestro informe previo<sup>3</sup>. Además, el BCE anunció los detalles de una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), en las que el tipo de interés para cada operación se fijará en 10 puntos básicos por encima del tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación del Eurosistema durante toda la vida de las operaciones.

Hacia adelante, el mercado aún considera que hay margen adicional para bajar tipos (de depósito) e incentivar aún más la generación de liquidez. Sin embargo, en su intento por otorgar liquidez, el BCE puede pecar de ser demasiado punitivo sobre el margen de intermediación de la banca, al tiempo que no puede olvidar que la estabilidad del balance del sistema financiero se ve ante el reto que suponen los bajos tipos de interés de la deuda de largo plazo. Las nuevas necesidades de capital anunciadas por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) son una muestra de esto.

Con respecto al tipo de cambio, los mensajes del BCE en apoyo de la estabilidad económica y de precios han sido bien recibidos por los mercados cambiarios, a la vez que un mensaje y expectativas de giro acomodaticio en los Estados Unidos han dado fuerza al Euro, que ha vuelto a situarse en niveles de 1,13 USD/EUR. No obstante, dada la intensidad y velocidad de ajuste de la Reserva Federal y del BCE, creemos en una depreciación hacia el 1,15 USD/EUR a final del año.

Por otra parte, durante la primera mitad de julio tuvo lugar la renovación total de los puestos de alto nivel de las instituciones europeas, lo que incluye a la nueva presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen (quien ha sido ratificada por el Parlamento Europeo), y del BCE, Christine Lagarde, entre otros. Es previsible que el resultado de este proceso tenga consecuencias ambivalentes que, por una parte, limiten algunos riesgos que enfrenta la Unión Europea, pero que, al mismo tiempo, planteen retos importantes para el futuro (véase el Recuadro 1.2.2).

Los principales riesgos para el crecimiento en la Eurozona siguen siendo: (i) la potencial imposición de aranceles a las exportaciones de automóviles de la Unión Europea por parte de los Estados Unidos; (ii) la falta de crecimiento de los mercados destino de las exportaciones europeas, y (iii) una profundización de la recesión manufacturera. Además, de cara a final del año, se presentará el riesgo de un Brexit sin acuerdo (aunque ahora aumentan las posibilidades de un nuevo aplazamiento por la tardanza en retomar las negociaciones), y el riesgo de un procedimiento de déficit excesivo en Italia que le llevaría aparejadas sanciones económicas, junto con el resurgimiento del euroescepticismo en ese país.

### 1.2.3 España

El desempleo vuelve a niveles de 2008, pero hay síntomas de desaceleración. La economía española creció un 2,4% (a/a) en el primer trimestre de 2019, mejor de lo esperado, llevando la tasa de paro a niveles del año 2008. Este repunte de la actividad económica ha resultado fundamentalmente de la expansión del gasto público y, muy especialmente, de la compresión de los costes financieros en general, en particular del soberano. Sin embargo, hay indicios de que en los siguientes trimestres

- El turismo sigue fuerte, sector exterior y construcción se desaceleran.
- Tasa de paro en mínimos de la última década.
- La competitividad enfrenta retos.

### Recuadro 1.2.2 Unión Europea: ajustes en el entorno institucional

#### Elecciones europeas: la nueva normalidad

El resultado de las elecciones europeas y las subsiguientes negociaciones para acordar las posiciones más altas de las instituciones de la Unión Europea (Comisión, Parlamento y Consejo Europeo) pusieron de manifiesto lo que se convertirá en la nueva normalidad de la política europea: una lucha de socialdemócratas, socialistas y liberales para llegar a acuerdos forzados, bajo la sombra de partidos de extrema derecha y de extrema izquierda que no solo ganan poder, sino que también influyen en el contenido y el calendario de la agenda política, tanto a nivel nacional como de la Unión Europea.

#### Un resultado menos malo de lo esperado

La 9ª legislatura del Parlamento Europeo se constituyó oficialmente el 2 de julio y el nuevo parlamento está compuesto por siete grupos políticos. El centrista Partido Popular Europeo (PPE, 182 escaños) y la Alianza de Socialistas y Demócratas (S&D, 154 escaños), perdieron su mayoría colectiva por primera vez, ya que el grupo Renew Europe (sucesor de la Alianza de los Demócratas y Liberales por Europa, ALDE), dirigido por el partido En Marche de Emmanuel Macron, aumentó sus escaños de 69 a 108. Los partidos verdes, populistas y liberales subieron, mientras que los populistas de derecha ganaron las elecciones en Italia, Polonia, Hungría, Francia y el Reino Unido, pero su desempeño fue peor de lo esperado en todo el bloque.

Las divisiones entre los grupos parlamentarios no son sólo políticas, sino también geográficas. El PPE no tiene casi ningún diputado de Francia o Italia, pero cuenta con grandes delegaciones de Alemania y el norte de Europa. El S&D recibe mucho más apoyo de la Península Ibérica e Italia,

con relativamente pocos eurodiputados de Francia y del grupo de Visegrado (República Checa, Hungría, Polonia, Eslovaquia). Los liberales, por otro lado, se han beneficiado enormemente de la actuación de Macron con En Marche.

El 2 de julio, los líderes de la Unión Europea propusieron una lista de candidatos para cubrir las principales funciones del bloque.

#### Quién es quién

La ministra alemana de Defensa, Ursula von der Leyen (PPE), fue nombrada Presidenta de la Comisión Europea, y el ministro de Asuntos Exteriores español en funciones, Josep Borrell (S&D), fue designado como Alto Representante de la Unión para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad. Si el Parlamento Europeo aprueba sus candidaturas el 16 de julio, sus mandatos de cinco años comenzarán en octubre. Los líderes de la Unión Europea también eligieron a la directora gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), la francesa Christine Lagarde, para presidir el Banco Central Europeo (BCE). Además, el Primer Ministro liberal belga en funciones, Charles Michel, fue nombrado nuevo Presidente del Consejo Europeo. Por su parte, el Parlamento Europeo eligió el 3 de julio al socialista italiano David-Maria Sassoli como su nuevo presidente.

#### Un cambio trascendental

Bajo la presión de Francia, los líderes no aplicaron el llamado mecanismo *Spitzenkandidat*, bajo el cual el presidente de la Comisión debería ser el candidato principal del partido más grande del Parlamento Europeo, y que le confería la estabilidad de ser el candidato al que tenían que rendirse

**Recuadro 1.2.2 (continuación)**  
**Unión Europea: ajustes en el entorno institucional**

todos los grupos por consenso pre establecido, que fue lo que otorgó la voz unificada a Jean-Claude Juncker en la pasada legislatura.

Por otro lado, los cuatro candidatos elegidos son de Europa Occidental y tres de los seis países fundadores de la Unión Europea. El paquete favorece a los partidos de la vieja guardia, lo que constituye otra razón para una posible inquietud entre los diputados al Parlamento Europeo, que pudieran sentirse incómodos por el hecho de que el Consejo no haya nombrado a ninguno de los *Spitzenkandidaten*.

**Con beneficios pero también costes**

La elección de Von der Leyen constituyó una decisión que canceló la candidatura del conservador alemán Manfred Weber del PPE. Von der Leyen fue una solución de compromiso entre París y Berlín, que dará a Alemania la presidencia de la Comisión por primera vez en seis décadas. Von der Leyen apoya la federalización de la Unión Europea así como la activación de un ejército europeo, pero a menudo ha sido criticada en su país por su manejo de las fuerzas armadas alemanas y se desconocen sus posiciones sobre muchas cuestiones políticas.

En cuanto al Brexit, uno de los retos más urgentes de la Comisión, Von der Leyen ha defendido la búsqueda de compromisos con el Reino Unido; en estos momentos, está por verse si la capacidad negociadora se mantiene, en especial cuando el Reino Unido está a punto de elegir como Primer Ministro a Boris Johnson, un claro partidario del Brexit sin acuerdo.

Christine Lagarde fue la elección del presidente Macron. La jurista y ex ministra de finanzas no es un banquero central, pero es probable que continúe con las políticas del actual presidente del BCE, Mario Draghi, que

a lo largo de los años han incluido programas de compra de bonos y tipos de interés sin precedentes. En este sentido, Lagarde es una buena noticia para los países del sur de Europa, que se han beneficiado de las políticas de Draghi, y que se han opuesto a la adquisición del BCE por parte de Alemania. Está por verse, sin embargo, su capacidad técnica en una situación de tensión. Por otro lado, no debe olvidarse que el vicepresidente del BCE es el español Luis de Guindos, así como que José Manuel Campa es el presidente de la Autoridad Bancaria Europea (EBA), institución supervisora del sistema bancario europeo.

En este contexto, los dirigentes de la Unión Europea iniciarán ahora los debates sobre las prioridades de la nueva Comisión y la asignación de carteras entre países. Se puede esperar que Italia y los miembros del Grupo de Visegrado ejerzan presión para alcanzar posiciones relevantes, amenazando con dividir el bloque en dos si no se tienen en cuenta sus preocupaciones sobre la dirección federalista de los nuevos nombramientos. El resultado final dependerá de la capacidad del eje París-Berlín para superar sus dificultades y recuperar la confianza de los ciudadanos europeos en una Unión cada vez más estrecha, así como de la capacidad de los gobiernos del sur de Europa para apoyar a los dirigentes franceses y alemanes.

**Valoración general**

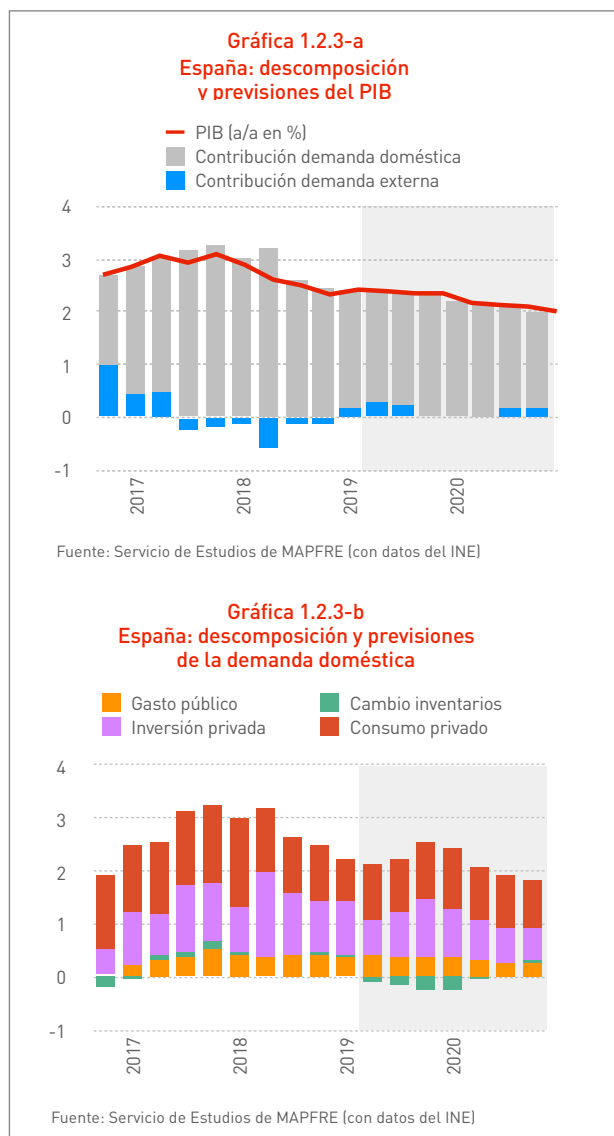
- Parece positivo que se fortalezca del eje de la Unión Europea representado política y nacionalmente por sus fundadores (Francia, Luxemburgo y Alemania) y que se haya neutralizado a los socios más díscolos (Visegrado e Italia). En este sentido, la previsible elección de Ursula von der Leyen como presidenta de la Comisión, de Charles

**Recuadro 1.2.2 (continuación)**  
**Unión Europea: ajustes en el entorno institucional**

Michel como presidente del Consejo Europeo y de Christine Lagarde como presidenta del BCE, aseguran el enfoque europeísta.

- Pese a que la proporción representada por euroescépticos y grupos con visiones radicales se ha incrementado, esta ha sido menor de lo que se esperaba, en tanto que la de los liberales - conservadores europeístas ha sido mayor, en parte compensando la fuerte caída de la representación socialdemócrata (abanderada por España con Jose Borrell en la cartera de exteriores y David Sassoli en el Parlamento Europeo).
- Se está consolidando una tendencia por apostar por comunicadores (Sassoli, Lagarde) para reforzar la sintonía a nivel institucional y de las instituciones a la Unión Europea, en general. El caso de Lagarde, además, refuerza el mecanismo de gestión de expectativas sobre la política monetaria.
- Francia ha salido fortalecida claramente, en tanto que Alemania, con la elección de U. von der Leyen, que le ha generado tensiones dentro del partido y con sus socios políticos del SPD, ha corrido el riesgo de erosionar su influencia en la Comisión Europea.
- Un activo valioso de la política europea, que había dado como resultado la fortaleza política e institucional de la Comisión con Jean-Claude Juncker, ha sido el sistema de "Spitzenkandidat" o candidato más valorado; un sistema de elección abierto y sancionado por todas las agrupaciones, por el cual el elegido era apoyado unánimemente por todos. La elección de U. von der Leyen podría haber pervertido este proceso, pero, conocedora de su importancia para la credibilidad institucional, la presidenta ha decidido introducirlo en las próximas elecciones.
- La elección de U. Von der Leyen había sido relativamente controvertida por haber supuesto la eliminación del holandés Frans Timmermans y del alemán Manfred Webber, pero la elección del primero como vicepresidente de la Comisión Europea parece haber eliminado las tensiones dentro del Parlamento .
- La elección de Christine Lagarde, por su parte, supone también un viraje en la política europea, ya que no se ha elevado a nadie del comité ejecutivo del BCE que era lo esperable, ni tiene tampoco el perfil de banquero central, lo que podría llegar a generar problemas de legitimidad.
- A falta de la renovación del comité ejecutivo del BCE, el temor actual es que la prevista salida de los consejeros existentes deje sin perfiles técnicos de alto nivel que entiendan perfectamente el mercado. *In extremis*, si la salida de Benoît Coeuré no se sustituye por otro gran técnico, el mercado espera que esta responsabilidad recaiga en el actual economista jefe, Phillip Lane. Esto podría ser crucial en un contexto como el actual en el que el espacio de política monetaria se agota y nos adentramos en un nuevo ciclo (de desaceleración).
- El balance entre los puntos favorables y negativos, tendrá su primera prueba en la capacidad de las nuevas instituciones para lidiar con lo que queda del Brexit, las inminentes negociaciones comerciales con la administración Trump, los avances en la integración (fiscal) de la Unión Europea y la política exterior en el clima geopolítico actual.





**Tabla 1.2.3**  
España: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	1,4	3,6	3,2	3,0	2,6	2,4	2,1
Contribución de la demanda doméstica	1,3	3,8	2,3	2,8	2,8	2,2	2,0
Contribución de la demanda externa	0,1	-0,2	0,8	0,1	-0,2	0,2	0,1
Contribución del consumo privado	0,8	1,7	1,6	1,4	1,3	1,0	1,0
Contribución de la inversión privada	0,5	1,4	0,6	1,0	1,1	0,9	0,7
Contribución del gasto público	-0,1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,9	4,0	2,4	3,0	2,9	2,3	2,1
Consumo total (% a/a, media)	1,0	2,8	2,4	2,4	2,3	1,9	1,8
Inversión privada (% a/a, media)	4,7	6,7	2,9	4,8	5,3	4,1	3,3
Exportaciones (a/a en %)	4,3	4,2	5,2	5,2	2,3	1,5	3,3
Importaciones (a/a en %)	6,6	5,4	2,9	5,6	3,5	1,0	3,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	23,7	20,9	18,6	16,6	14,5	13,4	12,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,5	-0,3	1,0	1,4	1,7	1,2	1,1
Balance fiscal (% PIB)	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,5	-2,3	-1,8
Balance comercial (% PIB)	-2,2	-2,0	-1,4	-1,9	-2,6	-2,1	-1,7
Impulso fiscal (% PIB)	-2,5	-2,2	-1,7	-0,5	-0,0	0,1	0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,0	1,1	2,3	1,9	0,9	0,6	0,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,33	-0,26
Tipo de largo plazo (final período)	1,61	1,77	1,35	1,51	1,41	0,47	0,83
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,15	1,18
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-4,9	-3,6	-2,2	-1,5	-0,3	1,1	3,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-4,6	-2,7	-2,5	-0,6	-2,5	2,0	2,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-1,4	-6,4	-25,9	-11,1	-0,3	-0,5	4,8
Tasa de ahorro (% , media)	9,3	8,8	8,0	5,7	5,0	5,2	5,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INE)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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

la actividad se desacelerará. La venta de vehículos ha bajado un 7% en mayo y las ventas minoristas desaceleran al 0,9%. El consumo privado, (+1,5% a/a en el primer trimestre de 2019, +0,3% t/t) se apoya en las ganancias de empleo, pero está perdiendo impulso.

Las exportaciones, por su parte, se están enfriando (-0,5% en el primer trimestre) a raíz las tensiones comerciales y la desaceleración del nivel de actividad que atraviesan varios de sus socios comerciales. Así que la fortaleza del PIB del primer trimestre de 2019 puede ser circunstancial. Por ello, prevemos un crecimiento del 2,4% en 2019 y 2,1% en 2020 (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

Por el lado de los índices de confianza, los PMIs de junio, pese a estar en terreno expansivo, han empeorado visiblemente. A corto plazo, se espera que España siga creciendo más que la Eurozona, aunque ambos se desacelerarán. El crecimiento se apoyará en la demanda doméstica y especialmente en el consumo. A esto contribuirá la creación de empleo, y el crecimiento real de la renta salarial, aunque en un contexto de bajo crecimiento de la productividad, lo que presagia una pérdida de competitividad a medio plazo (que, en última instancia, fue lo que permitió la recuperación de la economía española).

En este contexto, tanto la expansión fiscal, como el recurso al ahorro y a la renta encontrarán sus límites en 2020: el déficit primario actual parece insostenible, la tasa de paro se ubicará en zona friccional (aunque elevada), y la tasa de ahorro será la más baja desde 2008, pero con la salvedad de que la riqueza inmobiliaria será menor (normalmente actúa de buffer).

La inversión, por su parte, crecerá en el escenario base de este informe (en ausencia de disrupciones comerciales graves) apoyada por el crédito que fluye a ciertos segmentos corporativos y al residencial, así como gracias a la demanda exterior de bienes industriales. El sector turístico sigue siendo uno de los puntos fuertes de la economía española con una subida de 5,7%

hasta abril. En contrapartida, la construcción muestra síntomas de desaceleración según la última encuesta del Ministerio de Industria.

Por otra parte, la inflación interanual del mes de mayo ha caído al 0,8% (desde los 1,6% de abril), a lo que han contribuido la bajada de la electricidad y los carburantes.

Pasadas las elecciones (generales, autonómicas, locales y europeas), España enfrenta el reto de la constitución de los diferentes gobiernos autonómicos y general, todos ellos condicionados por una compleja aritmética de pactos que no termina de concretarse. La fluidez de los acontecimientos hace, a fecha actual, tan factible la constitución de un gobierno con apoyos, que la celebración de nuevas elecciones en otoño.

#### 1.2.4 Alemania

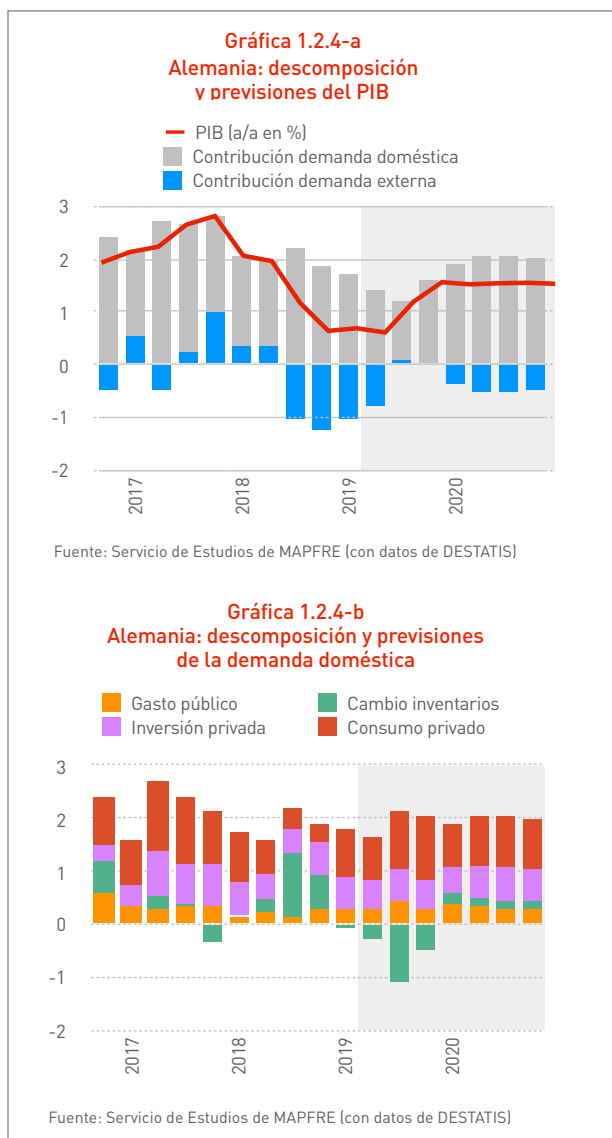
##### Baja de las expectativas de crecimiento económico.

Pese a que la economía de Alemania tuvo un primer trimestre mejor de lo esperado, creciendo 0,4% t/t y 0,7% a/a, se anticipa que la mejora será temporal y debida a factores de ajuste con respecto al trimestre anterior. De esta forma, se espera que 2019 cierre con un crecimiento del

1,0%, para recuperar hacia tasas mejores en 2020 llegando hasta el 1,5% (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

- El enfriamiento de las perspectivas de crecimiento se verifica en la industria y en los nuevos pedidos.
- La demanda doméstica resiste, pero empleo muestra su primer flaqueo en 6 años.

