

An aerial photograph of a winding asphalt road through a dense forest. The trees are in full autumn foliage, displaying a mix of vibrant yellows, oranges, and some remaining greens. The road curves through the forest, with a few vehicles visible on it. The overall scene is captured from a high angle, looking down on the landscape.

Fundación **MAPFRE**

**PANORAMA ECONÓMICO  
Y SECTORIAL 2020**

Servicio de Estudios de MAPFRE





# **Panorama económico y sectorial 2020**

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 (2020), *Panorama económico y sectorial 2020*, 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:

2020, Fundación MAPFRE

Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid

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

Enero, 2020.

ISBN:

Depósito Legal:

# Servicio de Estudios de MAPFRE

## **Manuel Aguilera Verduzco**

Director General del Servicio de Estudios

[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)

**Maximilian Antonio Bruno Horn**

**Verónica Martínez Vera**

**Almudena Aramburu González**

**José Luis Pozo Estudillo**

**Miguel Ángel Martínez Roa**

**Óscar García García**



# Contenido

<b>Presentación</b> .....	9
<b>Introducción</b> .....	11
<b>Resumen ejecutivo</b> .....	13
<b>1. Panorama económico</b> .....	15
1.1. El panorama económico global .....	15
1.2. Perspectiva general y balance de riesgos en economías seleccionadas .....	38
1.2.1 Estados Unidos .....	38
1.2.2 Eurozona .....	40
1.2.3 España .....	42
1.2.4 Alemania .....	45
1.2.5 Italia .....	47
1.2.6 Reino Unido .....	49
1.2.7 Japón .....	51
1.2.8 Turquía .....	53
1.2.9 México .....	55
1.2.10 Brasil .....	57
1.2.11 Argentina .....	59
1.2.12 China .....	61
1.2.13 Indonesia .....	63
1.2.14 Filipinas .....	65
<b>2. Panorama sectorial</b> .....	69
2.1. El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora .....	69
2.1.1 Mercados globales .....	69
2.1.2 Eurozona .....	70
2.1.3 Alemania .....	71
2.1.4 Italia .....	71
2.1.5 España .....	72
2.1.6 Reino Unido .....	73

2.1.7	Estados Unidos .....	74
2.1.8	Brasil .....	75
2.1.9	México .....	77
2.1.10	Argentina .....	78
2.1.11	Turquía .....	79
2.1.12	China .....	80
2.1.13	Japón .....	81
2.1.14	Filipinas .....	82
2.1.15	Reaseguro .....	83
2.2.	Tendencias regulatorias .....	84
2.2.1.	Tendencias globales .....	84
2.2.2.	Unión Europea .....	85
<b>Apéndice 1:</b>		
	<b>previsiones macroeconómicas .....</b>	<b>87</b>
<b>Apéndice 2:</b>		
	<b>previsiones de crecimiento de primas No Vida .....</b>	<b>91</b>
	<b>Índice de tablas, gráficas y cuadros .....</b>	<b>95</b>
	<b>Referencias .....</b>	<b>99</b>



# Presentación

Tras un período de desaceleración que confirmó el agotamiento del ciclo global, hacia 2020 la economía del mundo podría ubicarse en una situación en la que la actividad se establezca en niveles aún bajos, pero desde los cuales podría comenzar a revertir a partir de finales de 2021. De esta forma, para 2020 se prevé un crecimiento económico global de 3,1%, el cual podría acelerarse hasta situarse en el entorno del 3,4% en 2021. Así se plantea en esta nueva edición del informe *Panorama económico y sectorial*, elaborado por el Servicio de Estudios de MAPFRE.

Como en ediciones previas, el informe se divide en dos apartados principales. En el primero de ellos, se presenta el panorama económico global y se ofrece una perspectiva y balance de riesgos para un grupo de economías seleccionadas, en tanto que en el segundo se hace un análisis de la forma en que el entorno económico podrá afectar el comportamiento de la demanda aseguradora. Este análisis se complementa con previsiones para el período 2020-2021, tanto de las principales variables macroeconómicas como de la demanda aseguradora No Vida, el segmento mayormente afectado por el comportamiento del ciclo económico general.

El informe *Panorama económico y sectorial* se publica anualmente en español e inglés y se actualiza de manera trimestral para incorporar los aspectos más relevantes del desempeño económico y de la actividad aseguradora a nivel global. Con la publicación de este informe, Fundación MAPFRE reafirma su compromiso con la difusión del conocimiento económico y asegurador, como una forma de contribuir al ulterior desarrollo de estas actividades en beneficio de la sociedad.

**Fundación MAPFRE**



# Introducción

Como cada año, presentamos nuestro informe *Panorama económico y sectorial*, el cual tiene como propósito ofrecer una visión de las perspectivas del comportamiento económico tanto a nivel global como de las principales economías del mundo y, a partir de este marco, brindar un análisis del entorno que enfrentará el sector asegurador.

De cara a 2020, el informe confirma una tendencia a la estabilización de la actividad económica mundial en niveles relativamente bajos, desde los cuales podría ir revirtiendo de manera gradual para, a partir de la segunda mitad del próximo año, aproximarse a la senda observada a finales de la década previa. No obstante, se trata de un escenario de moderación del crecimiento económico en el que la persistencia de vulnerabilidades y riesgos, tanto a nivel global como de diferentes países en lo particular, hace que esta eventual recuperación se prevea lenta, frágil y elusiva.

En lo que se refiere al sector asegurador, la dinámica de la economía global sigue afectando su desarrollo y, en particular, el de los segmentos de No Vida y Vida riesgo. Por una parte, la aplicación de políticas monetarias expansivas que estimulen la actividad económica está ayudando a frenar esta tendencia. Por la otra, sin embargo, la política monetaria ha dejado anclados los tipos de interés en niveles bajos, de forma absoluta en los mercados desarrollados y relativamente bajos en los emergentes, limitando el desarrollo de los segmentos de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales, lo que anticipa retos significativos para la industria aseguradora en 2020.

Esperamos que este reporte siga contribuyendo a la mejor comprensión del desempeño económico general y, en esta medida, del entorno en el que deberá operar la industria de seguros a lo largo de este año.

**Servicio de Estudios de MAPFRE**



# Resumen ejecutivo

## Panorama económico

Esta nueva versión del informe *Panorama económico y sectorial* del Servicio de Estudios de MAPFRE, confirma para 2020 una tendencia a la estabilización de la actividad económica mundial en niveles relativamente bajos. No obstante, a causa de las políticas proactivas en materia monetaria y fiscal implementadas de manera más o menos generalizada a nivel internacional, así como gracias a la creciente aportación de los mercados emergentes, la economía global podría ir revirtiendo gradualmente para, hacia la segunda mitad de 2021, aproximarse a la senda observada a finales de la década anterior en el entorno del potencial global.

En términos generales, se trata de un escenario central de moderación del crecimiento económico que elude la posibilidad de una recesión, pero en el que es necesario señalar que persisten una multitud de vulnerabilidades y riesgos, tanto globales como específicos, que hacen que esta eventual recuperación se prevea lenta, frágil y elusiva. Por otro lado, gran parte de las economías desarrolladas parecen estar agotando sus opciones de política económica y se hallan en la búsqueda de medidas alternativas. En este sentido, el caso de la Eurozona es paradigmático, ya que, bajo el amparo del Banco Central Europeo, podría estar preparándose una nueva época para la política económica de la región, no exenta, sin embargo, de retos y dificultades.