En estos momentos, las tensiones comerciales y productivas, lejos de haberse resuelto, están afectando al sector manufacturero alemán. En abril,



**Tabla 1.2.4**  
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,2	1,5	2,2	2,5	1,5	1,0	1,5
Contribución de la demanda doméstica	1,0	1,3	2,8	2,1	1,8	1,4	2,0
Contribución de la demanda externa	1,2	0,2	-0,6	0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Contribución del consumo privado	0,6	0,9	1,0	1,1	0,6	1,0	0,9
Contribución de la inversión privada	0,4	0,2	0,7	0,7	0,5	0,6	0,6
Contribución del gasto público	0,3	0,5	0,8	0,3	0,2	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,6	1,4	3,0	2,3	2,0	1,5	2,1
Consumo total (% a/a, media)	1,2	1,9	2,4	1,9	1,0	1,8	1,7
Inversión privada (% a/a, media)	3,9	1,0	3,4	3,6	2,7	2,8	2,8
Exportaciones (a/a en %)	4,6	4,8	2,1	5,3	2,2	1,6	2,5
Importaciones (a/a en %)	3,6	5,2	4,0	5,3	3,5	2,9	3,9
Tasa de paro (%; último trimestre)	6,6	6,3	6,0	5,5	5,0	4,8	4,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	0,2	1,5	1,4	1,6	1,2	1,6
Balance fiscal (% PIB)	0,6	0,8	0,9	1,0	1,7	1,4	0,6
Balance comercial (% PIB)	7,5	8,1	7,9	7,8	6,6	6,8	6,4
Impulso fiscal (% PIB)	2,2	2,2	2,0	2,0	2,6	2,3	1,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	7,2	8,6	8,4	8,0	7,4	7,2	6,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,33	-0,26
Tipo de largo plazo (final período)	0,54	0,63	0,11	0,42	0,17	-0,18	0,12
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,15	1,18
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	1,9	2,8	3,2	3,6	7,9	5,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,9	2,9	3,0	4,7	7,6	3,8	3,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-7,9	5,0	0,5	-1,2	4,1	3,0	3,2
Tasa de ahorro (%; media)	9,4	9,7	10,0	9,8	10,4	10,2	10,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de DESTATIS)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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

la producción industrial volvió a contraerse -1,8% a/a y los pedidos de fábrica -5,3% a/a. En este mismo mes, se confirmó que la capacidad utilizada se reducía hasta 85,3% (por debajo de la media histórica) como consecuencia de una previsible menor demanda exterior. La percepción de que el sector exterior se está debilitando ha ido plasmándose consistentemente desde finales del año pasado. En este sentido, el PMI compuesto se ha reducido desde entonces más de seis puntos hasta los actuales 52,6 de junio, en una deriva que parece encaminada lentamente hacia el terreno de la contracción, aunque de momento el PMI esté en terreno positivo. El indicador ZEW, más centrado en las expectativas de los agentes más internacionalizados, se ha deteriorado hasta los -21,1 puntos.

Ante la menor aportación del sector exterior, es previsible que los soportes de la economía alemana se encuentren por ahora en la demanda doméstica, concretamente en la inversión y en el consumo gracias a la fortaleza del mercado laboral, virtualmente en pleno empleo y con crecientes presiones sobre los salarios reales (+3,7% a/a en el primer trimestre del año). No obstante, persisten las dudas de lo que pueda durar su contribución, visto, por un lado, el desempeño del empleo registrado en mayo y, por el otro, el fuerte deterioro tanto de la valoración actual como de las expectativas de los consumidores recogidas en el indicador GfK de junio.

De esta forma, una menor inercia del consumo está enfriando la inflación al igual que en el resto de la Eurozona. En mayo, la inflación general se situó en el 1,4%, en tanto que la subyacente se ubicó en el 1,3%.

### 1.2.5 Italia

#### El ineludible caso de un procedimiento de déficit excesivo.

La economía italiana, salvo correcciones puntuales, se encuentra estancada, cuando no en terreno recesivo. El crecimiento anual del primer trimestre del año fue -0,1% a/a, lo que otorga escaso margen para alcanzar

un registro positivo en la totalidad del año. De esta forma, se prevé un crecimiento de 0% en 2019, solo seguido de un 0,4% durante el año 2020 (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

De nuevo, la batería de indicadores que abundan en esta descripción es reseñable: la producción industrial sigue decepcionando, con una caída de -1,5% en abril; la confianza del consumidor (ISTAT) se deteriora (-23,7 en mayo), y en las encuestas a los gestores de compras (PMI compuesto) ya se ubica en terreno recesivo (49.9 en mayo).

El riesgo país de Italia resurgió con virulencia durante el periodo electoral hasta rozar 280 puntos básicos, y aunque se ha moderado tímidamente ante el papel proactivo del BCE de mantener la liquidez y los costes financieros en negativo, sigue alertando de los problemas estructurales del país. La elevada deuda y la baja productividad continúan siendo un asunto pendiente. El Primer Ministro italiano, Giuseppe Conte, eludió a corto plazo un ajuste por parte de la Comisión Europea prometiendo reformas, pero el procedimiento de déficit excesivo se cierne inexorablemente, incluso antes de que finalice el año de la mano del gobierno europeo saliente.

- **Estancamiento del crecimiento y de la inflación.**
- **Incertidumbre sobre la trayectoria fiscal tras las elecciones europeas.**
- **La Comisión Europea amenaza con un procedimiento de déficit excesivo por falta de ajuste en la deuda.**

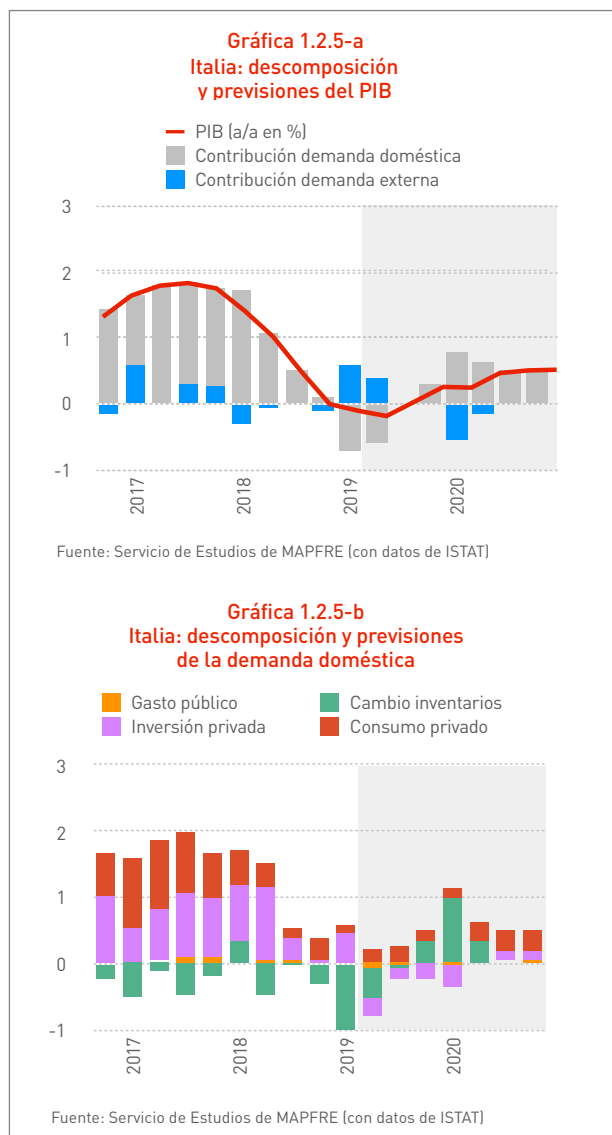
### 1.2.6 Reino Unido

#### Las incertidumbres se acumulan.

La economía del Reino Unido registró un crecimiento de 1,8% a/a en el primer trimestre de 2019 (0,5% t/t), repuntando 4 décimas en el ritmo anual, gracias al repunte del consumo privado y la inversión. La fecha inicial del

Tabla 1.2.5

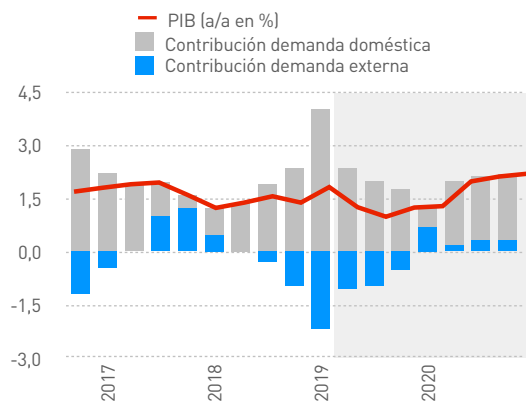
Italia: principales agregados macroeconómicos



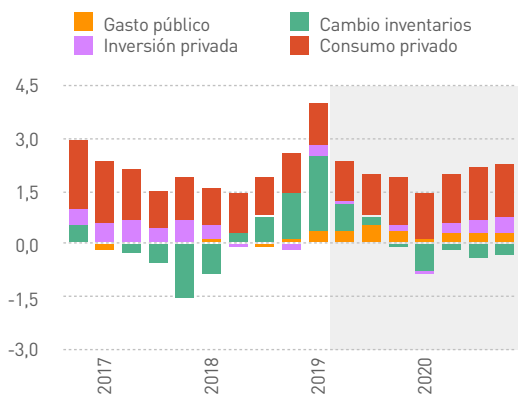
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	0,2	0,8	1,2	1,8	0,7	0,0	0,4
Contribución de la demanda doméstica	-0,1	1,3	1,6	1,5	0,8	-0,2	0,6
Contribución de la demanda externa	0,3	-0,5	-0,4	0,3	-0,1	0,2	-0,2
Contribución del consumo privado	0,1	1,1	0,8	0,9	0,3	0,2	0,3
Contribución de la inversión privada	-0,4	0,3	0,6	0,8	0,6	-0,1	-0,0
Contribución del gasto público	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,0	0,0
Demanda doméstica (% a/a, media)	0,3	1,4	1,7	1,5	0,9	-0,2	0,6
Consumo total (% a/a, media)	-0,0	1,3	1,0	1,2	0,5	0,2	0,4
Inversión privada (% a/a, media)	-2,1	1,9	3,7	4,5	3,2	-0,3	-0,1
Exportaciones (a/a en %)	2,4	4,2	2,3	6,4	1,4	2,2	2,4
Importaciones (a/a en %)	3,0	6,7	3,8	5,8	1,8	1,5	3,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	12,7	11,5	11,8	11,0	10,6	10,6	10,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	0,2	0,1	0,9	1,4	0,7	0,8
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-2,6	-2,5	-2,4	-2,1	-2,6	-2,7
Balance comercial (% PIB)	2,6	2,5	2,9	2,8	2,2	2,6	2,6
Impulso fiscal (% PIB)	1,6	1,5	1,4	1,4	1,6	1,1	0,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,9	1,3	2,5	2,6	2,5	2,8	2,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,33	-0,26
Tipo de largo plazo (final período)	1,88	1,61	1,82	2,00	2,77	2,51	3,14
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,15	1,18
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-1,0	-0,3	0,4	1,3	2,0	3,9	4,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-2,5	-1,9	-2,1	-2,6	-1,0	-0,6	0,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-30,2	-1,4	-0,9	-8,8	-7,3	2,4	6,3
Tasa de ahorro (% , media)	11,0	10,3	10,1	9,3	9,4	10,0	9,9

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de ISTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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

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


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

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


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

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,9	2,4	1,8	1,8	1,4	1,3	1,9
Contribución de la demanda doméstica	2,6	2,3	2,4	1,4	1,6	2,5	1,5
Contribución de la demanda externa	0,3	0,0	-0,6	0,5	-0,2	-1,2	0,4
Contribución del consumo privado	1,3	1,7	2,0	1,4	1,1	1,2	1,4
Contribución de la inversión privada	0,7	0,6	0,4	0,6	0,0	0,2	0,3
Contribución del gasto público	0,4	0,3	0,1	-0,0	0,1	0,4	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,6	2,4	2,4	1,4	1,6	2,6	1,5
Consumo total (% a/a, media)	2,1	2,4	2,7	1,6	1,5	2,0	2,1
Inversión privada (% a/a, media)	7,3	3,4	2,3	3,5	0,2	1,0	1,6
Exportaciones (a/a en %)	2,3	4,5	1,0	5,7	0,1	2,4	2,8
Importaciones (a/a en %)	3,8	5,5	3,3	3,5	0,7	7,3	0,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,7	5,1	4,7	4,4	4,0	3,8	3,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,9	0,1	1,2	3,0	2,3	1,8	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-5,4	-4,2	-2,9	-1,8	-1,6	-1,3	-0,9
Balance comercial (% PIB)	-6,6	-6,2	-6,7	-6,7	-6,5	-7,5	-6,9
Impulso fiscal (% PIB)	-2,7	-2,0	-0,5	0,8	0,8	0,8	1,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,9	-4,9	-5,2	-3,3	-3,8	-4,5	-3,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,50	0,25	0,50	0,75	1,00	1,50
Tipo de corto plazo (final período)	0,56	0,59	0,37	0,52	0,91	0,87	1,49
Tipo de largo plazo (final período)	1,82	2,02	1,28	1,25	1,33	0,89	1,31
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,56	1,48	1,23	1,35	1,28	1,31	1,38
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,28	1,36	1,17	1,13	1,11	1,13	1,17
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,1	3,3	4,4	4,6	3,9	3,6	2,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,3	-1,9	6,2	9,4	5,9	2,7	2,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-9,1	-13,6	7,4	10,5	4,2	4,9	4,7
Tasa de ahorro (% , media)	8,6	9,4	6,8	4,2	4,5	4,7	4,6

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Office for National Statistics)  
 Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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

- **Boris Johnson en la delantera para suceder a Theresa May.**
- **El primer trimestre del año, todavía no refleja la desaceleración que está llegando.**
- **El Banco de Inglaterra prevé crecimiento cero en el segundo trimestre del año.**

Brexit del 29 de marzo habrá contribuido a una anticipación de compras por parte de todos los agentes económicos. Sin embargo, el crecimiento del segundo trimestre, según el Banco de Inglaterra, deberá ser cero, revirtiendo el efecto de acumulación de stocks de las empresas en anticipación a la fecha de salida inicial de la

Unión Europea. En este entorno, se estima para 2019 un crecimiento de 1,3% (véanse la Tabla 1.2.6, y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b), apoyado en el consumo doméstico (+2,0% a/a) y en las exportaciones que crecerán (+2,4%); la inversión, por su parte, seguirá en atonía (+1,0%).

La producción industrial bajó un 3,9% t/t en abril, en parte debido al referido efecto de acumulación de stocks hasta marzo, pero también por la debilidad manufacturera originada por las perspectivas de desaceleración global. El PMI compuesto (índice de gestores de compras) se ha estabilizado en mayo, pero el manufacturero se deterioró casi 4 puntos, anticipando empeoramiento del sector industrial. La confianza de los consumidores (GfK) recuperó hasta -10, pero desde el 2016 que se encuentra en negativo.

Por otra parte, la inflación se situó en 2,0% en mayo, con una tendencia a la baja desde principios de 2018. El Banco de Inglaterra, en su reunión del 20 de junio, mantuvo los tipos de interés en el 0,75% y avisó que una combinación de preocupaciones sobre el Brexit y las tensiones comerciales globales están afectando al crecimiento. La partida más afectada es la inversión, ya que las empresas e inversores prefieren aplazar sus decisiones de inversión hasta tener claras las implicaciones del Brexit. Por ahora, la salida se ha aplazado al 31 de octubre y el proceso no ha hecho ningún progreso en el último mes debido a la salida de Theresa May. Boris

Johnson, candidato más probable a Primer Ministro, ha indicado que estaría a favor de la salida en la fecha prevista, con o sin acuerdo.

La libra británica en mayo y junio ha perdido terreno contra el Euro hasta 1,12, desde los 1,16 a los que ha cerrado en marzo, y hasta 1,27 desde 1,30 contra el USD.

### 1.2.7 Japón

#### El crecimiento sigue perdiendo impulso con la desaceleración mundial.

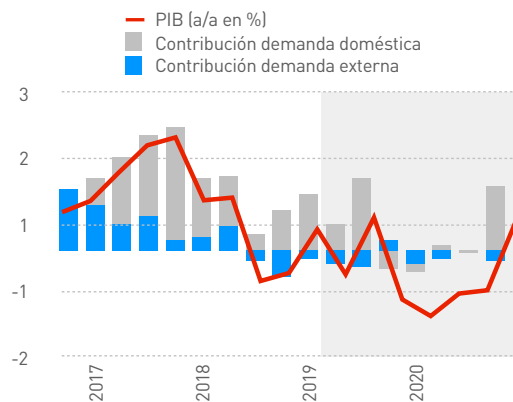
La economía japonesa creció 0,9% (a/a) en el primer trimestre del año, repuntando desde los 0,3% del trimestre anterior. Esta leve mejora ha sido puntual y no se espera que se haya extendido al segundo trimestre. Los datos posteriores muestran una continuación del deterioro de las exportaciones (-7,8% en mayo) y de la producción industrial (-1,8% en mayo).

- **Atonía en las exportaciones y en la producción industrial.**
- **Las expectativas reflejadas en la confianza del consumidor apuntan a la perpetuación del momento económico actual.**

La caída de las exportaciones confirma el difícil contexto externo de desaceleración en los países destino de las exportaciones japonesas y el contexto de mayor proteccionismo. Tanto el índice de confianza del consumidor (39,4 en mayo) como el indicador Tankan de condiciones de negocio para las industrias, están empeorando desde mediados de 2018, reflejando un agotamiento del momento de crecimiento. Los índices PMI, por su parte, anticipan un empeoramiento principalmente centrado en la industria (49,8 en mayo), mientras que el de servicios sigue en territorio positivo, aunque pierde fuerza (51,7).

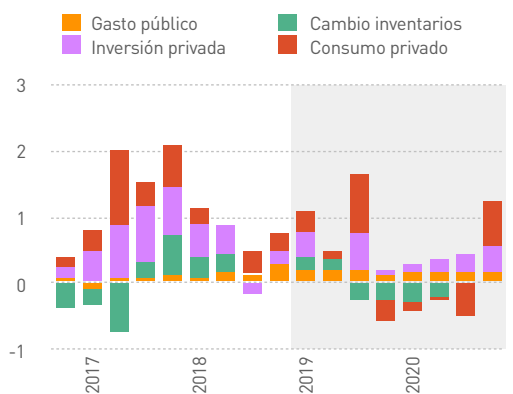


**Gráfica 1.2.7-a**  
Japón: descomposición  
y previsiones del PIB



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)

**Tabla 1.2.7**  
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	0,3	1,3	0,6	1,9	0,8	0,5	0,2
Contribución de la demanda doméstica	-0,3	0,9	0,0	1,4	0,8	0,7	0,3
Contribución de la demanda externa	0,6	0,4	0,6	0,6	0,0	-0,1	-0,1
Contribución del consumo privado	-0,5	-0,1	-0,1	0,6	0,2	0,2	0,0
Contribución de la inversión privada	0,4	0,4	-0,1	0,7	0,3	0,3	0,2
Contribución del gasto público	0,1	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	0,3	0,9	0,0	1,3	0,8	0,7	0,3
Consumo total (% a/a, media)	-0,6	0,3	0,3	0,9	0,5	0,6	0,2
Inversión privada (% a/a, media)	3,0	1,7	-0,3	3,0	1,1	1,1	1,0
Exportaciones (a/a en %)	9,3	3,0	1,7	6,8	3,4	-2,1	3,1
Importaciones (a/a en %)	8,4	0,7	-1,6	3,5	3,4	-1,6	3,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,5	3,3	3,0	2,7	2,4	2,4	2,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,5	0,2	0,3	0,6	0,9	1,4	0,5
Balance fiscal (% PIB)	-5,4	-3,6	-3,5	-3,0	-2,5	-2,8	-3,2
Balance comercial (% PIB)	-2,0	-0,2	1,0	0,9	0,2	-0,1	-0,2
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,8	3,1	3,9	4,2	3,5	3,2	3,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,07	0,04	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06
Tipo de corto plazo (final período)	0,11	0,08	-0,05	-0,02	-0,07	-0,07	-0,06
Tipo de largo plazo (final período)	0,33	0,27	0,04	0,05	0,01	-0,13	-0,03
Tipo de cambio vs USD (fin período)	119,85	120,27	116,78	112,69	109,70	108,52	108,71
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	145,51	130,94	123,10	135,15	125,61	125,21	128,41
Crédito privado (% a/a, media)	2,2	2,1	2,2	4,6	3,0	2,1	1,8
Crédito familias (% a/a, media)	0,8	1,2	1,3	1,8	2,5	1,2	0,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,4	0,5	2,1	2,6	2,2	2,3	1,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,5	7,7	-0,3	7,9	5,7	1,9	1,7
Tasa de ahorro (% , media)	-0,2	1,2	2,9	2,5	4,3	4,3	4,8

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Statistics Bureau)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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

En este contexto, esperamos un crecimiento del 0,5% en 2019 y 0,2% en 2020 (véanse la Tabla 1.2.7, y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7.-b). La subida prevista del impuesto al valor añadido del 8% al 10% en octubre quitará impulso al consumo privado en los trimestres subsecuentes. Solamente una reducción de las tensiones comerciales y una recuperación económica en los países destino de las exportaciones japonesas podrán cambiar el actual escenario. Las ahora esperadas reacciones de los bancos centrales de las principales regiones (Reserva Federal y BCE) con estímulos monetarios, es lo único que puede suavizar un ciclo mundial que entra en fase de desaceleración.

Por otra parte, la inflación de mayo bajó al 0,7%, con la subyacente en 0,3%, valores bajos que también son síntoma de enfriamiento. En virtud de lo anterior, se han rebajado nuestras expectativas de inflación para 2019 en una décima al 1,4%. Asimismo, el desempleo está muy bajo, en el 2,4%, y creemos que ya ha alcanzado su mínimo en este ciclo.

El Banco de Japón ha mantenido sin cambios los tipos de interés oficiales en la última reunión del 20 junio en -0,10%, considerando que la política ya es suficientemente acomodaticia y de momento quiere guardar cierta capacidad de reacción y no sentirse presionado por el giro acomodaticio en los Estados Unidos y la Eurozona. Precisamente debido al giro acomodaticio de la Reserva Federal y del BCE, hemos presenciado una apreciación del yen durante los últimos dos meses hasta alcanzar 107,85 JPY/USD.

Por último, en julio habrá elecciones a la cámara alta (Consejeros), y hay alguna probabilidad que el primer ministro Shinzō Abe decida anticipar las elecciones a la cámara baja para hacerlas coincidir.

## 1.2.8 Turquía

**La recesión persiste, pero se vislumbra salida para el último trimestre.**

El PIB del primer trimestre de 2019 de -2,6% (sin ajustar) revela que la economía turca sigue en recesión. La demanda doméstica registró una contracción del -4,7% a/a, mientras que la inversión privada lo hizo en -13,0%. La contracción de las importaciones es lo que da una idea de la dureza del ajuste con una caída de -28,8%.

Las exportaciones, en contrapartida, ayudadas por una moneda más débil, crecen un 9,5%.

El sector real sigue exhibiendo señales de desaceleración, con los principales indicadores de actividad económica registrando retrocesos en el mes de abril. La producción industrial (-1,4% a/a), la venta de automóviles (-46% en abril), el PMI manufacturero (45,3 en mayo) y la confianza de los consumidores (55,5) demuestran que el contexto sigue siendo recesivo. Del mismo modo, el mercado laboral se resiente y la tasa de paro se ubicó en 14,1% en marzo, frente al 9,6% que registró hace un año.

Nuestras previsiones apuntan a una salida de la recesión solo para el último trimestre de 2019, haciendo que la estimación del crecimiento del PIB para el conjunto del año 2019 sea -1,6%, lo que significa una décima menos frente a nuestra anterior previsión (véanse la Tabla 1.2.8, y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

- Crecimiento negativo con un ajuste de demanda que continúa.
- La contracción de las importaciones es el reflejo de la dureza del ajuste.
- Salida del gobernador y riesgos de pérdida de independencia del Banco Central.

Tabla 1.2.8

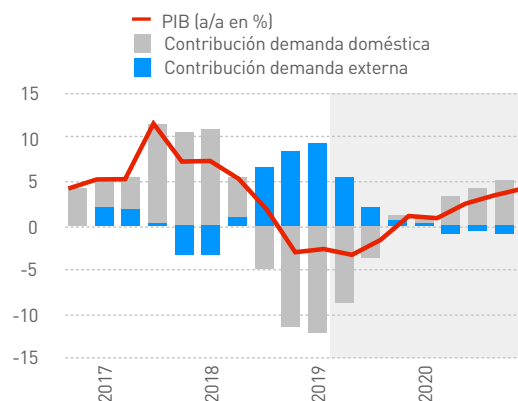
## Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	5,3	6,0	3,3	7,4	2,9	-1,6	2,8
Contribución de la demanda doméstica	3,4	5,5	4,6	7,1	-0,3	-5,9	3,2
Contribución de la demanda externa	1,9	0,5	-1,3	0,3	3,1	4,3	-0,5
Contribución del consumo privado	1,9	3,4	2,2	3,7	1,0	-2,0	2,1
Contribución de la inversión privada	1,3	2,7	0,7	2,3	-0,3	-2,3	1,1
Contribución del gasto público	0,4	0,5	1,3	0,7	0,5	0,6	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,2	5,4	4,5	7,0	-0,1	-5,9	3,4
Consumo total (% a/a, media)	3,0	5,1	4,7	5,9	2,1	-1,8	3,5
Inversión privada (% a/a, media)	5,5	9,1	2,4	7,7	-1,0	-7,8	4,3
Exportaciones (a/a en %)	8,3	4,3	-1,7	12,0	7,3	3,4	4,8
Importaciones (a/a en %)	-0,3	1,8	3,7	10,2	-6,4	-15,4	9,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,7	10,5	12,1	10,3	12,3	12,9	11,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	8,8	8,2	7,6	12,3	22,4	14,5	10,2
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-1,1	-1,3	-1,6	-1,9	-2,4	-2,2
Balance comercial (% PIB)	-6,8	-5,6	-4,7	-6,9	-5,4	-3,5	-3,7
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,7	-3,7	-3,8	-5,6	-3,5	-1,3	-1,4
Tipo de interés oficial (final período)	8,51	8,81	8,31	12,75	24,06	22,99	17,08
Tipo de corto plazo (final período)	9,79	11,47	9,90	14,61	24,07	23,13	19,33
Tipo de largo plazo (final período)	7,96	10,74	11,40	11,72	16,53	16,22	14,11
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,33	2,92	3,52	3,79	5,29	5,81	5,63
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	2,83	3,18	3,71	4,55	6,06	6,70	6,65
Crédito privado (% a/a, media)	23,2	23,0	12,8	20,6	18,3	9,4	9,0
Crédito familias (% a/a, media)	16,3	12,5	7,1	17,5	9,8	6,1	18,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	30,1	29,9	14,7	24,3	20,9	2,8	12,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	22,4	26,4	9,0	27,2	25,1	41,0	15,7
Tasa de ahorro (% , media)	26,2	28,3	32,8	31,0	29,4	26,6	23,9

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de TURKSTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

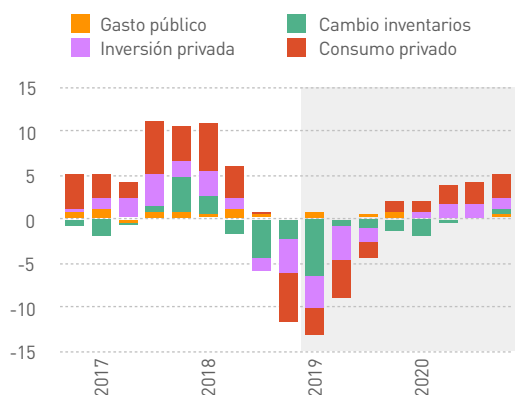
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

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)

Por otra parte, la inflación alcanzó el 18,7% en mayo y prevemos que se modere hasta 14,5% para el final del año, ayudada por la reducción del precio del Brent y de una tendencia desinflacionaria a nivel global motivada por la desaceleración económica. El Banco Central de Turquía, en la última reunión del 12 de junio, dejó los tipos de interés sin cambios, en 24% (repo a 1 semana), con el objetivo de controlar la inflación. Si la inflación mostrara signos de moderarse en los próximos meses, y ayudados por una postura más acomodaticia de los bancos centrales de las economías avanzadas, el comité de política monetaria podría cambiar de postura. En este sentido, estimamos una bajada de 100 puntos básicos en el cuarto trimestre del año y bajadas adicionales en 2020 hasta situarlos en 17% a final de año, si el comportamiento de la inflación y moneda lo permiten.

En el mes de junio, la lira turca se había recuperado levemente hasta situarse en 5,6 TRY/USD, apartándose del nivel de 6,0 registrado en mayo (apoyado en el cambio de sesgo en las políticas monetarias de varias economías mundiales). Sin embargo, la reciente salida del gobernador y su sustitución por el vice gobernador, Murat Uysal, ha puesto en tela de juicio la independencia del Banco Central muy presionado para que baje tipos de manera agresiva a corto plazo. Además, estas reducciones de tipos y bajo presión del gobierno, podrán erosionar más la moneda.

Finalmente, Turquía celebró en junio la repetición de los comicios a la alcaldía de Estambul ratificando la mayoría para el moderado Ekrem Imamoglu. Algunos analistas internacionales ven esto como un posible foco de cambio extensible al resto del país.

### 1.2.9 México

#### La economía desacelera y se enfrenta a desafíos fiscales.

En el primer trimestre de 2019, la economía mexicana también se hizo eco del cambio de ciclo global y de desaceleración manufacturera que se ha comentado anteriormente en este informe. Así, el PIB creció un 1,2%

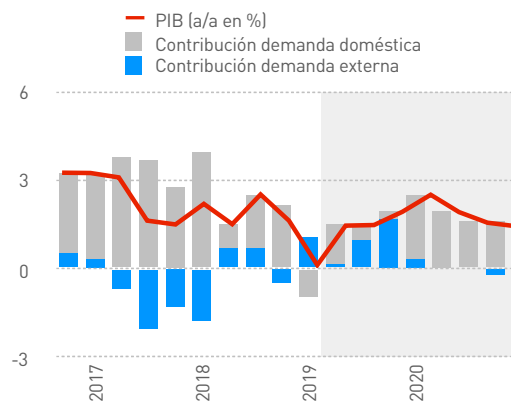
interanual, dando signos de desaceleración equivalente a la del resto del mundo. La aportación del sector exterior se redujo pese a que la reducción de la demanda doméstica había limitado bastante las importaciones. La inversión se contrajo en términos trimestrales en línea con el deterioro registrado de las expectativas. La aportación del sector público en forma de transferencias también se redujo, a la par que la recepción de remesas no ayudó.

En el actual contexto de incertidumbre (y el venidero a medida que el presidente D. Trump gana enteros de cara a las elecciones de 2020), no se anticipa una inversión reponiendo el *stock* o aumentando la planta instalada durante los próximos meses, por lo que es previsible que permanezca la atonía en los niveles de actividad económica. El sector exterior también tendrá una contribución moderada, ya que se encuentra sometido a fuertes tensiones, con el tratado comercial entre Estados Unidos, México y Canadá (USMCA) pendiente de ser ratificado por el legislativo de los Estados Unidos (ya lo ha sido por el Congreso mexicano) y la condicionalidad del incremento de aranceles previstos por la administración Trump. De otro lado, el espacio fiscal para producir nuevos estímulos también parece estarse agotando y no se prevé mayor aportación del gasto público al crecimiento. En este contexto, atribuimos el exiguo crecimiento del PIB para 2019 al consumo y al sector exterior exclusivamente, manteniendo nuestra previsión de crecimiento del PIB en 2019 en 1,3% (véanse la Tabla 1.2.9, y las Tablas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Los riesgos para la economía mexicana son a la baja. México no es ajeno a la desaceleración manufacturera global (producción industrial -2,9% en abril) y a la sensibilidad al ciclo económico estadounidense es muy

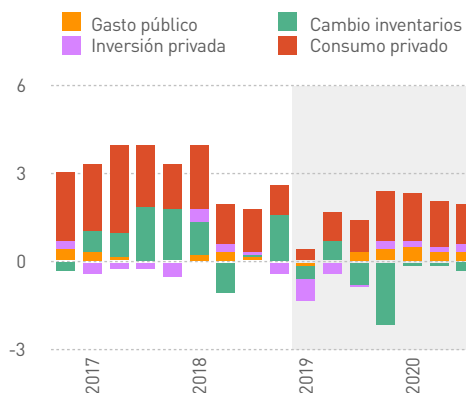
- Las incertidumbres internas y externas hacen reducir las perspectivas de la economía mexicana.
- Acuerdo con Estados Unidos en el ámbito migratorio salva imposición de aranceles.

**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)

**Tabla 1.2.9**  
México: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	2,8	3,3	2,6	2,4	2,0	1,3	1,9
Contribución de la demanda doméstica	2,0	2,5	2,2	3,3	2,2	0,3	1,8
Contribución de la demanda externa	0,8	0,8	0,4	-0,9	-0,2	1,0	0,0
Contribución del consumo privado	1,4	1,8	2,3	2,2	1,5	1,0	1,5
Contribución de la inversión privada	0,3	1,1	0,2	-0,3	0,1	-0,2	0,2
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,4
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,5	2,5	2,2	3,3	2,2	0,3	1,8
Consumo total (% a/a, media)	2,2	2,6	3,4	3,0	2,1	1,5	2,3
Inversión privada (% a/a, media)	3,0	5,1	1,1	-1,5	0,6	-1,0	1,2
Exportaciones (a/a en %)	6,9	8,6	3,7	4,0	5,7	3,3	1,9
Importaciones (a/a en %)	5,9	6,0	2,4	6,7	6,2	0,6	1,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,4	4,2	3,5	3,3	3,3	3,7	3,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,2	2,3	3,2	6,6	4,8	3,7	3,6
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-3,4	-2,5	-1,1	-2,0	-2,2	-2,3
Balance comercial (% PIB)	-0,2	-1,2	-1,2	-0,9	-1,1	-1,5	-1,5
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,9	-2,6	-2,3	-1,7	-1,8	-1,7	-1,6
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	3,25	5,75	7,25	8,25	8,00	7,50
Tipo de corto plazo (final período)	3,31	3,50	6,02	7,56	8,50	8,40	6,87
Tipo de largo plazo (final período)	5,79	6,28	7,42	7,66	8,70	7,70	7,74
Tipo de cambio vs USD (fin período)	14,74	17,20	20,74	19,67	19,65	19,00	19,07
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	17,90	18,73	21,86	23,59	22,50	21,92	22,53
Crédito privado (% a/a, media)	10,8	13,6	16,3	12,1	10,4	0,2	5,6
Crédito familias (% a/a, media)	8,1	8,4	12,8	10,0	8,3	4,8	4,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,8	-11,4	3,5	1,7	-0,8	15,5	14,9
Tasa de ahorro (% , media)	13,8	14,6	12,8	10,7	12,5	11,8	10,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INEGI)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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

relevante. A su vez, un incremento del proteccionismo comercial (global) podría dificultar aún más su desempeño.

Los ingresos fiscales del petróleo llevan años cayendo. La reforma fiscal hecha en el 2014 ha permitido compensar la caída de los ingresos fiscales del petróleo, pero, aun así, de cara al futuro y con una economía desacelerando y un aumento de gasto en pensiones, el gobierno mexicano tendrá importantes desafíos a nivel de recaudación fiscal. En junio pasado, la agencia de rating Moody's (que ha asignado una calificación de A3 a la deuda soberana) bajó su perspectiva a negativa, mientras que Fitch bajó el rating de BBB+ a BBB; ambas agencias calificadoras subrayan los riesgos derivados del perfil de crédito de Petróleos Mexicanos (PEMEX) para las cuentas públicas, después de que la administración del presidente López Obrador se comprometiera a apoyar a la empresa con ayudas de hasta 3,8 millardos de USD.

Por otra parte, la inflación interanual en junio se situó en 3,95% (4,28% en mayo), el nivel más bajo de los últimos cuatro meses y ya dentro de la banda objetivo del Banco de México, lo que ha profundizado la discusión respecto a si hay espacio para iniciar la bajada de tipos de interés y estimular los niveles de actividad de la economía. Aun así, dada la preocupación del banco central por la estabilidad financiera y las expectativas de inflación, puede preverse que el tono restrictivo podría mantenerse durante varios trimestres. No obstante, de cara a finales de 2019 y para 2020, una postura más acomodaticia de la Reserva Federal de los Estados Unidos podría dar al Banco de México un mayor margen de maniobra para relajar su postura hacia la neutralidad monetaria. El tipo de cambio se ha mantenido fluctuando cerca de 19 MXN/USD, haciéndose eco de los diferentes temas que le relacionan con Estados Unidos (aranceles y negociación del USMCA).

La renuncia del Secretario de Hacienda y Crédito Público, Carlos Urzúa, quien era percibido por los mercados como moderado y partidario de la necesidad de mantener la disciplina fiscal, generó cierta incertidumbre que se reflejó en volatilidad intradía en el tipo de cambio y las cotizaciones

bursátiles. Parte de esa incertidumbre se disipó con la designación de nuevo responsable de las finanzas públicas, Arturo Herrera, aunque los mercados estarán seguramente atentos a cualquier señal que pudiera indicar un cambio en la estrategia de manejo de las finanzas públicas en México.

## 1.2.10 Brasil

### Expectativas revisadas nuevamente a la baja.

La economía brasileña ha crecido un 0,5% a/a (-0,2% t/t) en el primer trimestre de 2019, una desaceleración provocada no solamente por un contexto externo a la baja, sino también por las debilidades domésticas. Todos los componentes del PIB se desaceleran, destacando el frenazo súbito de las exportaciones (del 12% al 1%) y de la inversión (del 3% al 0,9%). Asimismo, la producción industrial cayó un -3,9% a/a hasta abril, y el índice de gestores de compras (PMI) bajó al 48,4 en mayo anticipando una continuada desaceleración. La confianza de los consumidores, que estaba bajando desde enero, se situó hasta 88,5 en junio.

- **Frenazo en las exportaciones y en la inversión.**
- **La profundidad de la reforma de las pensiones es clave en la restauración de la confianza inversora en Brasil.**

Dada la desaceleración de los niveles de actividad, se han adaptado nuestras expectativas rebajando la proyección de crecimiento al 1,0% en 2019 desde el 1,7% anterior, y al 1,9% para 2020 (véanse la Tabla 1.2.10, y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b). El consumo privado (+1,3% en el primer trimestre del año) y una recuperación de las exportaciones (+1,0%), parecen ser los pilares donde la economía brasileña deberá encontrar soporte dado el momento actual de ajuste del sector público y la bajada de la inversión.

Tabla 1.2.10

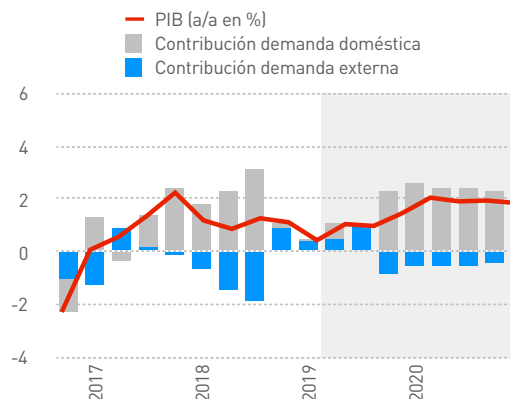
## Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	0,5	-3,6	-3,3	1,1	1,1	1,0	1,9
Contribución de la demanda doméstica	0,5	-7,1	-5,1	1,1	1,9	0,7	2,4
Contribución de la demanda externa	0,0	3,6	1,9	-0,1	-0,8	0,3	-0,5
Contribución del consumo privado	1,5	-2,2	-2,7	0,9	1,3	1,0	1,3
Contribución de la inversión privada	-0,8	-2,9	-2,3	-0,4	0,7	-0,1	0,5
Contribución del gasto público	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,0
Demanda doméstica (% a/a, media)	0,2	-6,7	-4,9	1,1	1,8	0,7	2,4
Consumo total (% a/a, media)	2,0	-2,8	-3,0	0,9	1,5	1,2	1,4
Inversión privada (% a/a, media)	-4,1	-14,0	-12,0	-2,5	4,1	-0,4	2,8
Exportaciones (a/a en %)	-1,3	6,8	0,8	5,8	3,5	3,6	3,0
Importaciones (a/a en %)	-2,3	-14,1	-9,7	5,6	7,7	1,6	5,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,5	8,9	12,0	11,8	11,6	11,2	10,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,5	10,4	7,0	2,8	4,1	3,9	4,1
Balance fiscal (% PIB)	-6,0	-10,2	-9,0	-7,8	-7,1	-6,8	-6,3
Balance comercial (% PIB)	-0,3	1,0	2,5	3,1	2,9	2,9	2,5
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,1	-3,0	-1,3	-0,4	-0,8	-1,0	-1,1
Tipo de interés oficial (final período)	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	6,00	6,00
Tipo de corto plazo (final período)	11,65	14,15	13,65	6,90	6,40	5,91	5,87
Tipo de largo plazo (final período)	12,25	16,10	11,36	10,24	9,28	7,58	7,65
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,66	3,90	3,26	3,31	3,87	3,92	3,89
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3,22	4,25	3,43	3,97	4,44	4,52	4,59
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	14,1	10,1	4,3	4,6	6,8	11,1	14,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% , media)	20,3	18,2	17,3	18,3	18,5	17,5	17,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografía e Estatística, IBGE)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

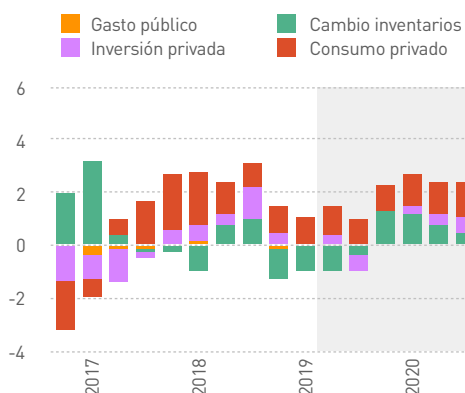
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.10-a  
Brasil: descomposición  
y previsiones del PIB



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



La reforma de la seguridad social sigue siendo la prioridad para restablecer la confianza inversora. El debate sobre la reforma ha provocado volatilidad en los mercados y preocupación por el crecimiento futuro y la inflación, lo que ha llevado a las empresas a posponer decisiones de inversión. La lista de reformas necesarias es larga (fiscalidad, privatizaciones, liberalización y apertura de la economía); la principal duda es la profundidad de las mismas.

Por otra parte, la inflación en mayo se situó en 4,7%, lo que ha permitido al Banco Central mantener los tipos Selic estables en 6,5%, en su reunión del 19 de junio. Considerando el contexto analizado, consideramos que los tipos de interés se quedarán sin cambios en 2019, ante la falta de presiones inflacionarias y la necesidad de mantener la moneda estable. En este marco, esperamos que el Real brasileño se mueva en un rango de 3,80-3,90 USD/BRL a lo largo de los próximos meses.

### 1.2.11 Argentina

#### El ajuste toca fondo pero la economía seguirá en recesión en 2019.

En el primer trimestre de 2019, la economía argentina se contrajo un -5,8% a/a como resultado de una fuerte corrección de la demanda interna que solamente encuentra paralelismos en el 2009. El consumo privado cayó un -10,5%, las importaciones un -24,6%, y la inversión bruta fija un -24,6%. La tasa de paro alcanzó el 10,1% al final del primer trimestre. Gran parte de esto es el resultado del ajuste fiscal derivado de los acuerdos con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

- La contracción del PIB nace de los ajustes macroeconómicos implementados.
- Elecciones en la parte final de 2019 con carrera electoral ajustada.

Aunque creemos que el dato registrado constituye el fondo de la recesión y anticipamos un desempeño algo mejor en el segundo trimestre del año, especialmente por el sector agrícola, no creemos que la actividad se adentre en terreno positivo hasta la transición del 2019-2020. De esta forma, nuestra previsión para el conjunto de 2019 es de una contracción de -1,5% y la vuelta al crecimiento en 2020, con un aumento del PIB del 2,6% (véanse la Tabla 1.2.11, y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

La inflación, por su parte, no muestra signos de moderarse. Se situó en 57,3% interanual en mayo y, en consecuencia, el tipo de interés de referencia del Banco Central, el LELIQ a 7 días, se situaba al cierre del trimestre en los 62,7%. En este contexto, la política monetaria necesita mantener el tono restrictivo

El peso argentino ha recuperado en el mes de junio algo de terreno hasta los 42,5 ARS/USD, pero seguimos proyectando un tipo de cambio de 48,0 ARS/USD para final de 2019 y del 59,0 para final de 2020. Un contexto más acomodaticio de la Reserva Federal de los Estados Unidos podrá reducir algo de presión en las monedas de los países muy endeudados en dólares.

Las elecciones tendrán lugar el 27 octubre, con una posible segunda vuelta el 24 de noviembre. El presidente M. Macri sigue siendo el favorito, aunque acusa el desgaste esperable. La elección de un acompañante del peronismo le ha hecho ganar enteros, a la vez que su imagen ha mejorado recientemente. Según las encuestas, acapara un 40% de opinión favorable, cifra que ha mejorado gracias al incremento real de los salarios y la inauguración de obras públicas importantes. Cristina Fernández de Kirchner se postula como vice candidata, siguiendo a Alberto Fernandez (ex jefe de gabinete de Nestor Kirchner); un movimiento estratégico que ha venido aglutinando a varias corrientes del peronismo. El riesgo para su candidatura no estriba ahora tanto en el éxito de sus decisiones (el público, en general, es consciente de que el gobierno entrante debe mantener el ajuste macroeconómico y comprometerse a seguir haciendo reformas), sino en el empuje que pueda tener la alternativa a su política.