## Mercados aseguradores

La senda de desaceleración en la que se encuentra inmersa la economía global está afectando al desarrollo del negocio asegurador y, en particular, a los segmentos de No Vida y Vida riesgo, que se están ralentizando a nivel agregado. La aplicación generalizada de políticas monetarias acomodaticias está ayudando a frenar esta tendencia y podría contribuir a revertir la situación, pero ha dejado

anclados los tipos de interés en niveles bajos, de forma absoluta en los países desarrollados y relativamente bajos en los emergentes, respecto de los niveles alcanzados en años anteriores. Esta situación, junto con la desaceleración del crecimiento económico, limita el desarrollo de los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales. Sin embargo, el buen comportamiento de los mercados de valores constituye un estímulo para los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume riesgo de inversión, en aquellos países en los que este tipo de productos han alcanzado un peso significativo.

En España, el crecimiento económico continúa por encima del resto de las grandes economías de la Eurozona, pero está en proceso de desaceleración, lo que se está trasladando al mercado asegurador que se está ralentizando. El negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales sigue además lastrado por el entorno de bajos tipos que afecta a toda la Eurozona y está sufriendo retrocesos en primas sin que esta situación vaya a mejorar en un futuro previsible.

Para las economías emergentes, en general, las perspectivas empiezan a ser más favorables. En Brasil y México, la situación económica mejora, lo que se está trasladando a sus respectivos mercados aseguradores. En Argentina, sin embargo, persiste el estado recesivo en el que se encuentra la economía y su mercado de seguros se enfrenta todavía a un panorama complejo, y en Turquía, las perspectivas siguen mejorando. Sin embargo, el entorno regulatorio de estos países está generando algunas importantes barreras que frenan el desarrollo de sus mercados aseguradores, elevando el nivel de incertidumbre en cuanto a sus crecimientos futuros.





# 1. Panorama económico

## 1.1 El panorama económico global

### Persiste la narrativa en el cambio de década

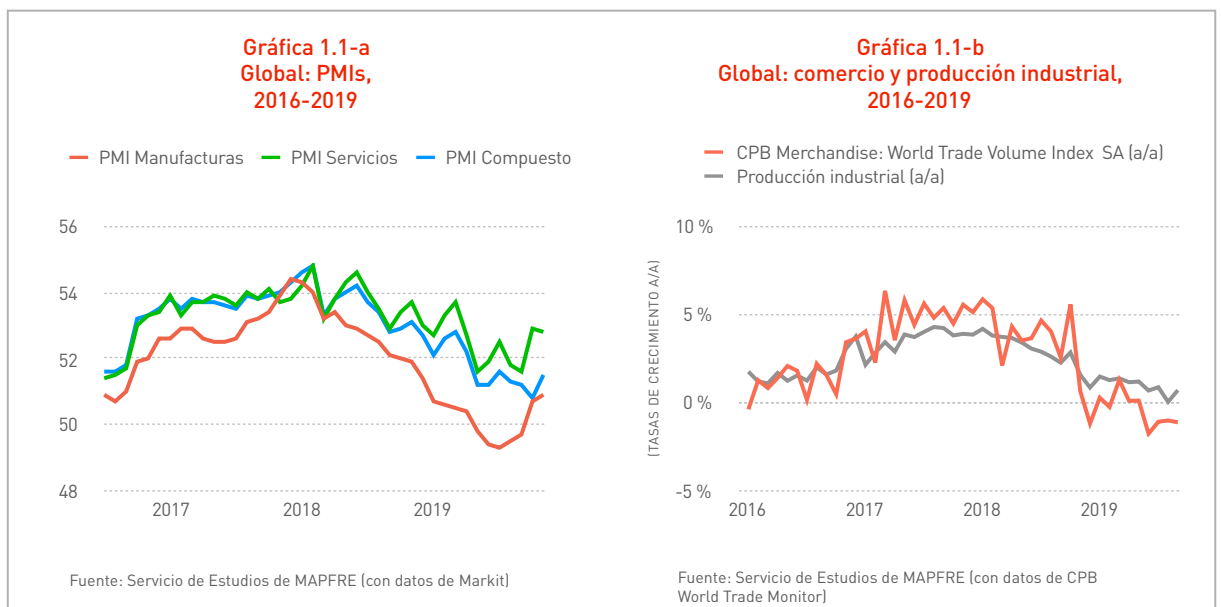
En términos generales, la economía mundial se mantiene estable, aunque con un desempeño más bien modesto, condicionada por el deterioro acumulado en el sector de las manufacturas, los efectos de las tensiones comerciales y el debilitamiento del sector de los servicios (véanse las Gráficas 1.1-a y 1.1-b). Para 2020, se prevé un crecimiento promedio a nivel global en el entorno del 3,1%, el cual posiblemente se acelere durante los años posteriores convergiendo hacia la media de la segunda mitad de la década pasada, en torno al potencial global.

El escenario base de este informe considera un panorama de moderación del crecimiento económico, eludiendo por lo pronto la posibilidad de una recesión (a menos que riesgos no avistados por ahora pudieran emerger provocando un ajuste en una economía sistémica), pero en el que es necesario señalar que persisten una multitud de vulnerabilidades y

riesgos, tanto globales como específicos, que hacen que esta previsible recuperación pueda resultar lenta, frágil y elusiva.

En este contexto, se confirma que en el crecimiento proyectado para 2020 no se espera una gran contribución de las economías avanzadas, las cuales se desaceleran alejándose de su potencial al crecer 2% o menos en promedio durante el próximo bienio. Aunque se verán beneficiadas en su desempeño económico por la aplicación de la política monetaria expansiva implementada por los principales bancos centrales, deberán enfrentar los efectos de la débil demanda exterior.

Las economías emergentes, por su parte, contribuirán de manera más relevante a la actividad global, creciendo de manera estable en promedio cerca o por encima del 4,5% durante los próximos años, gracias a unas condiciones financieras más benignas, una mejora en los términos de intercambio para los países productores de materias primas agrícolas, la recuperación de economías en recesión (Turquía e Irán) y salida de la atonía de economías relevantes que desaceleraron considerablemente durante 2019 (Brasil,



### Recuadro 1.1-a Política económica y ciclo global

#### El entorno global

Desde mediados de 2018 ha tenido lugar un continuo proceso de revisión a la baja de las expectativas del crecimiento económico mundial a causa del agotamiento del ciclo de manufacturas, el aumento de las tensiones comerciales y su efecto sobre las expectativas, y los accesos de volatilidad socio y geo-política que han endurecido las condiciones financieras regionales limitando la actividad. El 2019, marca el hito en el que la desaceleración se ha vuelto evidente, pero en el que la recesión queda, por el momento, fuera del escenario central global. En este contexto, el diseño de la política económica global ha variado desde la última publicación de este informe en enero 2019. Y aunque el diseño de políticas públicas ha adquirido un sesgo acomodaticio y mantiene el carácter anti-cíclico (aunque con signo contrario al de entonces), está aún por ver si es suficiente para evitar que la desaceleración de la actividad económica se acentúe.

En Estados Unidos, aunque se mantiene el carácter anti-cíclico de la política económica, se ha transitado desde un estado restrictivo de la política monetaria y neutral de la política fiscal (que acompañaban a una brecha de producto positiva de finales de 2018) hasta un estado neutral/acomodaticio de la política monetaria (que ha recortado 75 puntos básicos) y neutral de la política fiscal (aunque con inercias) para acomodar la desaceleración que se empezó a percibir desde cuarto trimestre de 2018 y que ha llevado a cerrar la brecha de producto en la actualidad.

En la Eurozona, la desaceleración fue anterior (se inicia a mediados de 2018), cíclica (radicada en el sector manufacturero) y exacerbada por las tensiones comerciales globales. Esta región económica abandonó rápidamente la brecha de producto positiva generada durante seis trimestres entre 2017 y 2018. La política monetaria, *de facto*, nunca dejó de ser acomodaticia, aunque la gestión de expectativas sí cambió de sesgo ("*as long as it takes*") cuando se renovó la debilidad real y nominal de la zona, y mientras de manera creciente se atisbaba una creciente permisividad en las reglas fiscales nacionales, incluso en países cercanos a

incumplir los objetivos de déficit. Por lo tanto, la política económica pasó de la pro-ciclicidad tácita y breve de entonces a un entorno más anti-cíclico en la actualidad.

En el caso de Japón, no se ha abandonado el sesgo ultra acomodaticio en la política monetaria, con el objetivo de mantener en terreno negativo los tipos a largo plazo. Desde el punto de vista fiscal, Japón ha transitado desde la neutralidad 2018-2019 hacia un sesgo fuertemente expansivo en la actualidad (con un programa fiscal superior a los 100 millardos de dólares). Por lo tanto, el carácter anti-cíclico se mantiene y agudiza de cara a 2020.

Los mercados emergentes, en especial América Latina debido a su dependencia del ahorro externo (véase el Recuadro 1.1-c), se encuentran permanentemente afectados por las condiciones financieras generadas en los países desarrollados con su política monetaria. De esta forma, después de haber acumulado graves desequilibrios y vulnerabilidades en un entorno pro-cíclico anterior a 2018 (debido a la entrada de flujos que se relocalizaban hacia los mercados emergentes en su búsqueda de rentabilidades a tenor de la laxitud monetaria de la Reserva Federal hasta inicios de ese año), vieron a partir de ese momento restringirse las condiciones financieras globales haciendo que las autoridades monetarias nacionales intentaran responder endureciendo la política monetaria. Así, por segunda vez, las economías emergentes debieron enfrentar un entorno fuertemente pro-cíclico, pero ahora hacia la desaceleración. El 2019, con la relajación de la postura monetaria de la Reserva Federal (y la consiguiente mejora de las condiciones financieras globales) han conseguido solo parcialmente atenuar la desaceleración que ahora parece estabilizada. Otros factores, como el ciclo de materias primas y la incertidumbre geopolítica han determinado su posición cíclica; las autoridades monetarias han relajado su sesgo monetario y adelantado que permanecerán en terreno neutral/favorable durante el 2020. Esto ha servido de apoyo para pensar que para las economías emergentes lo peor, en términos de actividad, podría haber pasado.

**Recuadro 1.1-a (continuación)**  
**Política económica y ciclo global**

En suma, y de cara a 2020, los efectos de la relajación en las condiciones financieras globales parecen volver a actuar como soporte del crecimiento mundial, aliviando los temores de recesión iniciados con la corrección de 2019. Sin embargo, los estímulos monetarios tienen ahora un menor margen de actuación por parte de los bancos centrales, comenzándose a crear divisiones dentro de los propios responsables de la política monetaria (revisión de la estrategia del Banco Central Europeo, falta de consenso tanto en la Reserva Federal como en el Banco de Inglaterra, prematuro pero creciente cuestionamiento sobre la efectividad de los tipos de interés negativos), lo que conduciría a explorar los límites de la misma y a fomentar el necesario diálogo entre las políticas monetaria y fiscal (véase el Recuadro 1.1-b).

**Estados Unidos**

En 2012, la economía estadounidense parte de una brecha del producto negativa contrarrestada a través de políticas monetarias ultra-laxas (vía reducciones de tipos de interés y ampliaciones de balance de la Reserva Federal), como dicta

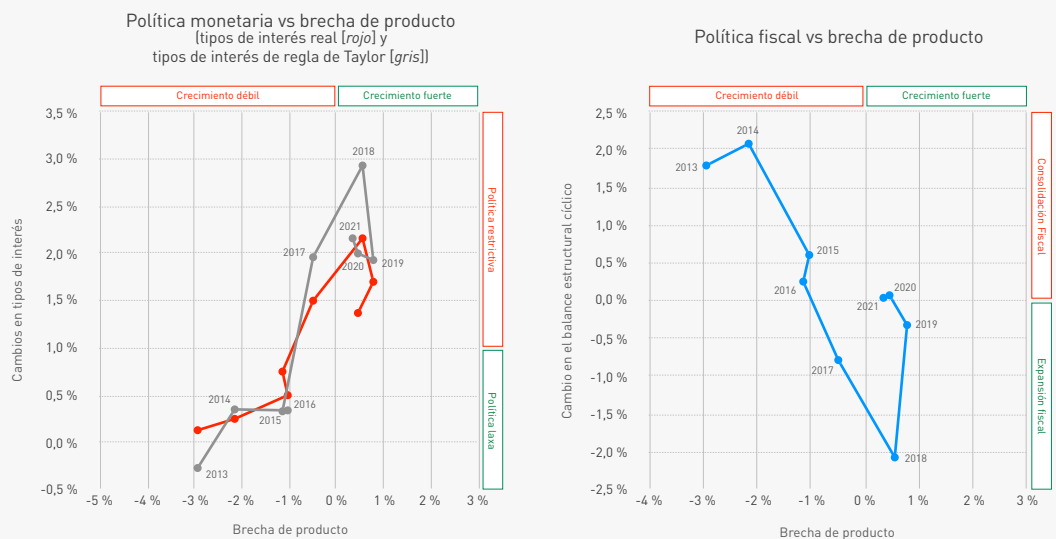
la teoría sobre políticas contra-cíclicas. De forma análoga, y en el plano fiscal, las políticas fueron de corte expansivo acompañando a los estímulos monetarios y pasando a revertir su tono hacia un balance estructural más ajustado a medida que la brecha ha ido cerrándose (véanse las Gráficas A y B).

Sin embargo, la reforma fiscal implementada por la administración Trump aleja la esperable senda restrictiva de la política fiscal, actuando de estímulo para la economía. Al mismo tiempo, la política monetaria, marcada por la regla de Taylor, indica un cierto retardo en la normalización que señala como incompleta la normalización monetaria e impide alcanzar el tipo de interés de equilibrio. En suma, el carácter originalmente estabilizador de las políticas económicas en los Estados Unidos ha ido adoptando un cierto tono pro-cíclico, actuando como un amplificador del momento cíclico.