Tabla 1.2.11

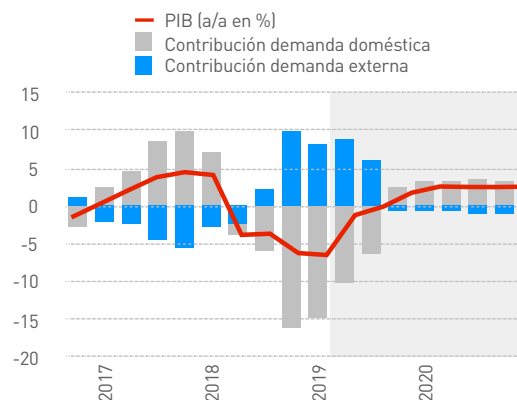
## Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	-2,5	2,7	-2,0	2,7	-2,4	-1,5	2,6
Contribución de la demanda doméstica	-4,0	4,0	-2,1	6,3	-4,1	-7,1	3,4
Contribución de la demanda externa	1,5	-1,3	0,1	-3,7	1,7	5,7	-0,8
Contribución del consumo privado	-3,1	2,5	-0,5	2,9	-1,7	-3,3	1,8
Contribución de la inversión privada	-1,2	0,7	-1,1	2,3	-1,2	-3,0	1,2
Contribución del gasto público	0,4	0,9	-0,1	0,4	-0,4	-0,1	0,2
Demanda doméstica (% a/a, media)	-3,6	3,8	-2,0	6,0	-3,7	-6,4	3,3
Consumo total (% a/a, media)	-3,2	4,1	-0,7	3,8	-2,6	-3,6	2,3
Inversión privada (% a/a, media)	-6,6	3,4	-5,7	12,0	-4,6	-14,8	6,7
Exportaciones (a/a en %)	-6,2	-2,3	7,2	1,0	-0,4	8,9	4,1
Importaciones (a/a en %)	-9,7	3,6	5,1	14,7	-5,4	-12,8	7,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,9	7,0	7,6	7,2	9,1	8,9	8,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	44,2	26,0	37,5	23,3	47,4	37,5	25,1
Balance fiscal (% PIB)	-4,8	-5,9	-5,8	-5,9	-5,0	-3,4	-3,2
Balance comercial (% PIB)	1,0	-0,1	0,8	-0,9	-0,2	3,3	2,9
Impulso fiscal (% PIB)	-3,2	-3,9	-4,1	-3,7	-2,2	-0,1	0,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,6	-2,7	-2,7	-4,9	-5,2	-2,2	-2,1
Tipo de interés oficial (final período)	25,33	33,00	24,75	28,75	59,25	50,00	26,00
Tipo de corto plazo (final período)	27,27	23,50	26,23	27,44	56,76	45,29	23,62
Tipo de largo plazo (final período)	9,36	6,65	7,00	5,91	10,86	9,07	8,27
Tipo de cambio vs USD (fin período)	8,55	13,04	15,89	18,65	37,70	48,02	58,79
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	10,38	14,20	16,75	22,37	43,17	55,41	69,45
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% , media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INDEC)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

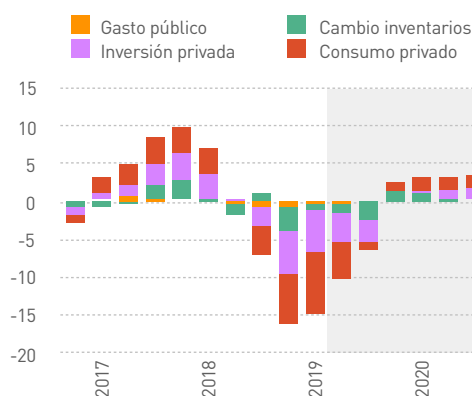
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.11-a  
Argentina: descomposición  
y previsiones del PIB



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

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



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

## 1.2.12 China

### El acuerdo comercial no cristaliza y Estados Unidos presiona con más aranceles.

China creció un 6,4% en el primer trimestre de 2019, manteniendo el ritmo del trimestre anterior. El programa de estímulos llevado a cabo por el gobierno, consistentes en una rebaja de impuestos y el impulso del crédito al sector privado para estimular la demanda interna y contrarrestar una desaceleración del sector exterior por la guerra comercial, está funcionando. No obstante, el daño al comercio exterior parece inevitable y, en ese contexto, rebajamos en una décima nuestra estimación de crecimiento para el 2019 situándola en el 6,1% (véanse la Tabla 1.2.12, y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

El índice de gestores de compras de la industria (PMI manufacturero) muestra una contracción, ubicándose hasta el 49,4 en junio, lo que es coherente con la escalada de los aranceles. El gobierno chino está comprometido en no dejar desacelerar la economía, así que es de esperar que sigan abundando en la promoción de la demanda interna mediante estímulos fiscales y el crédito al sector privado.

Por otra parte, con una inflación estable en torno al 2,7% (dato de mayo), no parece que vaya a ser necesario que el gobierno ponga freno a los estímulos, ni que el banco central cambie su actual visión. La política monetaria está orientada a la neutralidad, tras un 2018 protagonizado por

- **Estados Unidos va escalando los aranceles.**
- **Pocas esperanzas de una resolución del conflicto comercial a corto plazo.**
- **Las políticas de estímulo del gobierno chino mantienen por ahora el crecimiento.**

un endurecimiento monetario a través de los requerimientos de reservas y tipos de intervención.

En mayo, con la subida de los aranceles del 10% al 25% para un impacto por 200 millardos de USD, el yuan (CNY) se ha depreciado desde 6,7 al 6,9 CNY/USD. Con la continuación de la guerra comercial no es de descartar que se pueda depreciar aún más, aunque en el escenario central de este informe el yuan terminaría el año en torno a 6,9 CNY/USD.

Cabe destacar que los riesgos de desviación de nuestras previsiones del nivel de actividad económica en China están equilibrados, en el sentido que asignamos igual probabilidad a desviaciones hacia mayor o menor crecimiento en torno a la previsión del 6,1%. En la reunión del G20 de junio en Osaka, Estados Unidos y China han acordado una tregua, consistente en no subir más aranceles mientras se sigue negociando el acuerdo, noticia que ha sido recibida con subidas en las bolsas mundiales.

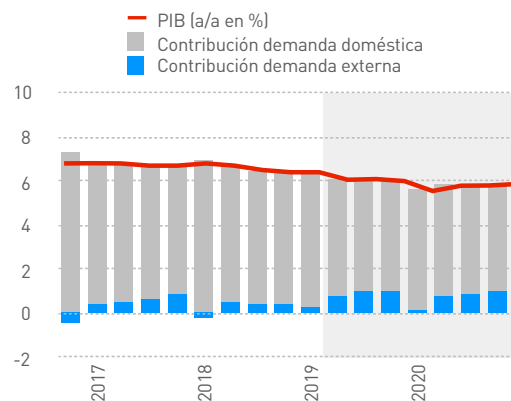
## 1.2.13 Indonesia

### Continuismo reformista.

La economía indonesia creció a un ritmo del 5,1% en el primer trimestre de 2019, en línea con lo que preveíamos, bajando una décima desde el cuarto trimestre de 2018, dado el enfriamiento del contexto externo. Este crecimiento se apoya en un consumo e inversión fuertes (5,0% en ambos casos), pero con las exportaciones e importaciones enfriándose (-2,1% y -7,8%, respectivamente). Esta debilidad del sector exterior se ha mantenido en el inicio del segundo trimestre, con -

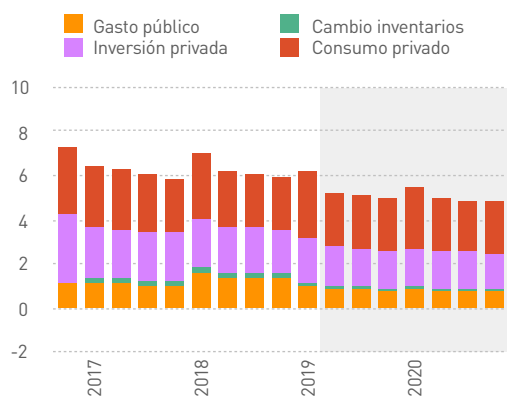
- **Banco Central con postura monetaria acomodaticia aprovechando la tendencia a nivel global.**
- **La estabilidad de la moneda es una prioridad.**
- **La política sería continuista con las decisiones económicas del mandato anterior.**

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



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

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



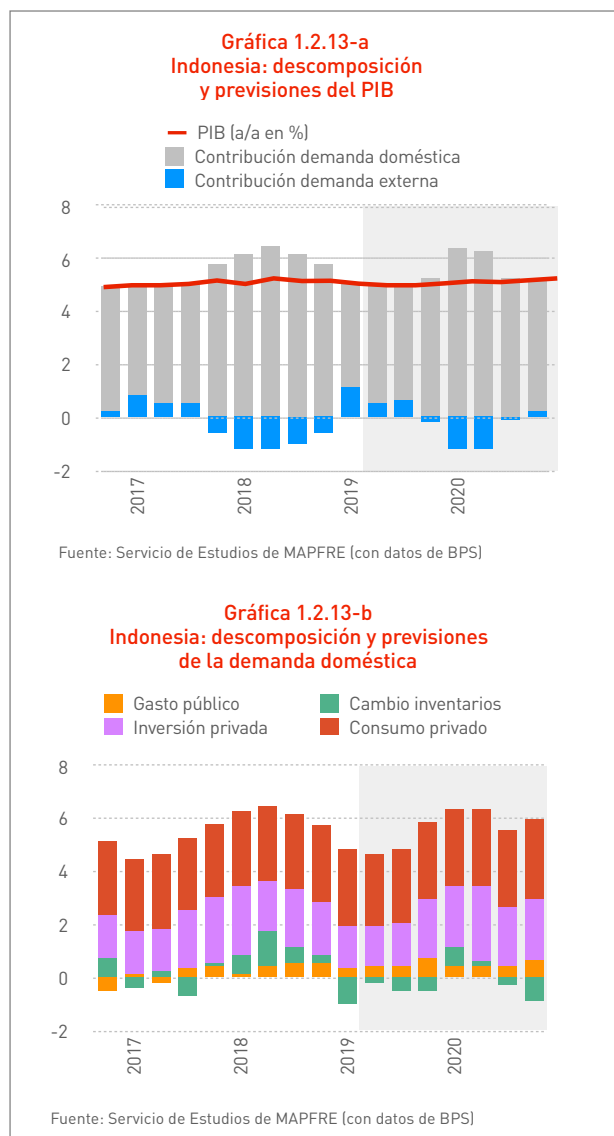
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BoPRC)

**Tabla 1.2.12**  
China: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	7,3	6,9	6,7	6,8	6,6	6,1	5,8
Contribución de la demanda doméstica	5,7	6,9	7,3	6,1	6,3	5,4	5,0
Contribución de la demanda externa	1,6	0,0	-0,6	0,6	0,3	0,8	0,7
Contribución del consumo privado	3,1	3,1	3,1	2,6	2,6	2,6	2,5
Contribución de la inversión privada	2,2	3,3	3,1	2,2	2,0	1,8	1,7
Contribución del gasto público	0,4	0,9	1,1	1,1	1,4	0,9	0,8
Demanda doméstica (% a/a, media)	7,1	7,1	7,5	6,2	6,5	5,5	5,2
Consumo total (% a/a, media)	7,1	8,0	8,5	7,2	7,8	6,6	6,2
Inversión privada (% a/a, media)	6,9	7,3	6,7	4,8	4,4	4,1	3,9
Exportaciones (a/a en %)	5,4	0,4	1,9	6,9	4,4	1,4	3,7
Importaciones (a/a en %)	7,7	0,5	3,2	8,2	6,6	1,6	4,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,1	4,1	4,0	3,9	3,8	3,7	3,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,5	1,5	2,2	1,8	2,2	2,5	2,5
Balance fiscal (% PIB)	-1,8	-3,4	-3,8	-3,7	-4,2	-4,3	-4,3
Balance comercial (% PIB)	4,2	5,3	4,4	3,9	2,9	2,7	2,6
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,3	2,8	1,8	1,6	0,4	0,3	0,3
Tipo de interés oficial (final período)	4,96	2,32	2,59	3,09	3,07	2,61	2,92
Tipo de corto plazo (final período)	5,75	3,05	4,25	5,53	3,70	2,96	3,31
Tipo de largo plazo (final período)	3,63	2,82	3,05	3,91	3,26	3,07	3,22
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,20	6,49	6,94	6,51	6,88	6,87	7,00
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	7,53	7,07	7,32	7,80	7,87	7,93	8,27
Crédito privado (% a/a, media)	13,4	14,8	13,3	10,5	12,0	13,0	9,9
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% , media)	39,7	39,3	38,3	38,6	38,5	38,3	38,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BoPRC)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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



**Tabla 1.2.13**  
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	5,0	4,9	5,0	5,1	5,2	5,0	5,2
Contribución de la demanda doméstica	4,6	3,9	4,9	4,8	6,2	4,5	5,7
Contribución de la demanda externa	0,4	0,9	0,1	0,3	-1,0	0,5	-0,6
Contribución del consumo privado	2,9	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9
Contribución de la inversión privada	1,0	1,6	1,5	2,0	2,2	1,8	2,4
Contribución del gasto público	0,1	0,5	-0,0	0,2	0,4	0,5	0,5
Demanda doméstica (% a/a, media)	5,3	4,0	5,0	4,8	6,3	4,6	5,8
Consumo total (% a/a, media)	4,7	4,9	4,4	4,6	5,1	5,2	5,4
Inversión privada (% a/a, media)	4,5	5,0	4,5	6,1	6,7	5,3	7,3
Exportaciones (a/a en %)	1,3	-2,1	-1,6	9,0	6,5	-0,5	7,9
Importaciones (a/a en %)	2,2	-6,2	-2,4	8,1	12,2	-3,0	11,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,9	5,8	5,5	5,3	5,2	4,8	4,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,5	4,8	3,3	3,5	3,2	3,7	3,4
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-2,6	-2,5	-2,6	-1,7	-1,7	-2,0
Balance comercial (% PIB)	0,8	1,6	1,6	1,9	-0,0	0,2	0,7
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,1	-2,0	-1,8	-1,6	-3,0	-2,75	-2,40
Tipo de interés oficial (final período)	6,50	6,25	4,75	4,25	6,00	6,00	6,00
Tipo de corto plazo (final período)	7,17	8,86	7,46	5,48	7,70	7,19	7,10
Tipo de largo plazo (final período)	7,86	8,81	7,85	6,30	7,90	7,79	7,74
Tipo de cambio vs USD (fin período)	12.427	13.836	13.525	13.484	14.380	14.229	13.857
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	15.088	15.063	14.257	16.171	16.465	16.417	16.369
Crédito privado (% a/a, media)	15,2	10,6	7,8	8,2	10,8	11,2	10,0
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	4,4	32,0	10,1	15,1	5,6	1,3	9,5
Tasa de ahorro (% , media)	17,0	17,0	17,0	17,0	17,1	17,4	17,5

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BPS)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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

13,1% y -6,6%, respectivamente en abril y mayo. Se prevé que en 2019 la economía crezca un 5,0%, y que en 2020 acelere crecer en torno al 5,2% (véanse la Tabla 1.2.13, y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

En cuanto a la inflación, en abril se ha situado en 2,8% con una masa monetaria que crece al 6,2%, pero desacelerándose desde 2017. Aunque se espera que la inflación aumente ligeramente en 2019 como consecuencia de la eliminación de ciertos subsidios, esta debería mantenerse en el rango objetivo del 2,5-4,5%. En su última reunión, el 16 de mayo, el banco central mantuvo los tipos de interés sin cambio en el 6,0%, como se esperaba. El banco central mantiene su foco en la estabilidad financiera, indicando que pretende mantener una política acomodaticia con vista a impedir una mayor desaceleración, pero manteniendo los tipos estables. No obstante, una bajada de tipos de interés no es del todo descartable, pero la estabilidad de la moneda parece ser prioritaria.

En las pasadas elecciones presidenciales, ha ganado el actual titular, Joko Widodo (Jokowi). Sus mensajes en la campaña electoral sugieren que seguirá las políticas del primer mandato, centradas en la industrialización, el desarrollo de infraestructuras y reformas institucionales y fiscales. Con el ciclo de las materias primas ya en fase de desaceleración, el país deberá reorientar sus exportaciones hacia productos manufacturados para evitar el agravamiento de su cuenta corriente.

### 1.2.14 Filipinas

#### La economía decepciona en el primer trimestre.

La economía filipina vio su crecimiento desacelerarse hasta el 5,6% a/a en el primer trimestre del año, sorprendiendo la visión aún alcista del país, pero sin que este menor crecimiento trascienda puesto que no hubo ninguna caída en los componentes que contribuyeron a la actividad. La inversión en equipo, y especialmente en residencial, se desaceleraron como resultado

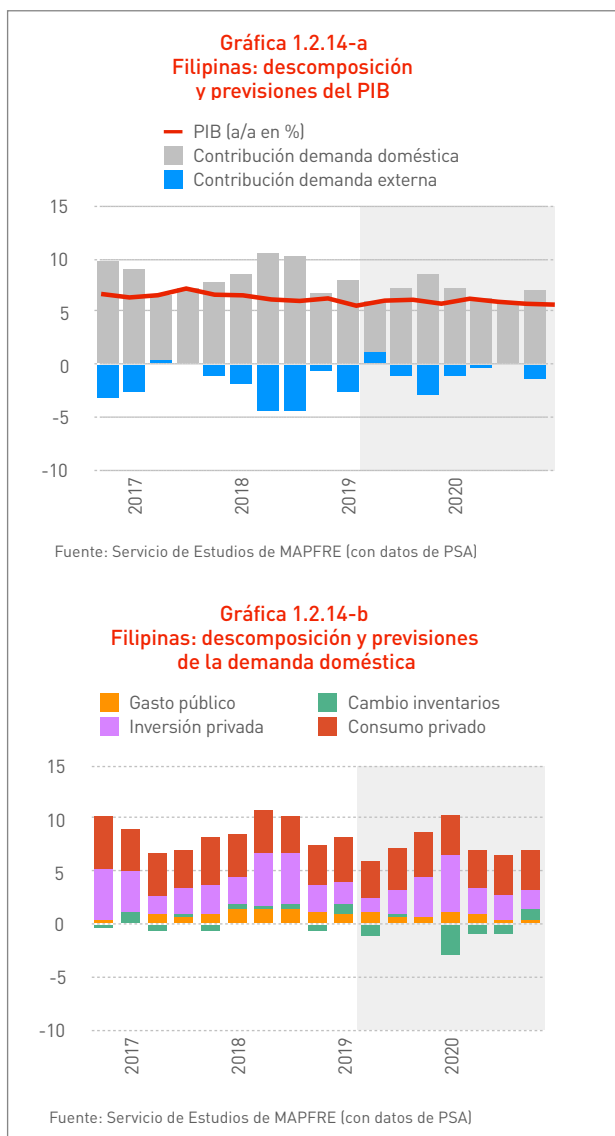
de mayores costes financieros (subida de tipos de interés), y el sector exterior vio cómo las exportaciones y las remesas se ubicaban en una senda más moderada.

El consumo continuó siendo el motor de la expansión del PIB, acelerando hasta el 6,3% y compensando en parte el consumo público que desaceleró al 7,4% (desde el 12,6%), debido a un aplazamiento del gasto público motivado por las elecciones. La confianza de los consumidores y de los negocios se ha recuperado visiblemente en el primer trimestre del año, lo que hace presagiar que la tendencia de fondo de crecimiento fuerte prevalecerá sobre la debilidad del primer trimestre. De esta forma, esperamos que la economía filipina crezca en el entorno del 5,9% durante este año y el siguiente, fundamentalmente apoyada en la demanda interna con condiciones financieras que actuarán como soporte (véanse la Tabla 1.2.14, y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

El déficit comercial mejoró ligeramente en los dos últimos trimestres, gracias al abaratamiento de las importaciones del petróleo y al aplazamiento de importaciones de bienes de capital relacionadas con la congelación temporal del gasto público, pero lleva una tendencia de fondo de empeoramiento, con las importaciones aumentando más que las exportaciones, gracias a un mercado interno fuerte y una demanda exterior debilitándose.

La inflación, por su parte, se está moderando desde octubre, registrando 3,0% en abril gracias a la menor presión en los alimentos y combustibles. El Banco Central ha revisado su propia estimación de inflación al 2,9% y 3,0%,

- **Demanda externa más débil y aplazamiento en el gasto público.**
- **El Banco Central mantiene tipos de interés en 4,5%, en una pausa prudente hasta ver el efecto de las bajadas de requerimientos de reservas.**
- **El ratio de reservas requeridas a los bancos bajará en 3 fases entre mayo y julio.**



**Tabla 1.2.14**  
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a, media)	6,1	6,0	6,9	6,7	6,2	5,9	5,9
Contribución de la demanda doméstica	4,8	9,1	11,9	7,4	9,0	7,2	6,5
Contribución de la demanda externa	1,3	-3,0	-5,0	-0,7	-2,8	-1,3	-0,6
Contribución del consumo privado	3,9	4,4	4,9	4,1	3,8	4,1	3,7
Contribución de la inversión privada	1,1	3,6	6,2	2,7	3,7	2,2	3,0
Contribución del gasto público	0,3	0,8	0,9	0,6	1,4	0,8	0,7
Demanda doméstica (% a/a, media)	5,0	9,0	11,5	6,8	8,4	6,5	5,8
Consumo total (% a/a, media)	5,2	6,5	7,4	5,9	6,6	6,2	5,5
Inversión privada (% a/a, media)	7,2	16,6	26,6	9,4	13,2	7,3	9,7
Exportaciones (a/a en %)	12,6	8,7	11,7	19,7	13,4	5,6	8,7
Importaciones (a/a en %)	10,1	14,6	20,5	18,2	16,0	6,7	8,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,0	5,6	4,7	5,0	5,1	4,8	4,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,9	0,3	2,0	3,0	5,9	3,4	3,0
Balance fiscal (% PIB)	-0,6	-0,9	-2,4	-2,2	-3,2	-3,1	-2,9
Balance comercial (% PIB)	-6,1	-8,0	-11,7	-12,8	-14,8	-14,6	-14,6
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,8	2,5	-0,4	-0,7	-2,4	-2,3	-2,4
Tipo de interés oficial (final período)	4,00	4,00	3,00	3,00	4,75	4,25	4,25
Tipo de corto plazo (final período)	3,09	3,03	2,50	3,22	5,03	4,64	4,62
Tipo de largo plazo (final período)	4,37	4,10	4,63	5,70	7,05	5,47	5,85
Tipo de cambio vs USD (fin período)	44,62	47,17	49,81	49,92	52,72	51,95	51,12
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	54,17	51,35	52,51	59,87	60,37	59,94	60,39
Crédito privado (% a/a, media)	18,0	13,2	15,3	18,0	17,0	12,5	13,5
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,8	2,6	8,7	9,2	10,2	9,5	10,7
Tasa de ahorro (% , media)	9,3	7,7	7,8	8,1	7,7	7,5	8,6

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del PSA)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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



respectivamente para 2019 y 2020. En nuestro escenario central planteamos una previsión de inflación de 3,4% y 3,0%, para esos años.

En la reunión del 9 de mayo, el Banco Central mantuvo los tipos de política monetaria ("*overnight lending*") en el 4,50%, en lo que llamó una pausa prudente, hasta ver el efecto de las tres bajadas de las reservas requeridas a los bancos. El Banco Central ha decidido, en su reunión del 16 de mayo, reducir la ratio de reserva requerido (RRR) de los bancos en 200 puntos básicos en 3 fases: 100 puntos básicos el 31 de mayo, 50 puntos básicos el 28 de junio, y 50 puntos básicos adicionales el 26 de julio, con vistas a estimular el crecimiento del crédito que lleva meses en tendencia de

desaceleración (desde niveles del 20% al 11%). El crecimiento de la masa monetaria también se ha venido desacelerando desde 2017. Esta relajación de los requerimientos de reserva, si funciona en términos de estimulación de crédito, tendrá repercusión en el ritmo de bajadas de los tipos de interés. En este contexto, prevemos una bajada en el tercer trimestre del año, hasta 4,25%.