**Eurozona**

Pese a que el estudio conjunto de los datos oculte divergencias en cuanto a la política fiscal

**Gráfica A.**  
**Estados Unidos: políticas monetaria y fiscal vs brecha de producto\***

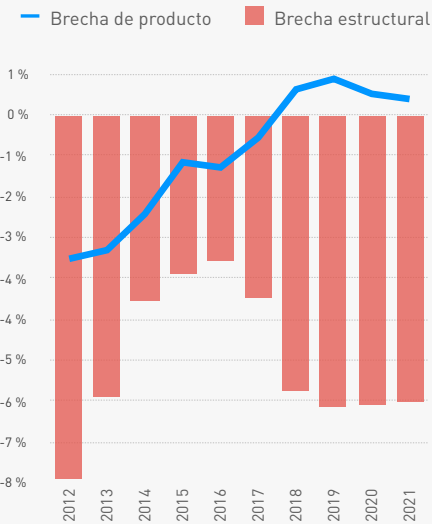


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

\* Variables expresadas en diferencias  
[Versión interactiva](#)

**Recuadro 1.1-a (continuación)**  
**Política económica y ciclo global**

**Gráfica B.**  
**Estados Unidos: brecha de producto y brecha estructural**

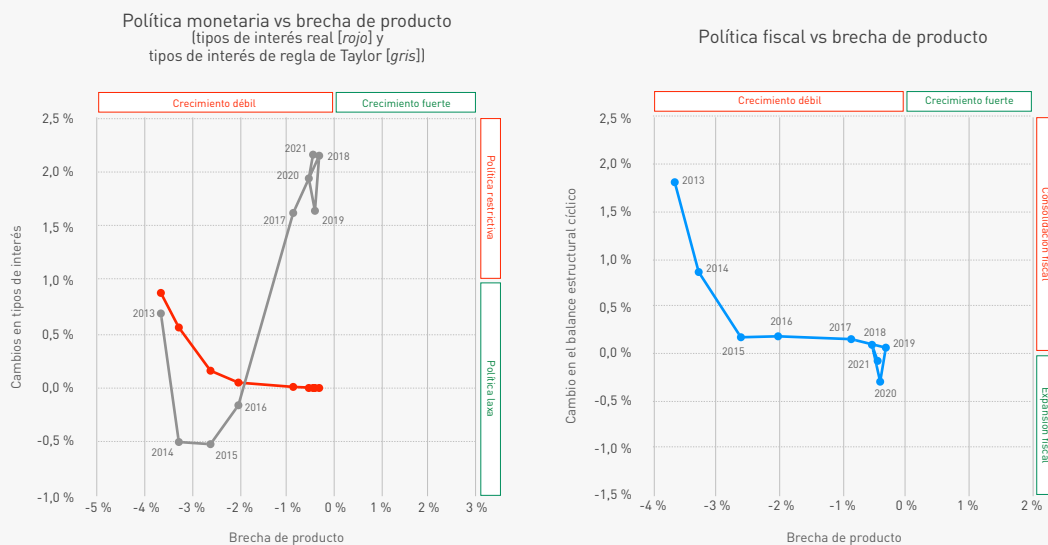


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

ejecutada por cada país miembro de la Unión Económica y Monetaria (UEM), pueden concluirse una serie de pautas comunes. En primer término, cabe señalar que la idiosincrasia de la Eurozona hace especialmente complejo el estudio de la política fiscal en el bloque. La UEM está lejos de considerarse una entidad supranacional con poder político, de modo que los países miembros conservan su soberanía en materia fiscal y de gasto público. En 2012, la Eurozona parte de un balance estructural fuertemente negativo y por debajo de su tendencia (políticas fiscales expansionistas contra-cíclicas), el cual es coincidente con una brecha de producto cercana al -3,5%. En los años posteriores, sin embargo, esta tendencia se revierte a través de las “medidas de austeridad” con contención del gasto y aumento de la capacidad recaudatoria. No obstante, a pesar del paulatino acercamiento al crecimiento tendencial, las políticas fiscales se estancan tomando un tono neutral (2016-2018).

En lo relativo a la política monetaria, las Gráficas C y D muestra cómo las decisiones monetarias del Banco Central Europeo han sido

**Gráfica C.**  
**Eurozona: políticas monetaria y fiscal vs brecha de producto\***



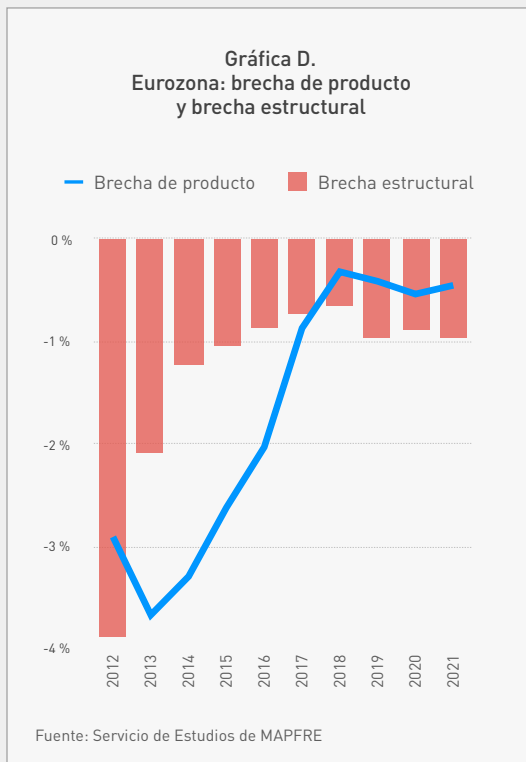
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

\* Variables expresadas en diferencias

[Versión interactiva](#)



Recuadro 1.1-a (continuación)  
Política económica y ciclo global



excesivamente conservadoras. El tipo de nominal ideal, derivado de la aplicación de la regla de Taylor, indica que el tipo de interés debió haber bajado de forma más aguzada en períodos de estancamiento económico, profundización que podría haberse alcanzado en términos reales tomando en consideración el impacto de los programas de compras de activos, tal y como marca el índice del tipo de interés en la sombra Wu-Xia. En 2012-2015, el diseño e implementación de políticas públicas fue anti-cíclico, pero probablemente insuficiente.

En contrapartida, en el momento en el que la tendencia del PIB se aproximaba claramente hacia su tendencia (2017-2018), se habría justificado la normalización de la política monetaria hasta recomponer una herramienta cuyo margen de actuación se manifiesta en la actualidad como limitada. La renovada atonía de la actividad económica y de los precios en la Unión Europea (especialmente la derivada del ciclo del sector manufacturero), unida al ciclo global y a la incertidumbre de política económica y comercial vinculada a la administración de los

Estados Unidos obliga a relajar de nuevo el sesgo monetario de la UEM (compras, postura monetaria, depósitos, etc.), a la vez que se implementan tímidos impulsos fiscales derivados y no coordinados a nivel doméstico (una Comisión Europea más permisiva respecto a los procedimientos de déficit excesivo), pero con carácter puramente cíclicos. Así, en definitiva, el carácter de la política económica de la UEM es actualmente anti-cíclico, pero con efectos aún muy limitados.

### Mercados emergentes (ex-China)

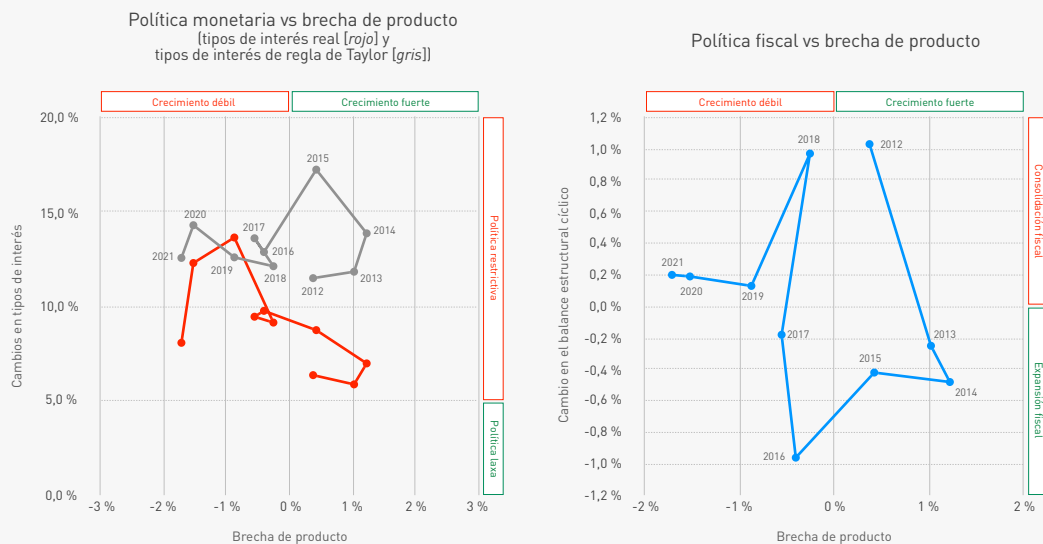
Las políticas económicas de los mercados emergentes han sido históricamente pro-cíclicas. Ello ha contribuido a exacerbar los efectos del ciclo económico bajo la forma de desequilibrios y vulnerabilidades, induciendo una fuente adicional de volatilidad y debilidad, especialmente en aquellas regiones con bajo ahorro formal intermediado por el sector financiero no bancario.

Entre 2012 y 2015, muchas economías emergentes, especialmente en América Latina y Europa del Este, mantenían fuertes déficits corrientes en un contexto de fuertes entradas de flujos y una brecha de producto positiva y amplia. La pro-ciclicidad resultante causó múltiples desequilibrios nominales (crédito, deuda en dólares, burbujas de precios en el inmobiliario, etc.) que luego se tornarían vulnerabilidades. Por el lado fiscal, la bonanza del ciclo de materias primas, el riesgo país comprimido por la excesiva liquidez y los bajos niveles de deuda permitieron también impulsos fiscales que solamente actuaron por el lado de las transferencias corrientes, y no por el lado de la inversión. Es decir, el carácter era fuertemente pro-cíclico y sirvió para acumular desequilibrios graves que luego se catalizarían a través del tipo de cambio. Los más relevantes eran situaciones de déficits gemelos en algunas economías, apalancamiento en dólares en otras, y procesos de inflación de activos y crédito en la mayoría.

Todo lo anterior, en un contexto de escaso ahorro formal doméstico (y, por lo tanto, con escaso margen para amortiguar la caída que llegaría en el transcurso del 2016-2018 cuando

**Recuadro 1.1-a (continuación)**  
**Política económica y ciclo global**

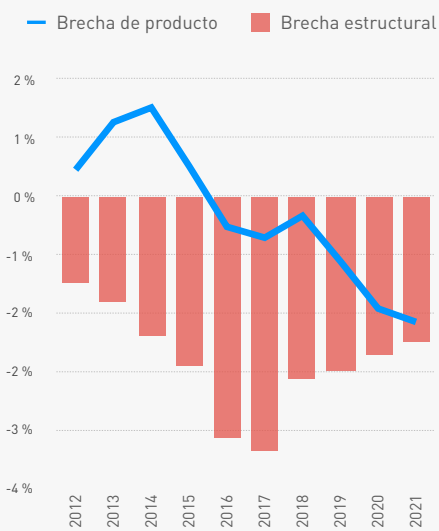
**Gráfica E.**  
**Mercados emergentes (ex-China): políticas monetaria y fiscal vs brecha de producto\***



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

\* Variables expresadas en diferencias  
**Versión interactiva**

**Gráfica F.**  
**Mercados emergentes (ex-China): brecha de producto y brecha estructural**

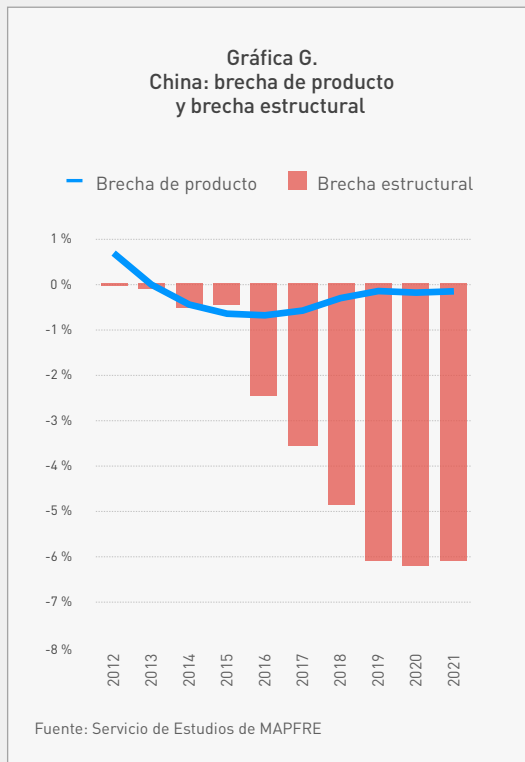


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

Estados Unidos endureció su política monetaria y esta se trasladó a los países emergentes a través de condiciones financieras restrictivas), de un ciclo de las materias primas que se deterioraba y de vulnerabilidades aflorando, dio lugar a una brecha de producto amplia y negativa (véanse las Gráficas E y F). De esta forma, la situación volvió a ser pro-cíclica y, esta vez, negativa.

En la actualidad, por el lado de la política monetaria, el giro generalizado de los principales bancos centrales de países desarrollados hacia la laxitud permite a las economías emergentes, principalmente aquellas cuyas exposiciones se vieron más penalizadas a lo largo de 2018, apoyarse de nuevo en el pilar monetario y dotar de unas condiciones financieras más flexibles. Por lo anterior, la situación en la actualidad se ha tornado neutral o anti-cíclica en algunos casos. En este sentido, y a medio plazo, podría darse la conveniencia de llevar los tipos de interés hacia los niveles de equilibrio que indica la regla de Taylor; sin embargo, la menor presión