## 2. Panorama sectorial

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

#### 2.1.1 Mercados globales

La actual situación económica anticipa un crecimiento mundial para 2019 en el entorno del 3,3% (3,6% en 2018), lo que viene a confirmar la desaceleración de la demanda global, frente al crecimiento robusto y sincronizado de 2017 (3,8%). Esta ralentización del crecimiento económico terminará trasladándose al crecimiento de las primas de seguros mundiales, especialmente en los segmentos de No Vida y Vida riesgo. Las medidas de política monetaria más acomodaticia a las que parece se empiezan a dirigir las autoridades monetarias de forma prácticamente generalizada, pueden suavizar el impacto sobre la economía y el desempeño de las referidas líneas de negocio, aunque afectarán de forma negativa sobre el desarrollo del negocio asegurador de Vida ahorro y rentas vitalicias, conforme se vayan materializando. Mientras tanto, las expectativas de bajadas en los tipos de interés puede ser un estímulo para este negocio, en el corto plazo.

#### 2.1.2 Eurozona

Estimamos un crecimiento del PIB real de la Eurozona para 2019 en el entorno del 1,3%, lo que supone una desaceleración respecto del

crecimiento de 2018 (1,9%), en línea con la tendencia iniciada en 2017 (2,5%). El dato de crecimiento en el primer trimestre de 2019 fue mejor de lo esperado, apoyado en el consumo privado y en la inversión. Los indicadores de confianza han mejorado en los últimos meses, la tasa de desempleo se redujo ligeramente y los salarios crecieron en torno al 2%. A pesar de esta ligera mejoría, el crecimiento en las principales economías de la Eurozona continúa siendo débil, lo que terminará trasladándose al crecimiento del negocio asegurador, especialmente por lo que se refiere a las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo.

Por otro lado, la baja inflación y la debilidad del crecimiento económico ha llevado al BCE a la adopción de nuevas medidas de política monetaria no convencionales, con un programa de liquidez a dos años para la banca a un tipo de interés 10 puntos básicos por encima del tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación (TLTRO III). Los tipos de interés de política monetaria van a seguir en sus niveles actuales (0,0% tipo de refinanciación y -0,40% tipo de depósito) hasta la primera mitad de 2020. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), se aprecia una nueva caída de tipos a lo largo de la curva, situándose en niveles notablemente inferiores a los niveles mínimos de 2018 (véase la Gráfica 2.1.2). El tramo corto y medio de la curva presentan valores negativos, que afectan ya a todos los plazos de la curva inferiores a diez años. La curva sigue presentando una inclinación positiva, con mayores tipos a mayores vencimientos, lo que podría ser un estímulo para el desarrollo de

productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias, pero los niveles de los tipos, cada vez más bajos, dificultan su comercialización. Este entorno sostenido de bajos tipos de interés continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio.

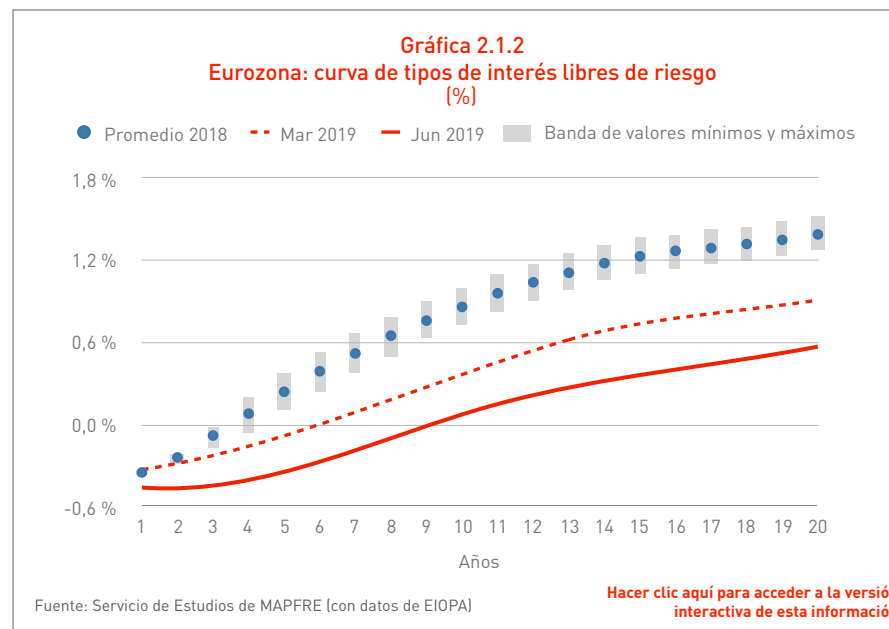
### 2.1.3 Alemania

En Alemania, se prevé que el crecimiento real del PIB se sitúe en torno al 1% en 2019. Los datos de crecimiento del primer trimestre han sido algo mejores de lo esperado, especialmente el de la demanda doméstica. Sin embargo, continúa la desaceleración económica que tomó fuerza en el segundo semestre del año pasado y que proviene del sector industrial. Este entorno de desaceleración puede terminar afectando de forma negativa al crecimiento de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador alemán. No obstante, la fortaleza del mercado laboral, con una tasa de desempleo armonizada que se ubicó en el 3,1%, el crecimiento robusto de los salarios y una ralentización que está afectando más al sector industrial y manufacturero que al consumo interno, podrían suavizar el impacto sobre el crecimiento del negocio asegurador.

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. Este efecto podría resentirse especialmente en Alemania, cuya deuda soberana presenta los niveles más bajos de tipos de interés de toda la Eurozona (cerca de los -40 puntos básicos) y con valores negativos incluso para el bono a diez años.

### 2.1.4 Italia

El crecimiento real estimado de la economía italiana para el año 2019 se sitúa en torno al 0% (0,7% en 2018). El ligero crecimiento que experimentó la economía en el primer trimestre le ha sacado de la situación de recesión técnica, quedando en una situación de crecimiento prácticamente



nulo. Su alto nivel de deuda pública continúa siendo su principal vulnerabilidad, junto con el entorno político que dificulta las necesarias reformas que hagan su economía más dinámica y competitiva. Este entorno de escaso o nulo crecimiento económico es perjudicial para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador italiano, fuertemente vinculado al crecimiento económico.

Por lo que se refiere a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, el elevado volumen de deuda pública respecto al PIB y la situación a nivel político mantienen la prima de riesgo de la deuda soberana italiana por encima del resto de las grandes economías de la Eurozona, con un bono a 10 años con rentabilidades que en el primer trimestre de 2019 se situaban en el entorno del 2,5%. Esta situación constituye un estímulo para los productos con garantías a medio y largo

plazo, sin perjuicio de las vulnerabilidades que puedan acumularse en los balances de las entidades aseguradoras que aprovechan los repuntes de la prima de riesgo para realizar nuevas emisiones de este tipo de productos. La última decisión de la Comisión Europea de renunciar a una petición formal de la apertura de un procedimiento por déficit excesivo basado en el criterio de la deuda, ha vuelto a relajar el diferencial del bono soberano italiano a diez años, por debajo ya del 2%.

### 2.1.5 España

España continúa siendo la más dinámica de las grandes economías de la Eurozona, aunque continúa su suave ralentización. Tras un crecimiento por encima de lo esperado en el primer trimestre de 2019, se prevé que el crecimiento real del PIB en 2019 se sitúe en torno al 2,4% (2,6% en 2018). A pesar de la ligera desaceleración prevista, las expectativas continúan siendo positivas para el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador, si bien con una tendencia a desacelerarse. El crecimiento de la demanda doméstica previsto para 2019 se apoya en el buen comportamiento del mercado laboral, con un nivel de desempleo que continúa a la baja, pero también en el recurso al crédito por parte de familias y empresas y una tasa de ahorro en los niveles más bajos de la última década, lo que le hace más vulnerable.

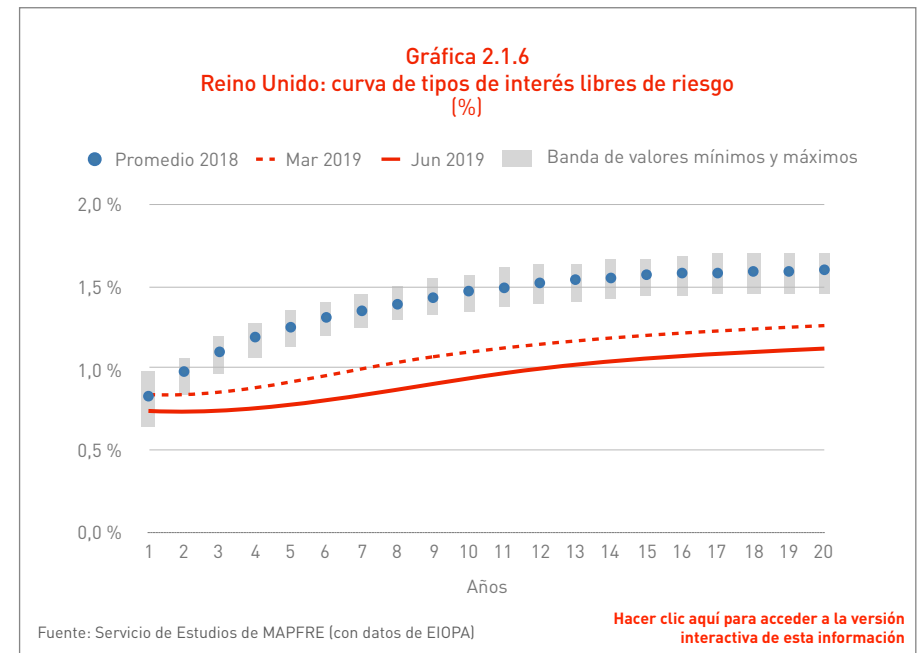
En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, persiste el panorama de bajos tipos de interés que viene lastrando este negocio y que se va a prolongar conforme a los últimos mensajes de política monetaria del BCE.

### 2.1.6 Reino Unido

La incertidumbre generada por la salida de la Unión Europea y las tensiones comerciales a nivel internacional continúan afectando el nivel de actividad económica del Reino Unido. El crecimiento real previsto para 2019 podría situarse en el entorno del 1,3% (1,4% en 2018), lejos de los

crecimientos experimentados en los años anteriores al referéndum sobre la salida que, de momento, se ha aplazado hasta el 31 de octubre de este año. Sin embargo, la tasa de desempleo se mantiene en niveles bajos (en el entorno del 3,8%) y siguen observándose crecimientos en los salarios reales. Este entorno influirá en el desarrollo del negocio asegurador que puede resistir la ralentización de la economía, aunque la incertidumbre sobre sus crecimientos continúa siendo elevada.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, en el Reino Unido persiste también el panorama de bajos tipos de interés que continuará lastrando esta línea de negocio. En su última reunión, el Banco de Inglaterra decidió mantener los tipos de interés en su nivel actual, pero en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA



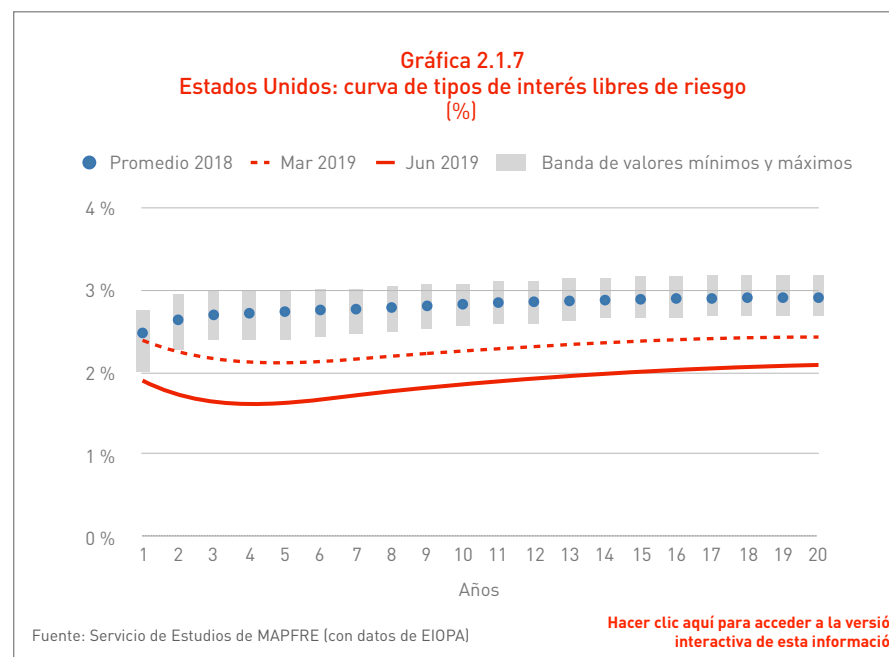
(véase la Gráfica 2.1.6) se aprecia una caída generalizada en el nivel de los tipos en todos los tramos de la curva respecto del trimestre anterior, profundizando su caída por debajo de los niveles mínimos de 2018, excepto en los tipos a corto plazo. La curva presenta una ligera pendiente positiva, si bien la prima por plazo continúa siendo reducida y los niveles se sitúan en mínimos, por lo que el entorno sigue siendo desfavorable para el desarrollo de este tipo de productos.

Por otro lado, la recuperación de los mercados de valores, tras la caída sufrida a finales de 2018, puede favorecer el desarrollo de los productos de seguros en los que el tomador asume el riesgo de la inversión (*unit-linked*), de amplia difusión en este mercado, aunque puede subsistir cierta cautela derivada principalmente de la debilidad del entorno macroeconómico y de la incertidumbre que genera la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

### 2.1.7 Estados Unidos

La economía estadounidense volvió a experimentar un crecimiento en el primer trimestre de 2019, apoyado en el buen desempeño del consumo privado y de la inversión, con una tasa de desempleo que continúa en niveles mínimos y un crecimiento de los salarios reales en el entorno del 3,4%, lo que sigue respaldando la renta disponible y el consumo privado. Sin embargo, algunos indicadores como la inversión en bienes de equipo, los indicadores adelantados de confianza empresarial y la inversión de la curva de tipos en los tramos corto y medio, apuntan hacia una desaceleración de la economía, estimándose un crecimiento en el entorno del 2,5% para 2019 (frente al 2,9% de 2018). El entorno, por tanto, sigue siendo favorable para los negocios de No Vida y Vida riesgo de la industria aseguradora, aunque la desaceleración gradual prevista a lo largo de este año podría traducirse en menores crecimientos de estas líneas de negocio.

En cuanto a los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, el efecto favorable del crecimiento económico podría verse reforzado por el comportamiento de los tipos de interés. La Reserva Federal ha frenado el proceso de normalización monetaria y es previsible una eventual bajada de tipos de interés a la segunda mitad de 2019. En las últimas curvas de tipos libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7), se aprecia una caída significativa en todos los tramos de la curva respecto del nivel que presentaban al cierre del trimestre anterior, quedando por debajo de los mínimos de 2018, en todos sus tramos. La curva sigue presentando una pendiente negativa en los plazos inferiores a cinco años. Las expectativas de nuevas caídas de tipos, que podría afectar negativamente al negocio de Vida ahorro, pueden, sin embargo, estimular en el corto plazo la demanda



de productos de ahorro, especialmente de aquellos que ofrecen garantías de tipos de interés a medio y largo plazo.

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

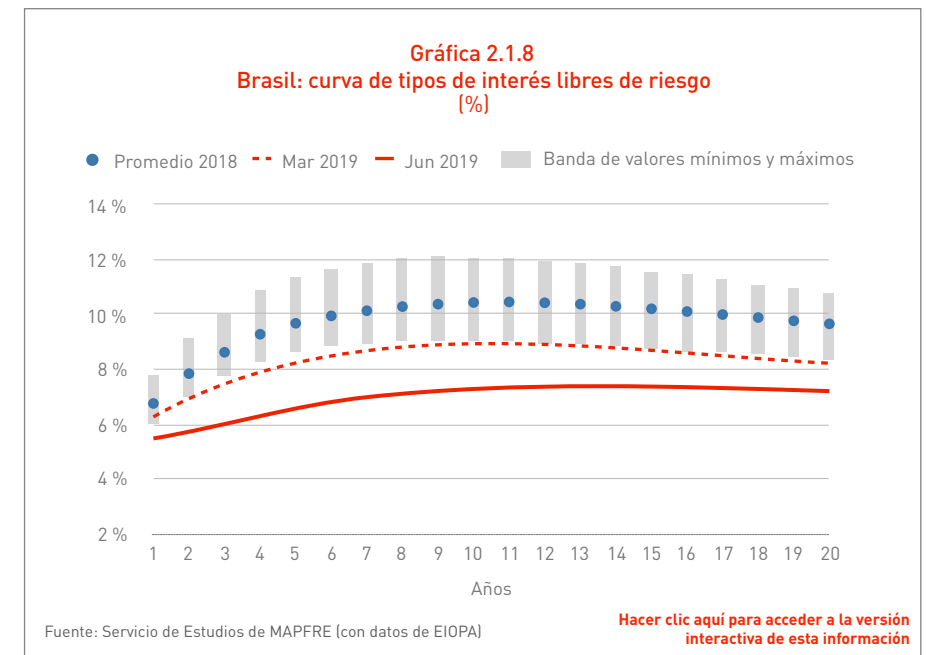
### 2.1.8 Brasil

Todos los indicadores apuntan hacia una desaceleración de los niveles de actividad de la economía brasileña, lo que nos lleva a rebajar las expectativas iniciales de crecimiento real del PIB en 2019 hasta el 1% (1,1% en 2018). Las previsiones de ralentización global se están materializando, lo que se une a la persistencia del fuerte desequilibrio en las cuentas públicas y a las dificultades que enfrenta el gobierno para acometer las reformas estructurales necesarias para equilibrarlas, especialmente en el sistema de pensiones.

La aportación principal al crecimiento proviene del consumo privado ya que el sector exterior y la inversión se están ralentizando más de lo previsto. La revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico hace que empeoren también las perspectivas de crecimiento para el negocio de No Vida y de Vida riesgo de la industria aseguradora. La inflación, por su parte, parece que se ha controlado y se prevé cierta estabilidad de los tipos de cambio, lo cual resulta positivo para el desempeño de estas líneas de negocio.

Por otro lado, no se prevé que el Banco Central siga reduciendo el tipo de interés de referencia de la política monetaria. En las curvas de tipos de

interés libres de riesgo producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8) se observa que los tipos han vuelto a caer, cuando parecía que se habían estabilizado en el trimestre anterior, frente a la caída significativa experimentada en 2018. La curva mantiene una pendiente positiva, lo cual favorece el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, pero los tipos de interés en todos los vencimientos se encuentran en niveles relativamente bajos, si se comparan con los alcanzados en años anteriores, lo cual puede dificultar la comercialización de nuevos productos para estos segmentos de negocio.



### 2.1.9 México

Tras la desaceleración sufrida en el último trimestre, estimamos un crecimiento real para la economía mexicana en 2019 en el entorno del 1,3% (2% en 2018), por lo que continúan reduciéndose sus perspectivas de crecimiento. La política monetaria restrictiva con el fin de controlar la inflación y, colateralmente, la depreciación de la moneda, ha traído consigo una ralentización de la economía a la que ha contribuido la caída del gasto público, de la inversión y la desaceleración del sector exterior, a lo que se suma el aumento en la incertidumbre inversora.

Esta ralentización económica podría terminar trasladándose al mercado asegurador, especialmente a los segmentos de negocio de No Vida y Vida

riesgo dada su fuerte vinculación con el comportamiento económico. Sin embargo, la inflación se está moderando y la moneda parece haberse estabilizado, lo cual son buenas noticias para el desempeño de la rentabilidad de las líneas de negocio de No Vida (que se veía afectada de forma negativa por el repunte de meses anteriores), por el efecto positivo sobre los gastos derivados de los siniestros y el coste de las coberturas de reaseguro.

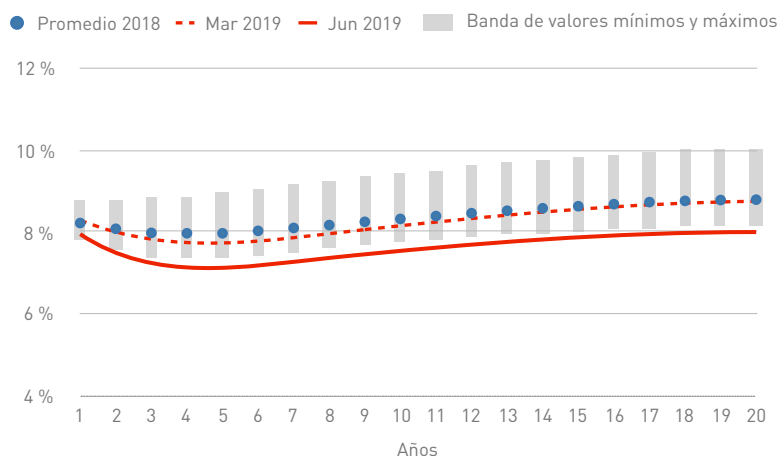
En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9) puede observarse una caída en todos los tramos de la curva a finales de junio de 2019 respecto del nivel que presentaba en marzo, situándose por debajo de los niveles mínimos de 2018, excepto en vencimientos a un año en los que se encuentra ligeramente por encima del mínimo de 2018. La curva presenta una ligera pendiente negativa en vencimientos inferiores a cinco años. Este entorno continúa siendo favorable para la comercialización de productos de Vida ahorro y rentas vitalicias que aprovechen el nivel de los tipos a largo plazo, así como productos de Vida ahorro temporales renovables en plazos inferiores a un año, que permitan una revisión del tipo garantizado en cada renovación. Las expectativas de que los tipos de interés puedan seguir bajando pueden ayudar a la comercialización de este tipo de productos.

### 2.1.10 Argentina

La previsión para la economía argentina en 2019 es de una caída del PIB en términos reales del -1,5% (-2,4% en 2018). Sin embargo, la previsión es que en el año 2020 vuelva el crecimiento (2,6%). De momento, la aplicación de las medidas de política fiscal y monetaria restrictivas acordadas bajo el programa de asistencia financiera con el FMI dificultan en el corto plazo la salida del entorno recesivo en el que se encuentra su economía, pero apuntan a una mejora de las perspectivas a medio plazo.

Este entorno recesivo afecta negativamente al desarrollo del negocio asegurador, especialmente a las líneas de negocio de No Vida y Vida

**Gráfica 2.1.9**  
México: 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](#)

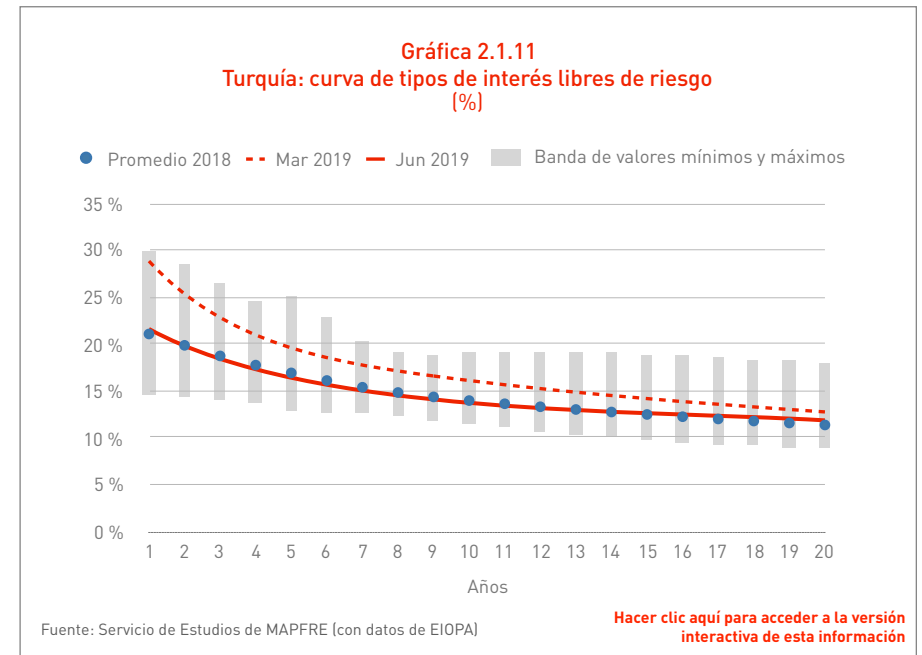


riesgo. Las dificultades para controlar la inflación, que no muestra signos de moderarse (57,3% interanual en mes de mayo), impactarán de forma negativa en el coste de los siniestros de las compañías aseguradoras que no pueden beneficiarse plenamente de los altos tipos de interés de política monetaria para apuntalar la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio, por los límites regulatorios impuestos a las entidades aseguradoras en las inversiones en instrumentos de deuda pública a corto plazo. Este entorno de tipos de interés podría ser, asimismo, una oportunidad para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro temporales anuales renovables con vencimientos cortos y renegociación del tipo garantizado en cada vencimiento, pero los referidos límites regulatorios dificultan también el desarrollo de este tipo de productos.

### 2.1.11 Turquía

En Turquía, continúa en el entorno recesivo en el que entró la economía en la segunda mitad del año pasado y se prevé una caída del PIB en términos reales del -1,6% en 2019, para el conjunto del año (frente a un crecimiento del 2,9% en 2018). El entorno recesivo y el desequilibrio en su balanza de pagos hacen que la tensión sobre la lira no termine de remitir. Sin embargo, el endurecimiento de la política monetaria y el plan económico a tres años para intentar controlar la situación están surtiendo su efecto y se estima que la economía turca podría salir de la recesión a finales de año.

El entorno recesivo, de momento, impactará negativamente en el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo de la industria aseguradora, el cual también se ve afectado por el sistema de control de precios en el seguro de responsabilidad civil obligatorio de vehículos automóviles. La tasa de inflación continúa alta pero parece que se está moderando y la moneda ha tenido un mejor comportamiento por las medidas de política monetaria restrictiva adoptadas, por lo que se modera el impacto negativo que el deterioro de estos indicadores conlleva en el



coste de los siniestros de las compañías aseguradoras. Asimismo, los altos tipos de interés de política monetaria pueden ayudar a compensar estos efectos adversos, apuntalando la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio. No obstante, el riesgo de la volatilidad en la cotización de la moneda sigue siendo alto, aunque empieza a moderarse.

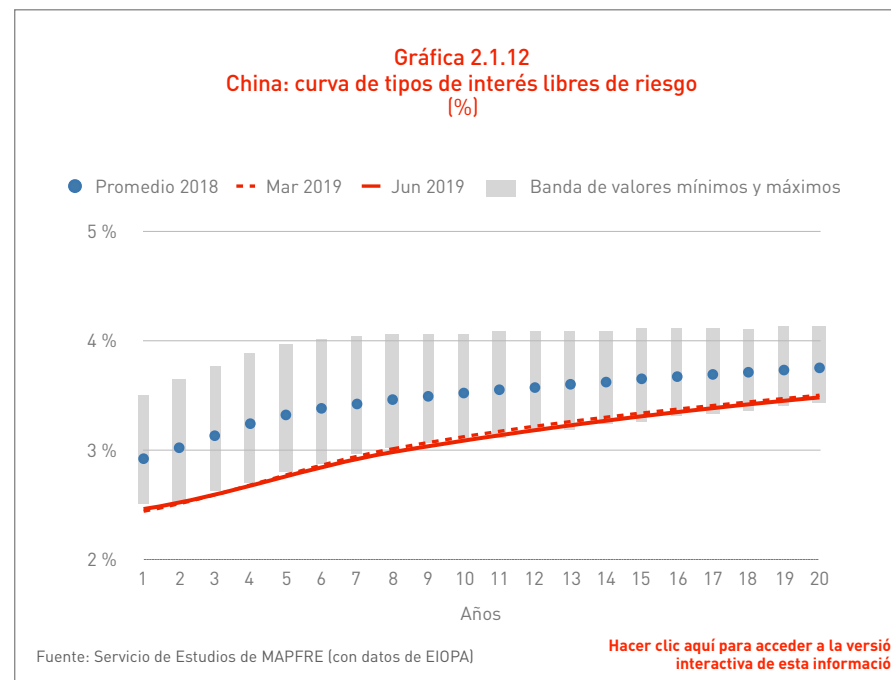
Por su parte, como puede observarse en las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA, continúa alta la volatilidad en el comportamiento de los tipos de interés con una curva que continúa marcadamente invertida, pero que se ha normalizado de forma notable en el último trimestre, respecto a la situación que presentaba a finales del mes de marzo (véase la Gráfica 2.1.11). Este entorno de alta volatilidad y de inversión de la curva de tipos es perjudicial para el desarrollo de

productos con garantías a largo plazo de los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias. Sin embargo, los altos niveles de tipos a corto plazo presentan una oportunidad de negocio para la comercialización de productos de Vida ahorro temporales renovables en plazos cortos, que permitan una revisión del tipo garantizado en cada renovación.

### 2.1.12 China

La previsión para la economía china es de un crecimiento del PIB entorno al 6,1% en 2019, en términos reales (6,6% en 2018). La inversión y el consumo continúan siendo el motor del crecimiento. Las tensiones comerciales con los Estados Unidos y la desaceleración prevista del crecimiento global, apuntan hacia una caída en el crecimiento real de su economía que se acentuaría en 2020 (5,8%). Sin embargo, el programa de apoyos fiscales llevado a cabo por el gobierno para estimular la demanda interna y contrarrestar una desaceleración del sector exterior está funcionando y esta podría ser menos acusada de lo inicialmente previsto. En cualquier caso, la fortaleza de la demanda interna y las previsiones de crecimiento continúan siendo positivas para las perspectivas del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo en China, uno de los motores del crecimiento del sector asegurador a nivel mundial, con la ayuda de la aún reducida tasa de penetración de los seguros, propio de las economías emergentes, que conlleva una mayor elasticidad en el crecimiento de las primas ante crecimientos del PIB. El gobierno chino, como se ha venido destacando en anteriores informes, tiene entre sus objetivos explícitos para la actividad aseguradora el incrementar la tasa de penetración. Las perspectivas de inflación moderada (2,5%) y la estabilidad de su moneda favorecen asimismo el desarrollo de este negocio.

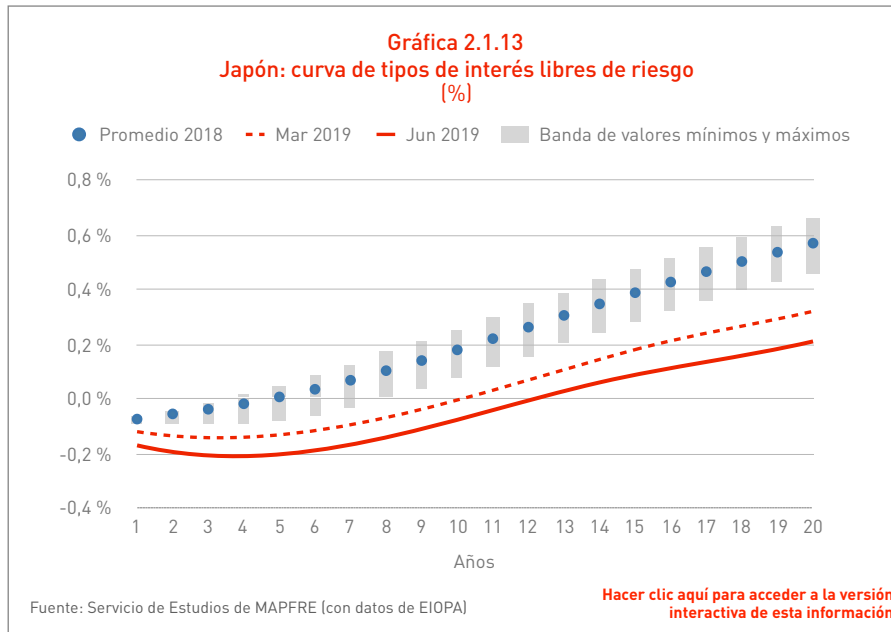
En cuanto a los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12) se aprecia que los tipos llevan ya dos trimestres estabilizados, tras la caída significativa que experimentaron en 2018 por los estímulos monetarios que se aplicaron para evitar una excesiva ralentización de la economía. La



curva mantiene una pendiente positiva, si bien los tipos de interés en todos los vencimientos se encuentran en niveles bajos, comparados con los alcanzados en 2018, lo cual puede dificultar la comercialización de nuevos productos para estos segmentos de negocio.

### 2.1.13 Japón

La previsión de crecimiento real del PIB para la economía japonesa la situamos en el entorno del 0,5% en 2019 (0,8% en 2018). En el primer trimestre, esa economía continuó recuperándose de la fuerte desaceleración sufrida en el segundo semestre de 2018, motivada por los desastres naturales y el entorno más débil de comercio exterior. No



obstante, las exportaciones y la producción industrial continúan deteriorándose por lo que la previsión es que el crecimiento siga debilitándose en los dos próximos años, lo que hace prever un comportamiento también débil en términos de crecimiento del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo.

En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13) se aprecia que se ha profundizado la caída de tipos a lo largo de la curva en el mes de junio respecto de los niveles del mes de marzo de 2019, situándose por debajo de los niveles mínimos de 2018 en todos los tramos. La curva presenta valores negativos para vencimientos hasta doce años y la prima por plazo a partir de esos vencimientos continúa deprimida, lo cual hace muy difícil la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias. Este

entorno sostenido de bajos tipos de interés continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio.

### 2.1.14 Filipinas

La previsión para la economía filipina es de un crecimiento del PIB en términos reales en el entorno del 5,9% en 2019 (6,2% en 2018). En cualquier caso, se trata de un crecimiento robusto en un contexto global de desaceleración. La ligera revisión a la baja del crecimiento se debe a un comportamiento de la economía algo menor de lo esperado en el primer trimestre de 2019. El motor del crecimiento proviene de la demanda interna, principalmente del consumo privado, pero también de la inversión, aunque esta última se ha ralentizado más de lo previsto. Esto ha motivado una primera decisión del banco central de relajar la política monetaria restrictiva que estaba aplicando. El déficit comercial sigue mostrando una tendencia a deteriorarse a lo largo del año.

En cualquier caso, el panorama de crecimiento económico es favorable para las perspectivas del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, con la ayuda de la aún reducida tasa de penetración del seguro en Filipinas. La inflación continúa moderándose y se situó en el 3,4% en el primer trimestre del año, lo que contrasta con las altas tasas de inflación registradas en el trimestre anterior (5,9%). Este entorno de control inflacionario constituye una buena noticia para la rentabilidad de estas líneas de negocio asegurador No Vida, al moderarse el crecimiento del coste de los siniestros de las compañías aseguradoras.

Por otro lado, la relajación de la política monetaria restrictiva que venía aplicando el Banco Central ha supuesto una rebaja en el tipo de referencia de la política monetaria hasta el 4,5% (desde el 4,75%) y la rentabilidad del bono soberano a diez años, que se situaba en el 7% en diciembre de 2018, se estima que puede relajarse hasta niveles en torno al 5,5% a finales de 2019. Este entorno de tipos de interés, con una prima por plazo todavía positiva y expectativas a la baja, junto con la situación de crecimiento

económico, puede estimular en el corto plazo el crecimiento de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias, pero las bajadas de los tipos de interés, una vez se materializan, y su volatilidad son perjudiciales para el desarrollo de estas líneas de negocio. En cualquier caso, no esperamos un gran impacto negativo, ya que el nivel de los tipos de interés a finales de 2018 era excepcionalmente alto, si se analiza la serie histórica.

## 2.2 Tendencias regulatorias

### 2.2.1 SFCR de los principales grupos aseguradores de la Unión Europea

#### Solvencia II y el Informe sobre la Situación Financiera y Solvencia

En los meses de mayo y junio de 2019, los principales grupos aseguradores de la Unión Europea (UE) han publicado su “Informe sobre la Situación Financiera y Solvencia” (*Solvency and Financial Condition Report*, SFCR) correspondiente al ejercicio de 2018. Se trata del tercero de estos informes que han sido divulgados por dichas entidades desde que se encuentra en vigor el nuevo marco armonizado de regulación de Solvencia II.

Uno de los principales cambios que fueron introducidos por la nueva normativa de solvencia europea fue la obligatoriedad de cálculo de un capital de solvencia obligatorio a nivel de grupo (en adelante SCR de grupo, por sus siglas en inglés, “*Solvency Capital Requirement*”), el cual se aplica a los grupos de entidades aseguradoras localizados en la Unión Europea. Cabe recordar que de manera previa a la entrada en vigor de Solvencia II, solo existía la obligación de calcular un capital regulatorio a nivel individual por parte las entidades aseguradoras y sobre esta base se desarrollaba el control prudencial por parte de los supervisores nacionales. Además, se articulaba un control complementario para la

supervisión de los grupos aseguradores centrado en la detección de operaciones intra-grupo que pudiesen dar lugar al doble cómputo de capitales en diversas entidades de un mismo grupo, o bien la existencia de riesgos adicionales que no resultasen visibles con el control a nivel individual.

Ahora, conforme a lo previsto por Solvencia II, se reproduce el esquema regulatorio basado en tres pilares que busca crear los incentivos para que no solamente las entidades aseguradoras se gestionen apropiadamente a nivel individual, sino también a nivel de los grupos aseguradores de los que forman parte. De esta forma, se busca fortalecer el esquema normativo que tiene como propósito proteger los intereses de los asegurados y, al mismo tiempo, garantizar que el sector asegurador contribuya al buen desempeño económico y, por ende, a la estabilidad del sistema financiero.

En este contexto, dentro del esquema aplicable a los grupos aseguradores, el Pilar 1 está orientado a la determinación de los aspectos cuantitativos que preservan la posición de solvencia del grupo, definido bajo la propia normativa de solvencia y que, por lo tanto, puede diferir del perímetro de consolidación contable; el Pilar 2 busca mantener una adecuada gobernanza de los grupos aseguradores como un elemento adicional que apuntale el desempeño de estos y, por ende, su posición de solvencia, y finalmente el Pilar 3 tiene como objetivo elevar la transparencia y revelación de información de dichos grupos hacia el mercado.

Así, conforme a la normativa aplicable al Pilar 3, los grupos de entidades aseguradoras deben publicar anualmente datos acerca de su posición financiera y de solvencia, suministrando información coherente, comparable y de alta calidad al mercado mediante la divulgación del SFCR de grupo. Con este ejercicio de transparencia, la regulación tiene como propósito que, en la medida en que los agentes económicos interesados cuenten con información que les permita comprender el riesgo implícito a

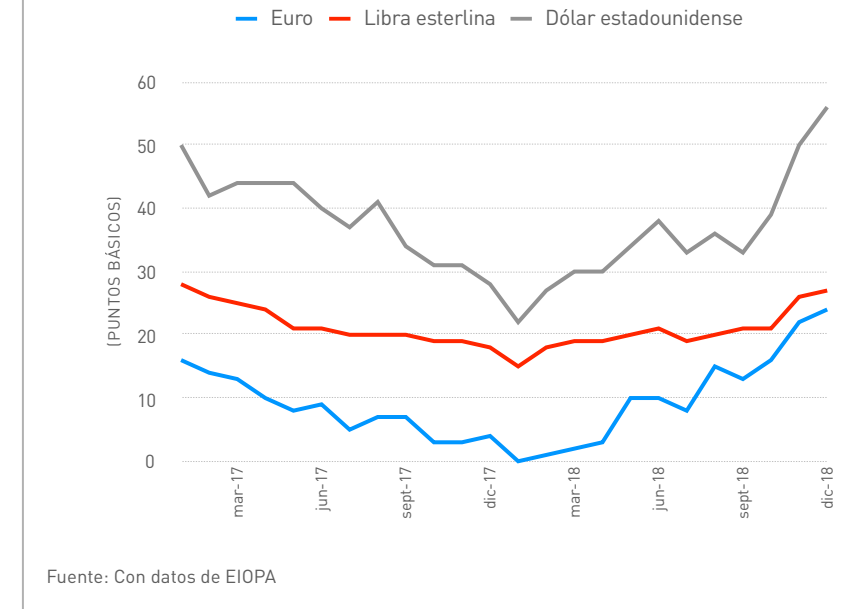
nivel de los diferentes grupos aseguradores, puedan valorar, desde una perspectiva agregada, las características de sus procesos de evaluación y gestión de riesgos, el nivel de suficiencia de las provisiones técnicas y fondos propios y, por tanto, su posición de solvencia.

De manera análoga a lo realizado en 2017, este informe presenta un análisis del comportamiento de los ratios de solvencia de los principales grupos aseguradores de la UE para 2018, incluyendo algunas comparaciones de la evolución de sus principales componentes respecto a 2017, que fue el segundo año de operación del esquema regulatorio de Solvencia II.

Respecto a 2018, destaca el beneficio de la aplicación de las medidas de ajuste por volatilidad y por casamiento, que ha permitido a los grupos aseguradores europeos compensar el aumento de la volatilidad que experimentaron los mercados financieros, especialmente en el segundo semestre del año. Este efecto ha sido notable para las inversiones en dólares y euros y, en menor medida, para las inversiones en libras para las que el aumento de la volatilidad al final de 2018 respecto de la observada al cierre de 2017 fue significativamente menor. Este comportamiento puede observarse en la Gráfica 2.2.1-a, la cual muestra el ajuste por volatilidad calculado por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) para una cartera representativa de las inversiones de las entidades aseguradoras en distintas divisas durante 2017 y 2018.

El aumento de la volatilidad en las inversiones en dólares y en euros motivó un incremento en los ajustes por volatilidad y por casamiento aplicados para el cálculo de las provisiones técnicas y del SCR a la hora de determinar el ratio de solvencia a nivel de grupo bajo la nueva regulación prudencial, como se puede confirmar en el análisis que se presenta en los siguientes apartados de este informe.

**Gráfica 2.2.1-a**  
**Principales divisas: ajuste por volatilidad, 2017-2018**



Este hecho pone de relieve la importancia de estas medidas transitorias y de ajuste incorporadas desde la entrada en vigor de Solvencia II, las cuales actúan de forma anti-cíclica cuando se producen volatilidades puntuales elevadas en las valoraciones de mercado, teniendo en cuenta que, por su modelo de negocio, las entidades aseguradoras no se encuentran expuestas directamente a las referidas volatilidades por tratarse de inversores que, al gestionar adecuadamente sus riesgos, invierten normalmente a vencimiento.

## Ratios de solvencia

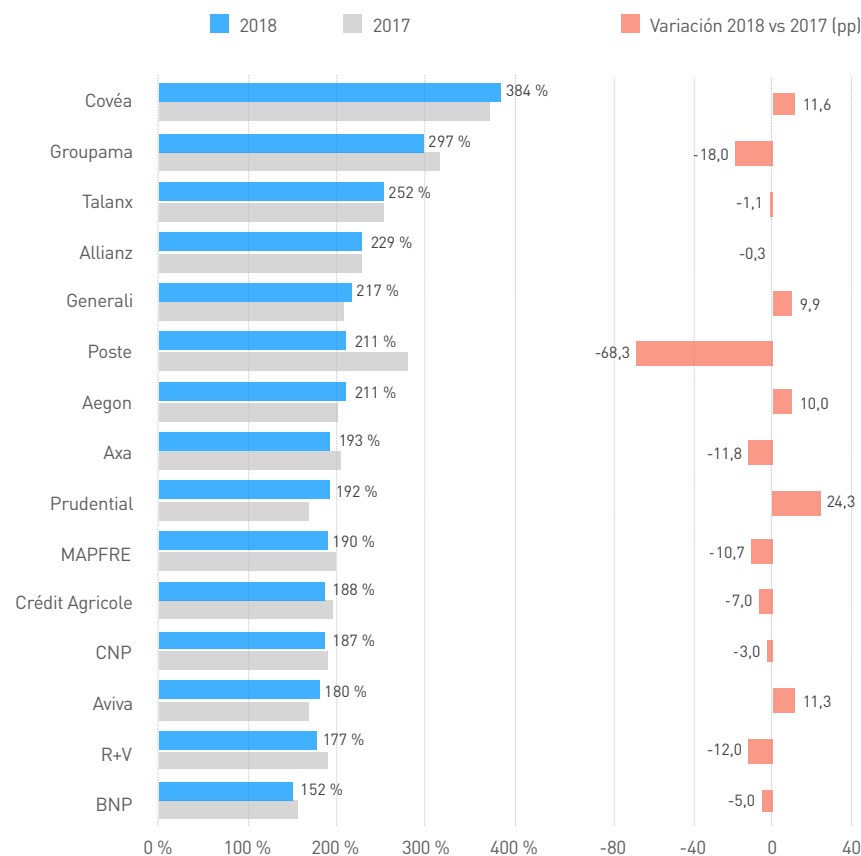
La Gráfica 2.1 muestra los ratios de solvencia correspondientes al ejercicio 2018, publicados en los SFCR presentados en 2019 por los principales grupos aseguradores de la Unión Europea<sup>4</sup>. Dichos ratios se comparan con los que fueron publicados en su oportunidad respecto al ejercicio de 2017, así como la variación entre ambos años.

Como se desprende de esta información, Covéa presenta el mayor ratio de solvencia en 2018 entre los grupos analizados, con un 384%. Asimismo, los grupos que han visto mayores incrementos en sus ratios de solvencia durante 2017-2018 fueron Prudential, Covéa y Aviva, aumentando en 24,3, 11,6 y 11,3 puntos porcentuales (pp), respectivamente.

En contrapartida, los grupos aseguradores Poste y Groupama presentan las mayores caídas en sus respectivos ratios de solvencia respecto a 2017, reduciéndose en 68,3 y 18 pp, respectivamente. A pesar de ello, ambos grupos presentan una situación saneada en su posición de solvencia, si bien Poste sigue perdiendo posiciones en el ranking de los grupos analizados pasando a la sexta posición, por detrás de Generali. El grupo MAPFRE, por su parte, pierde una posición respecto a la que había ocupado en 2017, al haber visto reducido su ratio de solvencia en 10,7 pp, quedando por detrás de Prudential que ha subido cuatro posiciones en el ranking de solvencia entre 2017 y 2018.