**Recuadro 1.1-a (continuación)**  
**Política económica y ciclo global**

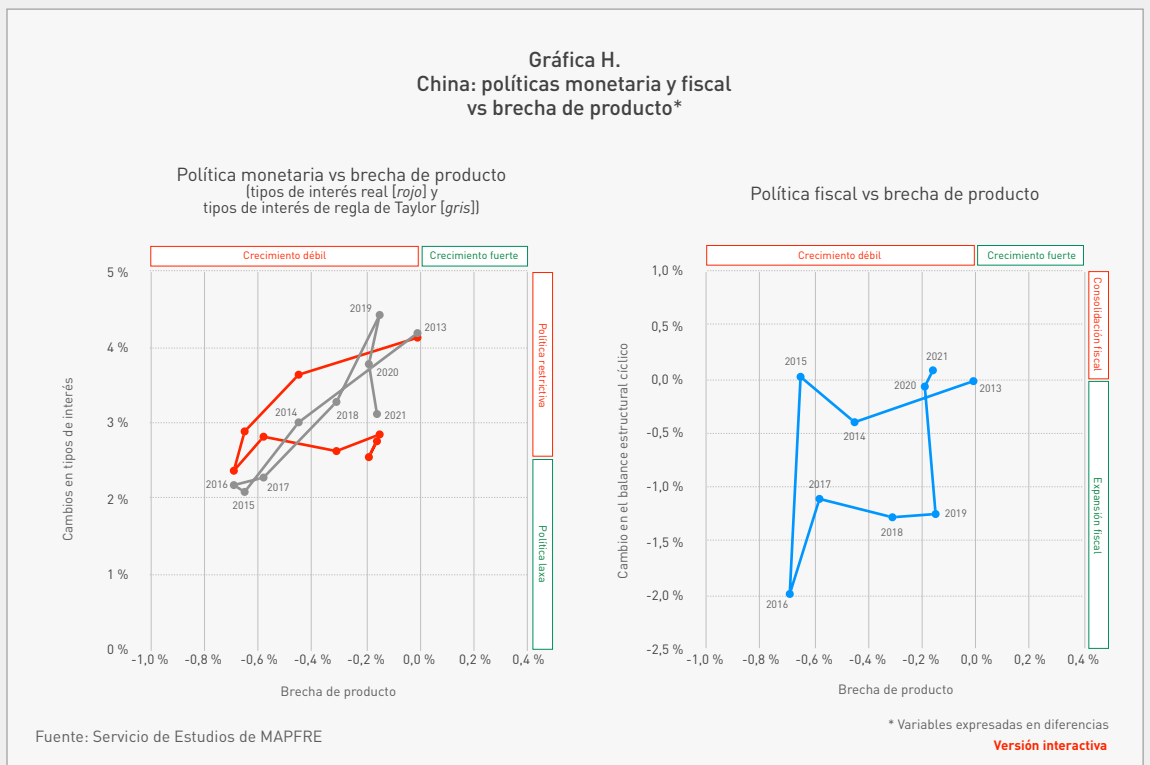


para acometer los ajustes necesarios podría desincentivar el objetivo y derivar nuevamente en una etapa de complacencia bajo la senda anterior de acumulación de futuros desequilibrios.

**China**

La política monetaria de China se ha caracterizado a lo largo del período analizado por presentar tipos de interés relativamente estables oscilando entre el 2% y el 4%. Sin embargo, los cambios en los tipos de interés han sido más tenues que los recomendados por la regla de Taylor, cuya alineación no se culminó hasta la corrección de la Bolsa de Shanghai de 2015, y aunque esta convergencia hacia la contra-ciclicidad se ha moderado a partir de 2018.

En el último año, y a medida que el enfriamiento de la economía se agudizaba, el banco central de China ha venido alineando su política monetaria a la tendencia acomodaticia de los principales bancos centrales, alejando el objetivo de normalizar los tipos de interés privado como muestra la Regla de Taylor y de incentivar el desapalancamiento. La relajación en los



### Recuadro 1.1-a (continuación) Política económica y ciclo global

coeficientes de reservas de los bancos, la devaluación del renminbi por encima de los 7 dólares, las frecuentes inyecciones de liquidez y las últimas reducciones en los tipos de interés (LSR) permiten tolerar, sin grandes turbulencias, la desaceleración que viene experimentando la economía en plena reorientación de su modelo de crecimiento y bajo el desgaste de la guerra comercial con Estados Unidos (véanse las Gráficas G y H). No obstante, la iniciativa del banco central podría derivar en mayores preocupaciones sobre el sistema financiero chino (Harbin Bank se ha convertido en el quinto banco en acometer un *baill out*), al postergar el saneamiento de unos balances excesivamente apalancados.

En materia fiscal, coincide el tono mayoritariamente neutral hasta la gran expansión que tuvo lugar en 2015. En los años posteriores, la economía realizó esfuerzos por corregir desequilibrios y volver a acumular espacio fiscal. Sin embargo, como en el apartado anterior, las últimas medidas anunciadas en materia de expansión de gasto y reducción de la carga impositiva empresarial muestran el carácter expansivo y contracíclico de la política fiscal que, de extenderse en el tiempo y dado el momento cíclico actual de la economía, podría llegar a tomar la condición de pro-cíclica.

México, India y Rusia), y una previsible moderación de los procesos socio políticos que están provocando incertidumbre y disrupciones en varias economías emergentes (países andinos, Hong Kong, etc.).

#### El momento cíclico y las opciones de política económica

El momento cíclico que vive la economía global es de estabilización de la actividad en niveles bajos y, como abunda en el Recuadro 1.1-a, esto ha obligado a replantear el diseño e implementación de políticas públicas. En los Estados Unidos, el crecimiento del PIB se estabiliza por debajo del 2% apoyado fundamentalmente en la demanda doméstica, gracias al soporte de la política monetaria de la Reserva Federal. La Eurozona, por su parte, ha vuelto a registrar una acusada atonía que ha obligado a extender la postura monetaria de laxitud cuando, además, se debate la necesidad de complementarlo con impulsos fiscales de calado (véase el Recuadro 1.1-b).

Por otra parte, China mantiene su actividad con la inercia del pasado y, pese a que por los datos de alta frecuencia se atisba cierta pérdida de dinamismo, el crecimiento (conforme a los datos oficiales) permanece en niveles elevados. En los mercados emergentes, aunque muchas

de las vulnerabilidades se tamizan con el giro actual de la política monetaria de la Reserva Federal, su dependencia del ahorro externo las hace fuertemente sensibles a condiciones y correcciones externas, pudiendo crear y transmitir disrupciones financieras regionales a través de las confianzas (véanse los Recuadros 1.1-c y 1.1-d). Por este motivo, es previsible que, si bien su momento cíclico será de mayor dinamismo, su fragilidad también será más acusada.

#### El escenario de riesgo

Como se indicó en nuestro informe anterior<sup>1</sup>, la ocurrencia de una recesión constituiría nuestro escenario alternativo (de riesgo), ya que una situación de este tipo aceleraría tendencias geopolíticas como el proteccionismo<sup>2</sup> y el creciente descontento social. Por otra parte, los riesgos conocidos que enunciamos en nuestro informe correspondiente al trimestre pasado, son esencialmente los mismos, y la previsible recuperación en una recesión como la que describimos en el escenario alternativo de este informe<sup>3</sup> requeriría que se activasen algunos de los riesgos que diesen lugar a *shocks* de confianza y/o *shocks* de oferta por el lado de la liquidez o de los factores productivos y materias primas. Así, la reducción temporal de financiación en el mercado interbancario, los posibles problemas en los balances de los

**Recuadro 1.1-b**  
**El debate de política económica actual: el caso de la Eurozona**

**El momento cíclico actual**

Durante el 2019, volvió a emerger la debilidad que había estado lastrando el desempeño económico durante la primera mitad de la década, la cual radicó en el agotamiento del ciclo global, en especial el manufacturero, y que fue exacerbado por el contexto de incertidumbre propiciado por la política comercial de los Estados Unidos. Aunque no se avistó en ningún caso una recesión inminente, sí fue suficiente para que la receta de políticas públicas retomara su carácter anti-cíclico y de soporte de la demanda.

**La política monetaria**

En el caso de la política monetaria, este contexto se percibió con el tránsito de una política que era globalmente neutral con cierto sesgo restrictivo (en Estados Unidos) a una también cercana a la neutralidad, pero con sesgo contrario.

En Estados Unidos tuvieron lugar tres recortes del tipo de interés de referencia a lo largo del 2019, devolviendo la postura monetaria al terreno neutral/acomodaticio, eludiendo la recesión y, de manera más relevante, supeditando las futuras decisiones de política monetaria a los datos de actividad económica e inflación por llegar. De esta forma, el actual consenso ha generado cierta *previsibilidad* sobre el nivel neutral actual de los tipos de interés, que el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal ve en el entorno actual (1,5% -1,75%), al menos hasta 2021.