Complementariamente, la Tabla 2.2.1-a muestra las principales cifras financieras y de solvencia correspondientes al ejercicio 2018 declaradas por los grupos aseguradores en sus respectivos SFCR. A partir de esta información, se observa que las primas totales en ese año para el conjunto de los principales grupos aseguradores de la UE, ascendieron a 631 millardos de euros (615 en 2017), en tanto que las provisiones técnicas se situaron en 3,6 billones de euros, cifra similar a la del año anterior. Asimismo, los fondos propios totales se situaron en 413,5 millardos de

Gráfica 2.2.1-b  
Ratios de solvencia 2018 y variación vs 2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Tabla 2.2.1-a**  
Principales cifras financieras y de solvencia, 2018  
(millones de euros)

	Primas	Provisiones técnicas	Fondos propios admisibles	SCR requerido	Ratio de solvencia
Allianz	129.926	561.643	76.807	33.487	229 %
Axa	96.369	456.358	58.188	30.165	193 %
Generali	71.091	408.929	44.191	20.407	217 %
Prudential	55.028	259.842	40.425	21.023	192 %
Aviva	44.807	366.297	31.192	17.345	180 %
Talanx	33.880	104.742	20.970	8.324	252 %
Crédit Agricole	33.761	317.905	23.064	12.248	188 %
CNP	33.497	354.302	25.068	13.374	187 %
BNP	23.789	205.536	11.418	7.506	152 %
MAPFRE	22.537	35.938	8.819	4.653	190 %
Aegon	22.143	138.147	17.602	8.349	211 %
Covéa	17.011	84.629	23.933	6.239	384 %
Poste	16.797	120.143	8.259	3.901	212 %
R+V	16.247	87.632	10.732	6.054	177 %
Groupama	14.094	72.252	12.868	4.326	297 %
<b>Total</b>	<b>630.977</b>	<b>3.574.294</b>	<b>413.536</b>	<b>197.401</b>	<b>209 %</b>

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

euros (414,2 en 2017), en tanto que el SCR agregado sumó 197,4 millardos de euros (199,2 en 2017), dando como resultado un ratio de solvencia agregado de la muestra que se situó en el 209% (frente al 208% de 2017).

### Métodos de cálculo del SCR

En la Tabla 2.2.1-b se presenta la información relativa al método empleado por los grupos aseguradores considerados en este reporte para efectos del cálculo del SCR en 2018. Como se observa, no se presentan variaciones respecto al año anterior. Así, de los 15 grupos analizados, 7 (CNP, Crédit Agricole, MAPFRE, BNP, Poste, Covéa y R+V) siguieron empleando la fórmula estándar, en tanto que los 8 restantes (Allianz, Axa,

**Tabla 2.2.1-b**  
Métodos de cálculo del SCR, 2018

	Fórmula estándar	Modelos Internos Parciales				
		Mercado	Crédito	Suscripción	Operacional	Otros
Allianz		✓	✓	✓	✓	✓
Axa		✓	✓	✓	✓	✓
Generali		✓	✓	✓		
Prudential		✓	✓	✓	✓	✓
Aviva		✓	✓	✓	✓	✓
Talanx		✓	✓	✓		
Crédit Agricole	✓					
CNP	✓					
BNP	✓					
MAPFRE	✓					
Aegon		✓	✓	✓		✓
Covéa	✓					
Poste	✓					
R+V	✓					
Groupama				✓		

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Generali, Prudential, Aviva, Talanx, Aegon y Groupama) utilizaron diferentes modalidades de modelos internos.

Cabe destacar que ninguno de los grupos analizados aplica un modelo interno puro para el cálculo del SCR. Los grupos que realizan algún tipo de modelización interna han optado por aplicar modelos internos parciales, combinando el cálculo de la fórmula estándar para determinados módulos, con modelos internos para determinadas categorías de riesgos.

### Fondos propios admisibles

La Tabla 2.2.1-c ilustra la calidad de los fondos propios admisibles de los que dispusieron los diferentes grupos aseguradores considerados en este análisis para cubrir sus requerimientos de capital. De acuerdo con esta información, a nivel agregado, el 84% de los fondos propios admisibles eran de máxima calidad o tier 1 (86% en 2017), el 15% tier 2 (13% en 2017), y solamente el 1% correspondía al nivel tier 3, mismo porcentaje que en el año previo. Se ha producido, por tanto, una reducción de 2 pp en los fondos propios de máxima calidad con un correlativo incremento de los fondos propios calificados como tier 2. Destacan los casos de Covéa y R+V, para los cuales los fondos propios admisibles de máxima calidad se sitúan en niveles cercanos al 100%.

Para complementar esta información, las Gráficas 2.2.1-c, 2.2.1-d y 2.2.1-e muestran una comparativa del importe de los fondos propios admisibles en relación con algunas magnitudes relevantes del balance y del negocio (activos, provisiones técnicas y primas) de los distintos grupos aseguradores considerados en el análisis, así como las variaciones registradas en esas referencias relativas con respecto a 2017. En la relación entre fondos propios y activos, destacan los casos de Covéa, MAPFRE y Talanx, con una proporción del 20,5%, 16,2% y 14%, respectivamente; en la relación entre los fondos propios y las provisiones técnicas, las primeras tres posiciones son también ocupadas por Covéa,

MAPFRE y Talanx, con una proporción del 28,3%, 24,5% y 20%, en cada caso; y finalmente en la relación entre fondos propios y primas, Covéa, Groupama y Aegon se sitúan en los primeros lugares, con el 140,7%, 91,3% y 79,5%, respectivamente.

### Medidas transitorias y de ajuste

Un aspecto relevante para analizar el nivel de los ratios de solvencia de los grupos que se consideran en este reporte, tiene que ver con el efecto derivado de las medidas transitorias y de ajuste que fueron introducidas en la Directiva de Solvencia II para aliviar el potencial perjuicio para el negocio derivado de la existencia de carteras de productos con garantías a largo plazo.

Dichas medidas establecen un régimen transitorio amplio para la entrada vigor completa del nuevo sistema y además consideran la naturaleza de inversores institucionales a largo plazo que tienen este tipo de entidades y sus grupos, que pueden hacer frente a volatilidades de los mercados financieros, con incrementos de los spreads de mercado, sin necesidad de realizar ventas forzadas (ajuste por volatilidad) y la adecuada gestión de riesgos activos-pasivos (ajuste por casamiento). De esta forma, el régimen transitorio permite una transición suave hacia los requisitos del nuevo sistema, para los que decidan hacer uso del mismo.

Las medidas adoptadas por la Directiva en este sentido fueron las siguientes:

- Medida transitoria de provisiones técnicas. Esta medida permite diferir gradualmente la diferencia existente entre la provisión técnica estimada bajo los parámetros de Solvencia II y la calculada conforme a las anteriores normas de Solvencia I, en un plazo inicial de 16 años, hasta el 1 de enero de 2032 (habiendo transcurrido ya tres años). Es aplicable solo a las carteras existentes en el momento de entrada en vigor del nuevo sistema, el 1 de enero de 2016.

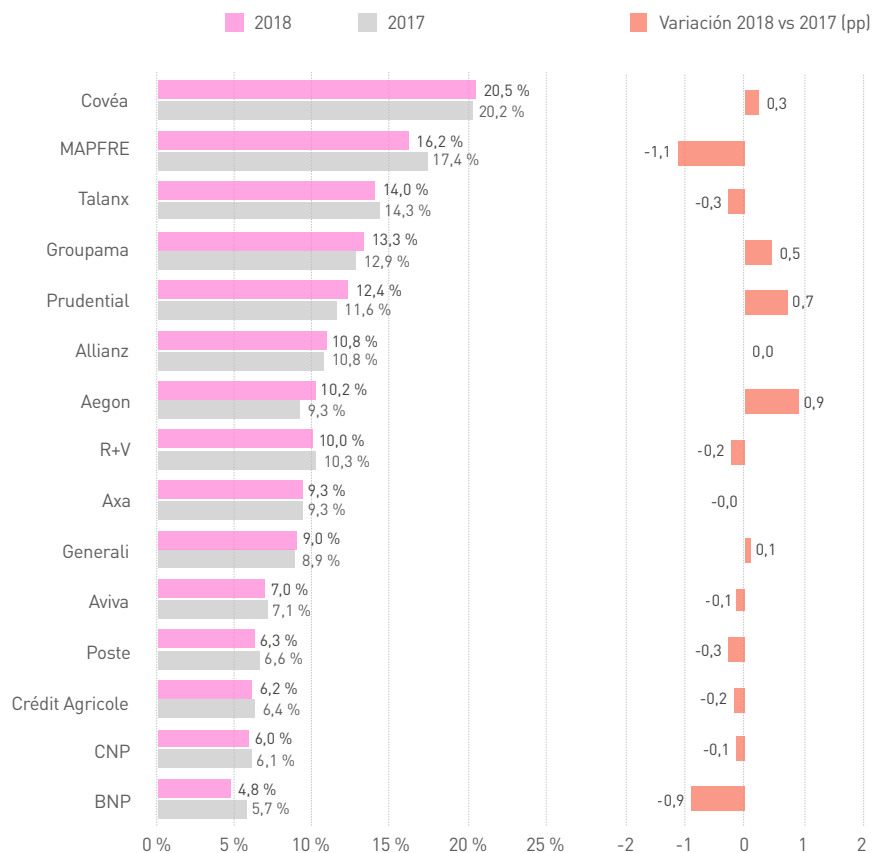


**Tabla 2.2.1-c**  
**Calidad de los fondos propios admisibles, 2018**  
(miles de euros y porcentajes)

	Fondos propios admisibles	Tier 1		Tier 1r		Tier 2		Tier 3	
		(monto)	(%)	(monto)	(%)	(monto)	(%)	(monto)	(%)
Allianz	76.807.208	62.374.327	81,2 %	3.230.095	4,2 %	10.465.077	13,6 %	737.709	1,0 %
Axa	58.187.946	38.508.430	66,2 %	6.915.623	11,9 %	11.935.613	20,5 %	828.280	1,4 %
Generali	44.191.384	35.505.067	80,3 %	3.275.602	7,4 %	5.349.418	12,1 %	61.297	0,1 %
Prudential	40.425.143	32.178.512	79,6 %	490.372	1,2 %	7.650.199	18,9 %	106.060	0,3 %
Aviva	31.191.593	21.860.710	70,1 %	2.369.017	7,6 %	6.568.508	21,1 %	393.358	1,3 %
CNP	25.067.917	17.471.432	69,7 %	2.744.198	11,0 %	3.850.449	15,4 %	1.001.837	4,0 %
Covéa	23.932.710	23.883.175	99,8 %	41.535	0,2 %	8.000	0,0 %		
Crédit Agricole	23.063.795	16.680.891	72,3 %	1.948.010	8,5 %	4.406.145	19,1 %	28.748	0,1 %
Talanx	20.970.337	18.363.450	87,6 %	382.794	1,8 %	1.910.394	9,1 %	313.700	1,5 %
Aegon	17.602.238	12.204.846	69,3 %	2.889.889	16,4 %	2.003.579	11,4 %	503.923	2,9 %
Groupama	12.867.792	9.985.436	77,6 %	1.172.098	9,1 %	1.679.271	13,1 %	30.987	0,2 %
BNP	11.417.726	6.834.115	59,9 %	1.007.823	8,8 %	2.642.651	23,2 %	933.137	8,2 %
R+V	10.732.211	10.716.511	99,9 %			15.700	0,2 %		
MAPFRE	8.818.860	7.700.280	87,3 %			1.118.580	12,7 %		
Poste	8.259.119	7.259.799	87,9 %			999.320	12,1 %		
<b>TOTAL</b>	<b>413.535.979</b>	<b>321.526.981</b>	<b>77,8 %</b>	<b>26.467.055</b>	<b>6,4 %</b>	<b>60.602.904</b>	<b>14,7 %</b>	<b>4.939.035</b>	<b>1,2 %</b>

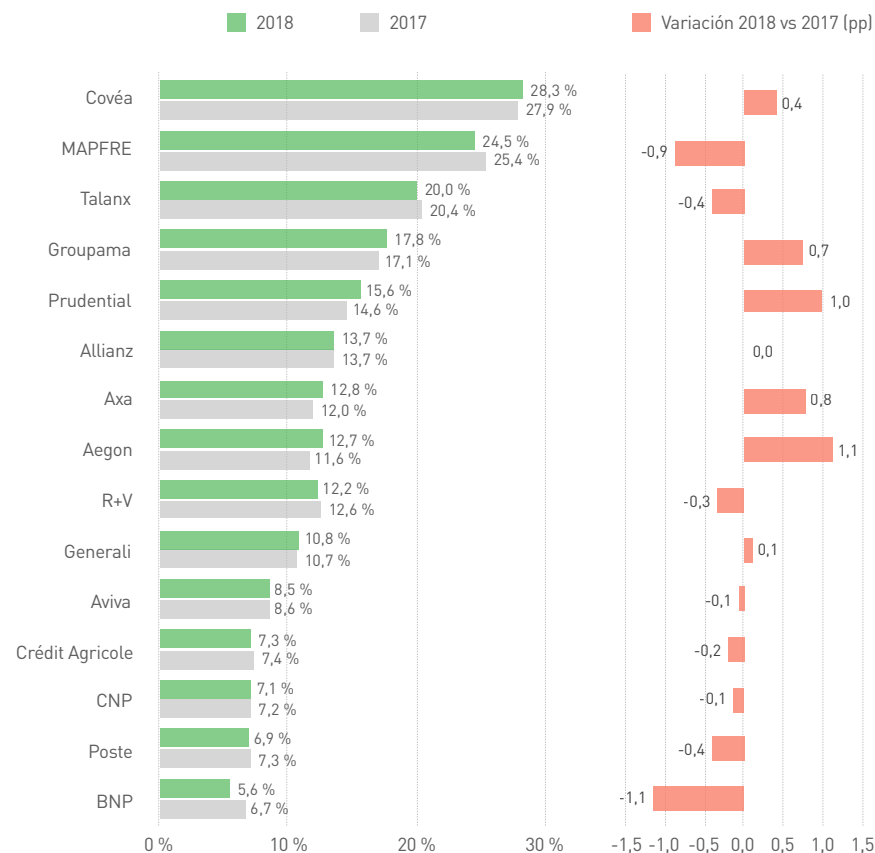
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2.1-c**  
**Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2018**  
**y variación vs 2017**



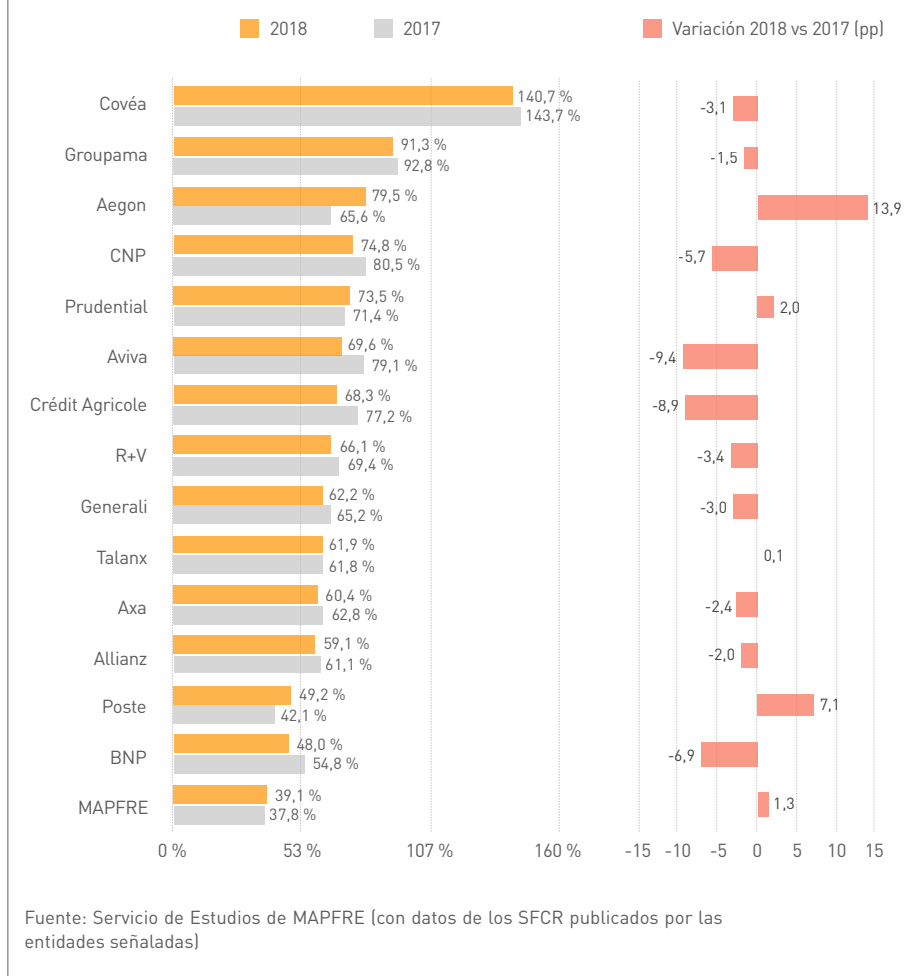
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2.1-d**  
**Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2018**  
**y variación vs 2017**



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2.1-e**  
**Peso relativo de los fondos propios respecto a las primas en 2018**  
**y variación vs 2017**



- Medida de ajuste por volatilidad. Este ajuste permite corregir el tipo de interés de descuento de las provisiones técnicas para amortiguar los efectos de volatilidades puntuales en los diferenciales de las carteras de inversiones.
- Medida de ajuste por casamiento entre activos y pasivos. Esta medida permite, cumpliendo ciertos requisitos, ajustar la curva de descuento de las provisiones técnicas a aquellas entidades que mantienen activos de renta fija a vencimiento con similares duraciones a sus pasivos y, por tanto, no se encuentran expuestas a las oscilaciones de mercado de los diferenciales de los referidos activos.

### Impacto de las medidas transitorias y de ajuste

Las medidas transitorias y de ajuste antes señaladas, por su naturaleza, tienen efecto sobre el nivel de los fondos propios admisibles y el SCR y, por ende, sobre el ratio de solvencia. La dimensión de este impacto está en función, entre otros factores, de la estructura de la cartera de riesgos de cada grupo asegurador y de las características de su proceso de gestión de riesgos, y fueron dadas a conocer por cada uno de ellos en la publicación del SFCR respectivo. Dicho efecto se presenta en las Tablas 2.2.1-d y 2.2.1-e, y se ilustra (junto con su variación respecto a 2017) en las Gráficas 2.2.1-f y 2.2.1-g.

De esta información se desprende que el mayor uso de las referidas medidas durante 2018, en términos de su impacto sobre el ratio de solvencia, ha sido por parte de Aviva (por la aplicación de las medidas de ajuste por volatilidad y transitoria de provisiones técnicas), así como por Groupama (por la aplicación de la medida transitoria de provisiones técnicas); al referido grupo asegurador le siguen Talanx, Generali y Prudential.

**Tabla 2.2.1-d**  
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste  
sobre los fondos propios, 2018  
(miles de euros)

	Fondos propios admisibles	Efecto en fondos propios por el ajuste transitoria PT	Efecto en fondos propios por el ajuste por volatilidad	Efecto en fondos propios por el ajuste por casamiento
Allianz	76.807.208		176.526	
Axa	58.187.946		-2.781.844	
Generali	44.191.384		-2.116.056	
Prudential	40.425.143	-1.494.949	-775.902	-2.409.746
Aviva	31.191.593	-4.430.259	-614.154	-8.277.084
CNP	25.067.917		-1.271.381	
Covéa	23.932.710			
Crédit Agricole	23.063.795		-1.278.993	
Talanx	20.970.337	-3.563.194	-292.545	
Aegon	17.602.238	-82.193	-1.283.769	-32.036
Groupama	12.867.792	-3.499.052	-440.803	
BNP	11.417.726		-669.071	
R+V	10.732.211			
MAPFRE	8.818.860	-711.710	-106.630	-545.420
Poste	8.259.119		-1.059.958	

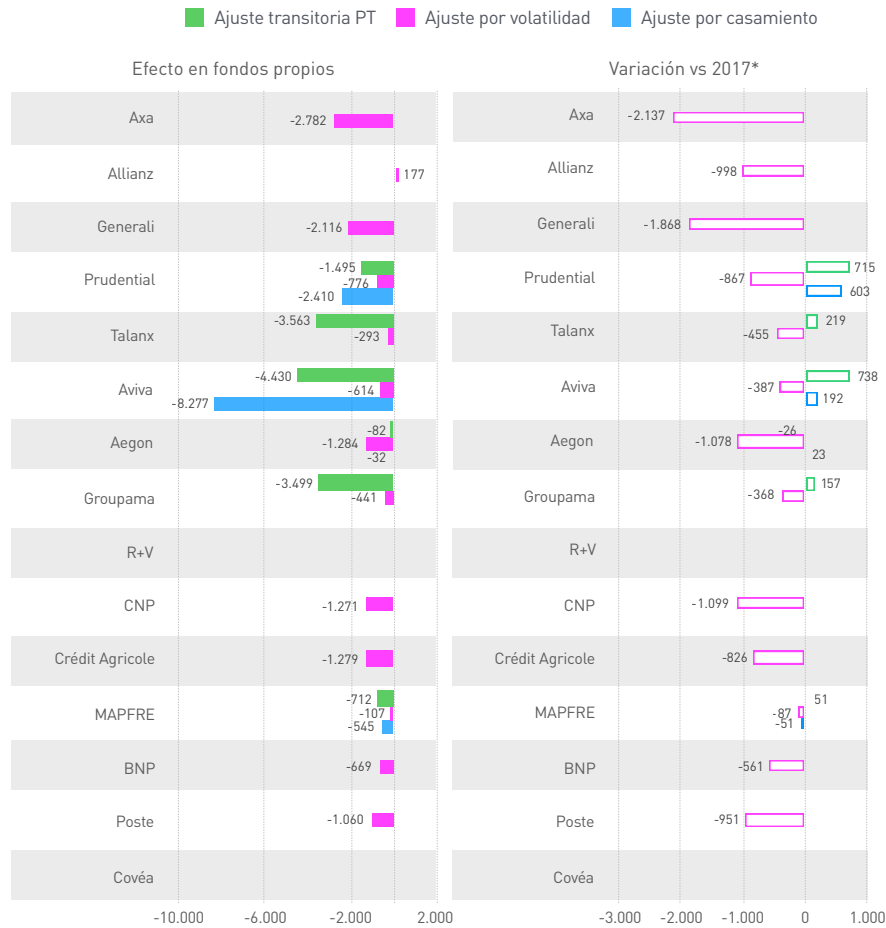
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Tabla 2.2.1-e**  
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste  
sobre el SCR, 2018  
(miles de euros)