En la Eurozona, los cambios en el sesgo monetario tuvieron lugar fundamentalmente durante los meses de septiembre a noviembre de 2019, mientras que el mes de diciembre, cuando se estrenó la nueva presidenta del Banco Central Europeo (BCE), Christine Lagarde, se lanzó el mensaje continuista con las decisiones de política económica pasada y se inició el debate acerca de las opciones de política monetaria que ocupará lo que resta de año. Durante las tres últimas reuniones del BCE, aún bajo el mandato de M. Draghi, asistimos a la reactivación del programa de compras que añadirá 20 millardos de euros mensuales (sin límite claro) al acervo de activos en balance del BCE, actualmente por valor de 2,6 billones de euros. Además, se recortó nuevamente la

facilidad de depósito (hasta -0,5%), aunque modulada con el *tiering*. De igual forma, se dio un nuevo impulso a la provisión condicional liquidez, vía las LTROs (*Long Term Refinancing Operations*), aunque sin aclarar de dónde saldrán los activos líquidos de alta calidad necesarios para ello. Finalmente, se reforzó la gestión de unas expectativas de política monetaria acomodaticia (*Dovish Guidance*) hasta al menos el 2022.

Finalmente, en el caso de los países emergentes importadores de ahorro, estos absorbieron el cambio de sesgo de la política monetaria de ambas regiones, permitiendo una moderación de sus tipos de interés hasta un terreno que también se aproxima hacia la neutralidad. Las condiciones financieras se esperan más favorables a futuro, no tanto por la entrada de flujos (el canal de carteras parece haberse agotado), sino por menor presión de tipos de interés y de cambio. En general, la inflación se encuentra contenida dentro de las bandas de confort de los bancos centrales, con lo que no parece necesaria mayor acción.

**Límites de la política monetaria actual**

Aunque la política monetaria está cumpliendo su función actuando anti-cíclicamente contra el deterioro de la actividad económica y de la inflación, son muchas las voces que coinciden en dos temas.

El primero de ellos, es que la política monetaria ha encontrado su límite en la mayoría de los mercados desarrollados. Ello se manifiesta en el hecho de que:

- La mayoría de los mercados no cuenta con espacio efectivo para seguir bajando el tipo de referencia en caso de mayor deterioro de la actividad económica.
- La política monetaria no consigue romper la dinámica perversa que la vincula con las expectativas de precios y actividad (véase el análisis sobre las expectativas de inflación y la Curva de Phillips en: Servicio de Estudios de MAPFRE [2018], [Panorama económico y sectorial 2018](#), Fundación MAPFRE, Madrid), y las expectativas de inflación en la Eurozona parecen estar anclándose en el entorno de



**Recuadro 1.1-b (continuación)**  
**El debate de política económica actual: el caso de la Eurozona**

(0% - 1,5%), en lugar de estar cerca del objetivo de inflación (2%).

- Los [multiplicadores monetarios han perdido vigencia en el contexto actual de tipos de interés](#) tan bajos como la *Zero Lower Bound*, lo cual incita al atesoramiento de liquidez en lugar de a la inversión.

Y el segundo de los temas es que la política monetaria, especialmente en la Eurozona, está teniendo efectos no deseados sobre el sector financiero, erosionando las funciones básicas como la transformación de plazos (crédito) y financiación a largo plazo (inversión), con consecuencias negativas para el sistema. En este sentido, destaca el que:

- La capacidad de transmisión de los impulsos monetarios de demanda se está debilitando y haciendo más asimétrica globalmente.
- El entorno de tipos de depósito negativos y tipos de crédito virtualmente en cero erosiona el *Margen Neto de Intereses* en favor del *Margen de No Intereses*, lo que no solamente se traduce en una reducción de la rentabilidad sino en: (i) la alteración de la función básica de la banca que es la transformación de plazos para conceder crédito, (ii) límites al acceso a la financiación mayorista, (iii) problemas de solvencia en situaciones de estrés y sobre capitalización en situaciones ordinarias, y (iv) incentivos a la desintermediación financiera y, por lo tanto, a la traslación de riesgos a sectores no regulados ni supervisados, a veces incluso fuera del sistema financiero.
- La liquidez provista no fluye hacia sistema financiero sino que migra a mercados emergentes en busca de rentabilidades (*“search for yield”*), o se reubica en activos menos líquidos (inmobiliario, activos con poca prelación/liquidez, etc.), provocando no solamente el efecto contrario (iliquidez) sino sobrevaloraciones irracionales, riesgos de duración, problemas de selección adversa en los ratings, y crecientes riesgos de mercado y contraparte en el sistema financiero, muchas veces sin conocimiento del supervisor prudencial.

- Los ejercicios de provisión de liquidez condicional (tipo LTROs) reducen la oferta de activos líquidos de alta calidad en el mercado, comprimiendo la prima temporal incluso hasta el terreno negativo, generando problemas para remunerar los pasivos de las entidades que se dedican a la provisión de rentas aseguradas (seguros de vida y pensiones), con evidente impacto en la complementación previsional, en la dilución de riesgos y en la función inversora de esta parte del sector financiero.

**Retos para Lagarde**

Aunque el optimismo actual sobre su gestión es explicable dadas sus cualidades comunicadoras y conciliadoras, y dada la tranquilidad técnica aportada por el economista jefe, Philip R. Lane, los retos para la actual presidenta del BCE son ingentes. En primer lugar, mantener la credibilidad y determinación del discurso heredado de Mario Draghi (*“as long as it takes”*). En segundo lugar, estabilizar en términos reales y nominales el ciclo económico, y volver a anclar las expectativas con sendas de inflación sostenibles. En tercer lugar, acompañar los avances monetarios y regulatorios con una gestión integral que mejore la gestión macro-prudencial y elimine la pro-ciclicidad latente en la regulación sobre liquidez. Y finalmente, reformar la política monetaria acorde con los tiempos, lo que implicará: (i) vincularla con la sostenibilidad (sin alterar el terreno de juego entre los agentes financieros y sin vulnerar las decisiones soberanas), (ii) alinear los intereses con las nuevas instituciones europeas y el nuevo espectro político, (iii) mantener el liderazgo de su predecesor en tiempos inciertos (Brexit, Polonia, Francia, etc.), y (iv) buscar consenso para promover el camino para completar el espacio europeo (coadyuvar a completar la unión bancaria, fiscal y de mercados de capital).

En su primera reunión, Christine Lagarde adelantó cómo iba a ser su gestión al frente del BCE. Por una parte, se mostró dispuesta a ser continuista con la gestión anterior, dando apoyo monetario incondicional tanto tiempo como sea necesario y mientras las condiciones nominales y reales deseables no estén garantizadas. Sin embargo, por la otra, señaló que estaba consciente de los límites que ya enfrenta la política monetaria. Por lo que anticipó dos medidas. La primera, la necesidad de revisar el

**Recuadro 1.1-b (continuación)**  
**El debate de política económica actual: el caso de la Eurozona**

Marco Estratégico de la Política Monetaria a lo largo del 2020 (a la par que lo vinculó, por primera vez en la institución, a la necesidad de garantizar la sostenibilidad medio ambiental). Las medidas irán enfocadas a reformar los elementos fundamentales de la actual *suite* de política monetaria: (i) expansión de balance (duración, tamaño, elegibilidad de activos), (ii) liquidez, vía LTROs (condicionalidad, duración, tipos, objetivos), (iii) facilidad de depósitos (tipos de interés y *tiering*), (iv) *guidance* (objetivo de inflación, comunicación y señales), y (v) vínculos entre política monetaria y regulación prudencial (efectos pro-cíclicos en la liquidez). Y la segunda medida anticipada se refiere a reafirmarse en la idea (emergente, pero ya de consenso) de que la política fiscal tiene que tomar el relevo, dada su oportunidad (los multiplicadores fiscales en el actual contexto de tipos de interés), urgencia (la alta sensibilidad externa de la zona euro) y carácter estratégico para la construcción del marco europeo.

**El momento de la política fiscal parece haber llegado**

La fatiga monetaria está sirviendo para que la política económica cíclica y estructural se vea obligada a ser replanteada. La política fiscal a finales de 2018, disfrutaba aún de cierta inercia de impulsos fiscales del pasado, pero estos eran escasos, fragmentarios, discrecionales (derivados acciones soberanas no coordinadas) y muy limitados (al enfocarse al gasto público en el caso de la Eurozona y a las exenciones fiscales corporativas en Estados Unidos; ambas situaciones con muy reducidos multiplicadores fiscales). En cualquier caso, se trataba de una política fiscal a corto plazo *nominalmente* anticíclica, pero *de facto* inocua, y a largo plazo poco trascendental para la estrategia económica común de las economías maduras.

Desde hace un tiempo, sin embargo, el consenso acompaña su discurso con señalamientos de *necesarias reformas estructurales e institucionales* con la renovada *reivindicación de dar mayor protagonismo a la política fiscal*, al menos en aquellos países en los que hay espacio fiscal suficiente para eludir situaciones de “*fiscal dominance*” [situaciones en las que la sostenibilidad fiscal pierde su credibilidad en un país y la política monetaria tiene que actuar para

acomodar el desajuste presupuestario existente, lo que en última instancia produce inflación que actual como un impuesto generalizado) como las vividas en el pasado.

El momento actual, con los extremadamente bajos tipos de interés, el escaso ahorro privado formal disponible orientado a largo plazo y la demanda de inversión insatisfecha en gran parte del mundo desarrollado, los multiplicadores fiscales se estiman en el rango de 0,6% - 1,1% del PIB. Lo anterior, con el margen fiscal actual en Europa, por ejemplo, daría lugar a un impulso medio cercano a 0,4% del PIB (que es lo que prevemos en este informe para la región a lo largo del 2019-2020). Cabe señalar que este margen fiscal podría ampliarse relajando algunas restricciones nacionales (como el límite presupuestario alemán), sin tocar los límites impuestos por el Tratado de Maastricht, lo que podría cuadruplicar la aportación del impulso fiscal al crecimiento de la Eurozona. El problema, sin embargo, es que para hacer esto serían necesarios consensos nacionales que, dada la fragmentación política, son difíciles de alcanzar, máxime cuando esto implica la reforma de la constitución, como es el caso de Alemania.

Un complemento, o incluso una alternativa, a esto pasaría por reformar la regla fiscal (europea) que se deriva del *Stability and Growth Pact* (SGP) del Tratado de Maastricht (déficit no superior al 3% y deuda no superior al 60%) para hacerla consistente con las actuales circunstancias (ya no se trata de un propósito de *convergencia*) y con los hechos (ha resultado parcialmente mal diseñada y no siempre se ha respetado. En este sentido, cabe apuntar que no se trata de una regla que se respete de forma rigurosa, ya que muchos países tienen deudas elevadas por encima del 60% y, sin embargo, es muy restrictiva para la generalidad de los países miembros puesto que impone los mismos límites de déficit estructural a países con una deuda pública de 100% del PIB que a países con una deuda del 15% del PIB.

En lugar de una regla simple de aplicación general, una posible reforma de la norma fiscal que parece estar cobrando forma sería una más flexible y que consistiría en una regla fiscal fuertemente vinculante que restringiera a los países con elevada deuda pública (superior al

**Recuadro 1.1-b (continuación)**  
**El debate de política económica actual: el caso de la Eurozona**

límite del 60% impuesto por el SGP con el límite de déficit estructural estipulado por el SGP (0,5% del PIB), pero que diera grados de libertad para abordar una mayor expansión fiscal en aquellos países con niveles de deuda pública reducidos. Esta mayor flexibilidad permitiría financiar la expansión de los activos netos (inversión más allá de la reposición del capital depreciado). Es decir, se trataría de una regla que generara ahorro público/inversión neta y, por ende, que apoyara el crecimiento de largo plazo, y que, en su caso, debiera estar siempre supervisada por una institución independiente y no partisana (como la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, en España).

El debate más profundo, sin embargo, va más allá de la política fiscal en el sentido de que, además de los beneficios cíclicos y estructurales que pueda tener, la reforma de la política fiscal europea podría convertirse en el catalizador de la maduración estructural e institucional de la Zona Euro que promocionara un crecimiento potencial mayor ligado a la inversión y transformación tecnológica, la consolidación institucional de la región y una palanca fundamental para la estrategia actual ligada a la sostenibilidad.

La hoja de ruta de una transformación de esta naturaleza tendría varios hitos. Los dos primeros serían abordables puesto que se enmarcan aún en la fase de coordinación de políticas públicas nacionales y reforma de la regla fiscal de la manera descrita anteriormente. Serían para ganar capacidad de impulso fiscal a corto plazo y a mayor plazo dotar a la política fiscal de una capacidad de ahorro neto, de manera que cofinanciara la inversión necesaria para hacer despegar la productividad y el crecimiento potencial dentro del marco de la sostenibilidad.

A medio plazo, los instrumentos serían los que sienten las bases de la cohesión, quizás instrumentalizando un seguro de desempleo común y un fondo de reserva que actuara como mecanismo estabilizador al principio (tipo ESM), pero que con el tiempo asumiera las capacidades de elemento de convergencia y estabilizador como el BICC (*budgetary instrument for convergence and competitiveness*) y/o de prestamista último recurso en la UEM, algo que por definición no puede

hacer el BCE, especialmente para financiar la transformación sectorial y tecnológica.

El impulso fiscal necesario para implementar estas medidas capitalizaría en forma de deuda, por lo que el consenso también ve conveniente retomar la idea de la creación de un *activo europeo libre de riesgo*, único para el conjunto de la Eurozona (el Eurobono). Cabe señalar que un activo sin riesgo único tiene detractores entre los países acreedores de la Eurozona, que ven en la idea una pérdida de la soberanía fiscal nacional y un potencial problema de *free riding* de las economías menos disciplinadas. Sin embargo, las opiniones favorables consideran elementos clave que no pueden eludirse: (i) funcionaría como *benchmark* único, desvinculando el riesgo financiero del soberano (como pasa en Italia) y siendo elegible como colateral para las operaciones transfronterizas (a menor coste); (ii) reduciría la presión que existe ahora sobre los activos líquidos de alta calidad (los AAA soberanos que hacen de activo refugio y de colateral en el BCE), aliviando la presión que existe sobre los tipos de interés y reduciendo problemas del sistema financiero, además de que apoyaría a los balances de las instituciones financieras que necesitan activos de larga duración para honrar sus pasivos; (iii) sería un buen instrumento para financiar la inversión pública a largo plazo (sea en sostenibilidad o en infraestructuras o tecnología), a la vez que un activo adicional con rentabilidades más altas, susceptible de entrar en el balance del sistema financiero enfocado al largo plazo, y (iv) servirá para dar al Euro mayor papel internacional y, por lo tanto, para diversificar las fuentes de condicionalidad