	SCR requerido	Efecto en fondos propios por el ajuste transitoria PT	Efecto en fondos propios por el ajuste por volatilidad	Efecto en fondos propios por el ajuste por casamiento
Allianz	33.486.614		4.690.807	
Axa	30.164.744		6.055.646	
Prudential	21.023.429	282.381	523.864	3.643.432
Generali	20.406.950		7.504.730	
Aviva	17.345.063	636.183	1.083.552	6.055.383
CNP	13.373.931		959.551	
Crédit Agricole	12.248.066		409.439	
Aegon	8.348.537	-2.943	93.049	45.871
Talanx	8.324.178	20.717	1.189.157	
BNP	7.505.632		463.205	
Covéa	6.238.990			
R+V	6.054.303			
MAPFRE	4.653.260	1.970	6.160	-212.710
Groupama	4.326.374	1.264.204	450.423	
Poste	3.901.043		-73.388	

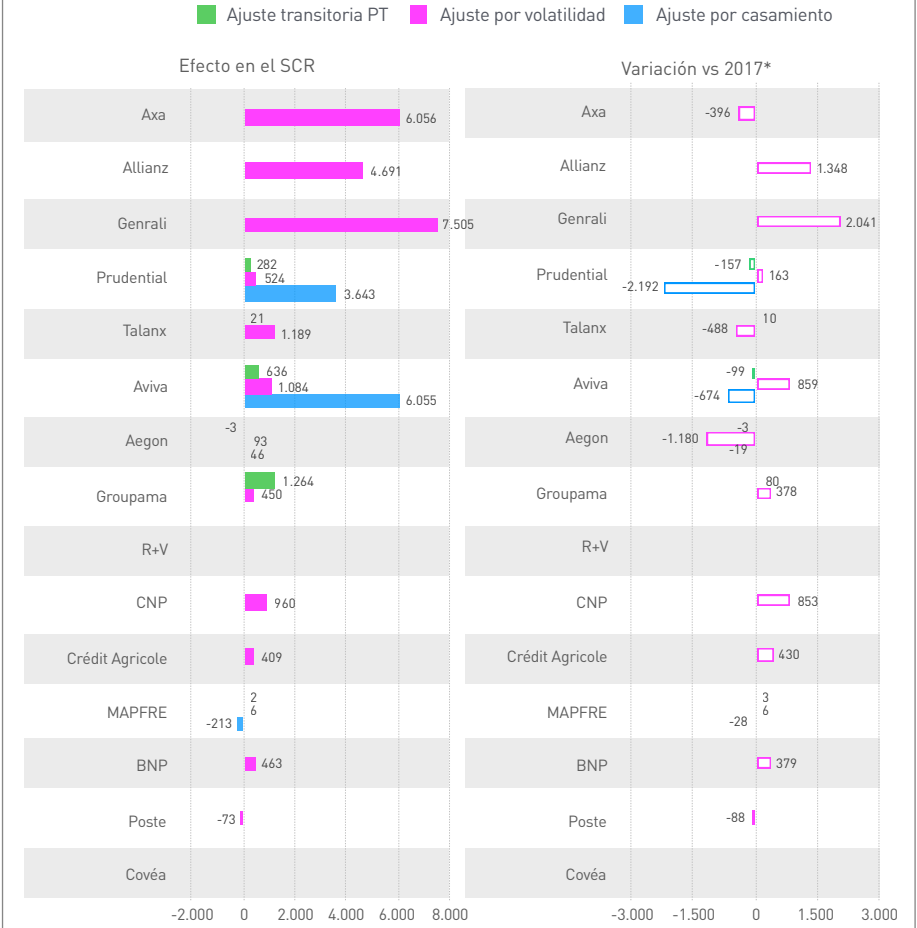
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2.1-f**  
**Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2018**  
 (millones de euros)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)  
 \* La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

**Gráfica 2.2.1-g**  
**Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2018**  
 (millones de euros)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)  
 \* La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

## Peso relativo de los componentes del SCR

Las Gráficas 2.2.1-h y 2.2.1-i ilustran la composición agregada de los distintos módulos y demás componentes del SCR en 2018 para los grupos aseguradores analizados en este reporte, distinguiendo entre aquellos que calculan el SCR a partir del empleo de la fórmula estándar y los que utilizan diferentes modalidades de modelos internos para ese propósito.

En el primer caso, los grupos aseguradores que calculan el SCR empleando la fórmula estándar (Gráfica 2.2.1-h), muestran entre 2017 y 2018 una disminución en el peso relativo del módulo de riesgo de mercado (-3,5 pp) en detrimento del correspondiente al riesgo de suscripción (+3,2 pp). De igual forma, para este subconjunto de grupos aseguradores, se registra una reducción del efecto positivo de la diversificación (-1,5 pp) con relación al observado el año previo. Finalmente, respecto a 2017, se observa un ligero aumento del peso del componente de riesgo operacional (+0,3 pp), y un mayor beneficio derivado de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas e impuestos diferidos (+1,2 pp).

En el segundo caso, el subconjunto compuesto por los grupos aseguradores que emplean diferentes modalidades de modelos internos (Gráfica 2.1.1-i), presentan entre 2018 y 2017 una reducción en el peso relativo del componente de riesgo de crédito (-0,5 pp), mientras que el componente de riesgo de mercado registra un aumento respecto al año previo (+0,6 pp). A diferencia de lo que ocurrió con los grupos que emplearon la fórmula estándar, en este subconjunto se registró en 2018 un aumento de los beneficios derivados de la diversificación (+0,9 pp), y un aumento menor que aquel derivado de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas e impuestos diferidos (+0,6 pp).

Por último, respecto al efecto de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas y de los impuestos diferidos, es

conveniente recordar que en el caso de los grupos aseguradores que aplican modelos internos, dicha métrica está mostrando solo el efecto de los ajustes que han sido modelizados, pero no incorporados a otros componentes del SCR.

## 2.2.2 Unión Europea

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

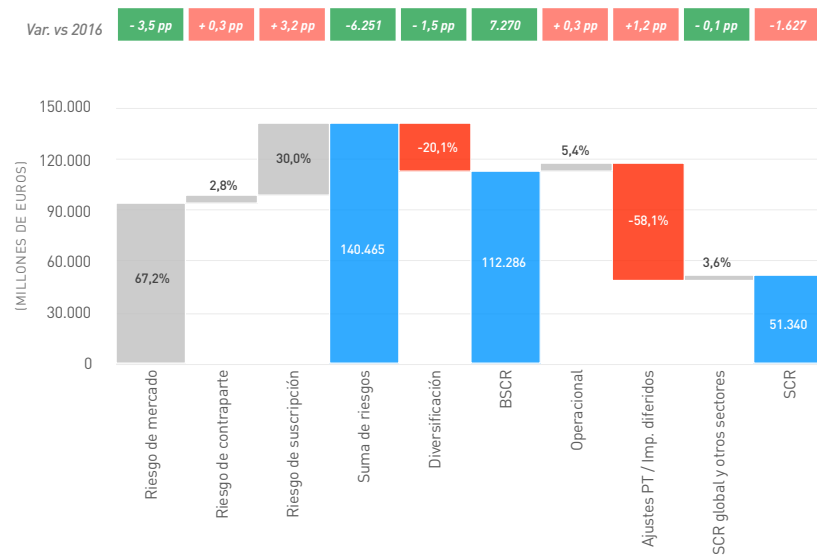
El 18 de junio de 2019, se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea la modificación del Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de Solvencia II que afectan a algunos elementos del cálculo del capital de solvencia obligatorio bajo la fórmula estándar<sup>5</sup>.

Los principales cambios que contempla afectan a las cargas de capital de la fórmula estándar para la deuda sin calificación crediticia y para las acciones no cotizadas en las que inviertan las compañías aseguradoras, que se reducen, bajo ciertos requisitos de elegibilidad. Además, se establece un régimen particular para determinadas inversiones de disponibilidad limitada a largo plazo en acciones, que se beneficiarán de las reducidas cargas de capital que se aplican a las participaciones estratégicas, siempre que cumplan ciertos requisitos en cuanto a la gestión de riesgos del activo-pasivo y de las propias inversiones.

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

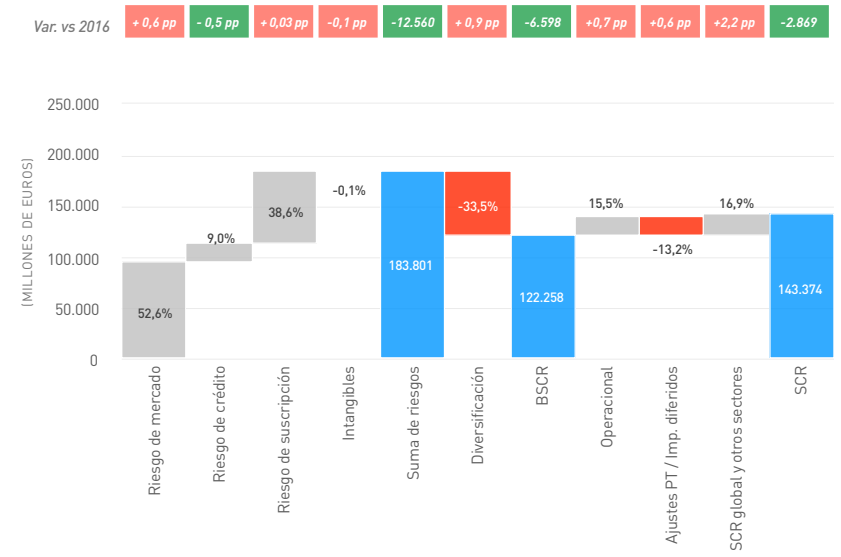
Por otro lado, se eliminan algunas inconsistencias con la normativa bancaria en la medida en que su alineamiento se considera proporcionado

**Gráfica 2.2.1-h**  
**Peso relativo de los distintos componentes del SCR**  
**para grupos que emplean la fórmula estándar en 2018 y variación vs 2017**  
 (millones de euros y porcentajes)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2.1-i**  
**Peso relativo de los distintos componentes del SCR**  
**para grupos que emplean modelos internos parciales en 2018 y variaciones vs 2017**  
 (millones de euros y porcentajes)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

con las diferencias en el modelo de negocio de ambos tipos de entidades. Afectan a la clasificación de los fondos propios, al tratamiento del riesgo en las exposiciones con contrapartes centrales y al de las exposiciones a administraciones regionales y autoridades locales. También al tratamiento de los derivados, que es ajustado tras la adopción de la regulación sobre infraestructura de mercado (EMIR).

Por último, cabe destacar que se actualizan ciertos parámetros en base a datos adicionales disponibles desde la última calibración, incluyendo los riesgos de primas, reservas y catastróficos de No Vida y los riesgos de salud, y se introducen una serie de principios adicionales que afectan al proceso de supervisión para asegurar un campo de juego común entre Estados Miembros en el reconocimiento de la capacidad de absorción de pérdidas de los impuestos diferidos, que no pueda justificarse sobre la base de diferentes regímenes fiscales.



## Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

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

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

<sup>1</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; <sup>2</sup>Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; <sup>3</sup>Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)  
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Estados Unidos</b>	0,4	1,8	2,1	2,2	2,0	1,8	0,4	1,8	2,1	2,2	2,0	1,8
<b>Eurozona</b>	0,3	0,7	1,4	1,9	1,2	1,3	0,3	0,7	1,4	1,9	1,2	1,2
Alemania	0,2	1,5	1,4	1,6	1,2	1,6	0,2	1,5	1,4	1,6	1,2	1,5
Francia	0,1	0,3	1,2	2,1	1,3	1,5	0,1	0,3	1,2	2,1	1,2	1,4
Italia	0,2	0,1	0,9	1,4	0,7	0,8	0,2	0,1	0,9	1,4	0,7	0,7
España	-0,3	1,0	1,4	1,7	1,2	1,1	-0,3	1,0	1,4	1,7	1,2	1,0
<b>Reino Unido</b>	0,1	1,2	3,0	2,3	1,8	1,8	0,1	1,2	3,0	2,3	1,7	1,7
<b>Japón</b>	0,2	0,3	0,6	0,9	1,4	0,5	0,2	0,3	0,6	0,9	1,4	0,4
<b>Mercados emergentes</b>	4,6	4,2	4,5	5,0	4,7	4,6	4,6	4,2	4,5	5,0	4,6	4,5
<b>América Latina<sup>1</sup></b>	6,2	4,6	5,9	7,1	5,6	4,9	6,2	4,6	5,9	7,1	5,4	4,6
México	2,3	3,2	6,6	4,8	3,7	3,6	2,3	3,2	6,6	4,8	3,7	3,5
Brasil	10,4	7,0	2,8	4,1	3,9	4,1	10,4	7,0	2,8	4,1	3,9	4,0
Argentina	26,0	37,5	23,3	47,4	37,5	25,1	26,0	37,5	23,3	47,4	37,5	24,9
<b>Emergentes europeos<sup>2</sup></b>	3,9	4,2	6,8	10,2	8,3	7,4	3,9	4,2	6,8	10,2	8,1	7,2
Turquía	8,2	7,6	12,3	22,4	14,5	10,2	8,2	7,6	12,3	22,4	14,5	10,0
<b>Asia Pacífico<sup>3</sup></b>	2,2	2,5	2,8	3,8	3,2	3,0	2,2	2,5	2,8	3,8	3,1	3,1
China	1,5	2,2	1,8	2,2	2,5	2,5	1,5	2,2	1,8	2,2	2,5	2,4
Indonesia	4,8	3,3	3,5	3,2	3,7	3,4	4,8	3,3	3,5	3,2	3,7	3,3
Filipinas	0,3	2,0	3,0	5,9	3,4	3,0	0,3	2,0	3,0	5,9	3,4	2,8
<b>Mundo</b>	2,8	3,0	3,3	3,7	3,4	3,2	2,8	3,0	3,3	3,7	3,4	3,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

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

Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	2,27	2,45	2,40	2,69	2,00	2,13	2,27	2,45	2,40	2,69	1,98	1,83
Eurozona	1,20	1,04	0,91	1,09	0,61	0,99	1,20	1,04	0,91	1,09	0,61	0,86

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
 Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020
USD-EUR	0,92	0,95	0,83	0,87	0,87	0,85	0,92	0,95	0,83	0,87	0,87	0,84
EUR-USD	1,09	1,05	1,20	1,15	1,15	1,18	1,09	1,05	1,20	1,15	1,15	1,18
GBP-USD	1,48	1,23	1,35	1,28	1,31	1,38	1,48	1,23	1,35	1,28	1,31	1,38
USD-JPY	120,27	116,78	112,69	109,70	108,52	108,71	120,27	116,78	112,69	109,70	108,46	108,26
USD-CNY	6,49	6,94	6,51	6,88	6,87	7,00	6,49	6,94	6,51	6,88	6,87	6,98

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
 Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.

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

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estados Unidos	0,50	0,75	1,50	2,50	2,25	2,00	0,50	0,75	1,50	2,50	2,00	1,50
Eurozona	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,06
China	2,30	2,50	2,40	3,20	2,61	2,92	2,30	2,50	2,40	3,20	2,60	2,77

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
 Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2019.



# Índice de gráficas, tablas y recuadros

## Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Global: JPM Global Composite PMI, 2016-2019	12
Gráfica 1.1.1-b	Estados Unidos y Eurozona: PMI Composite, 2016-2019	12
Gráfica 1.1.1-c	Global: PMI Composite (componentes), 2016-2019	12
Gráfica 1.1.1-d	Global: producción industrial y comercio exterior, 2014-2019	12
Gráfica 1.1.1-e	China: sector exterior, 2017-2019	13
Gráfica 1.1.1-f	China: PMIs (componentes), 2017-2019	13
Gráfica 1.1.3	Vulnerabilidades y riesgos globales	17
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	21
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	21
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	24
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	24
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	29
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	29
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	31
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	31
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	33
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	33
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	34
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	34
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB	36
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	36
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	38

Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	38
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	40
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	40
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	42
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	42
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	44
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	44
Gráfica 1.2.12-a	China: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	46
Gráfica 1.2.12-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	46
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	47
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	47
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	49
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	49
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	52
Gráfica 2.1.6	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	53
Gráfica 2.1.7	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	54
Gráfica 2.1.8	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	55
Gráfica 2.1.9	México: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	56
Gráfica 2.1.11	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	57
Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	58
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	59
Gráfica 2.2.1-a	Principales divisas: ajuste por volatilidad, 2017-2018 . . . . .	61
Gráfica 2.2.1-b	Ratios de solvencia 2018 y variación vs 2017 . . . . .	62
Gráfica 2.2.1-c	Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2018 y variación vs 2017 . . . . .	66
Gráfica 2.2.1-d	Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2018 y variación vs 2017 . . . . .	66
Gráfica 2.2.1-e	Peso relativo de los fondos propios respecto a las primas en 2018 y variación vs 2017 . . . . .	67
Gráfica 2.2.1-f	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2018 . . . . .	69
Gráfica 2.2.1-g	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2018 . . . . .	69
Gráfica 2.2.1-h	Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean la fórmula estándar en 2018 y variación vs 2017 . . . . .	71
Gráfica 2.2.1-i	Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean modelos internos parciales en 2018 y variaciones vs 2017 . . . . .	71

## Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos . . . . .	21
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos . . . . .	24
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos . . . . .	29
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos . . . . .	31
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	33
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos . . . . .	34
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos . . . . .	36
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos . . . . .	38
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos . . . . .	40
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos . . . . .	42
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos . . . . .	44
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos . . . . .	46
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	47
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos . . . . .	49
Tabla 2.2.1-a	Principales cifras financieras y de solvencia, 2018 . . . . .	63
Tabla 2.2.1-b	Métodos de cálculo del SCR, 2018 . . . . .	63
Tabla 2.2.1-c	Calidad de los fondos propios admisibles, 2018 . . . . .	65
Tabla 2.2.1-d	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2018 . . . . .	68
Tabla 2.2.1-e	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2018 . . . . .	68
Tabla A-1	Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto . . . . .	73
Tabla A-2	Escenarios Base y de Riesgo: inflación . . . . .	74
Tabla A-3	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años . . . . .	75
Tabla A-4	Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio . . . . .	75
Tabla A-5	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia . . . . .	75

## Recuadros

Recuadro 1.1.2-a	Actualización de política monetaria . . . . .	14
Recuadro 1.1.2-b	Actualización de volatilidad cambiaria emergente y balanza de pagos . . . . .	18
Recuadro 1.2.2	Unión Europea: ajustes en el entorno institucional . . . . .	26





## Referencias

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

2/ Es conveniente señalar que la NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*, tasa de desempleo no aceleradora de la inflación) cambia secularmente con la transformación de la economía, al igual que el crecimiento potencial, por lo que las extrapolaciones deben hacerse con cautela.

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

4/ Los Informes sobre la Situación Financiera y Solvencia correspondientes a 2018 que sirvieron de base para la preparación de este reporte, fueron consultados, en su oportunidad, en los siguientes enlaces:

Axa: <https://www.axa.com/en/investor/earnings-presentation>

Allianz: [https://www.allianz.com/en/investor\\_relations/results-reports/SFCR/](https://www.allianz.com/en/investor_relations/results-reports/SFCR/)

Generali: <https://www.generali.com/investors/reports-and-presentations/report-archive#2018>

Prudential: <https://www.prudential.co.uk/investors/reports/reports/2018>

Talanx: [http://www.talanx.com/investor-relations/berichte-risikomanagement/group.aspx?sc\\_lang=en](http://www.talanx.com/investor-relations/berichte-risikomanagement/group.aspx?sc_lang=en)

Aegon: <https://www.aegon.com/en/Home/Investors/Annual-Reports/?of.section=%2fnewsroom%2fannual-reports%2fsfrc%2f>

Aviva: <https://www.aviva.com/investors/regulatory-returns/>

Groupama: <http://www.groupama.com/fr/investisseur/publications-financieres/information-reglementee-2018/>

CNP: <http://www.cnp.fr/en/Investor-Analyst>

Crédit Agricole: <https://www.ca-assurances.com/en/investors/solvency-2-narrative-reports>

MAPFRE: <https://www.mapfre.com/corporativo-es/accionistas-inversores/informacion-financiera/solvencia/>

BNP: <https://www.bnpparibascardif.com/es/rapports-de-solvabilite>

Poste: <https://postevita.poste.it/compagnia/dati-di-bilancio-poste-vita.html>

Covéa: <https://www.Covéa.eu/nos-activites/nos-publications/>

R+V: <https://www.ruv.de/ueber-uns/unternehmen/geschaeftsberichte>

Y para los Informes sobre la Situación Financiera y Solvencia correspondientes a 2017, que se emplearon para fines de comparación, los enlaces consultados en su oportunidad fueron los siguientes:

Axa: <https://www.axa.com/en/investor/earnings-presentation#year=2017>

Allianz: [https://www.allianz.com/en/investor\\_relations/results-reports/SFCR/](https://www.allianz.com/en/investor_relations/results-reports/SFCR/)

Generali: <https://www.generali.com/investors/reports-and-presentations/report-archive#2017>

Prudential: <http://www.prudential.co.uk/investors/reports/reports/2017>

Talanx: [http://www.talanx.com/investor-relations/berichte-risikomanagement/group.aspx?sc\\_lang=en](http://www.talanx.com/investor-relations/berichte-risikomanagement/group.aspx?sc_lang=en)

Aviva: <https://www.aviva.com/investors/regulatory-returns/>

Aegon: <https://www.aegon.com/en/Home/Investors/Annual-Reports/?of.section=%2fnewsroom%2fannual-reports%2fsfrc%2f>

Groupama: <http://www.groupama.com/fr/investisseur/publications-financieres/informations-reglementee-2017/>

CNP: <http://www.cnp.fr/en/Investor-Analyst>

Crédit Agricole: <https://www.ca-assurances.com/en/investors/solvency-2-narrative-reports>

MAPFRE: <https://www.mapfre.com/corporativo-es/accionistas-inversores/informacion-financiera/solvencia/>

BNP: <https://www.bnpparibascardif.com/es/rapports-de-solvabilite>

Poste: <https://postevita.poste.it/compagnia/dati-di-bilancio-poste-vita.html>

Covéa: <https://www.Covéa.eu/nos-activites/nos-publications/>

R+V: <https://www.ruv.de/ueber-uns/unternehmen/geschaeftsberichte>

5/ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0981&from=ES>

## Otros informes del Servicio de Estudios de MAPFRE

- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Envejecimiento poblacional*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Panorama económico y sectorial 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *GIP-MAPFRE 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Índice Global de Potencial Asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Sistemas de salud: un análisis global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *El mercado asegurador latinoamericano en 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *El mercado español de seguros en 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2017), *Sistemas de pensiones*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2017), *Elementos para la expansión del seguro en América Latina*, Madrid, Fundación MAPFRE.

## **AVISO**

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

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

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

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

# CENTRO DE DOCUMENTACIÓN

Todas nuestras publicaciones a tu alcance

Acceso gratuito a nuestro fondo documental especializado en:

- Seguros
- Gerencia de riesgos
- Prevención



**FM** Fundación **MAPFRE**

Centro de Documentación

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

Fundación  
**MAPFRE**

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid

# Fundación **MAPFRE**

---

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid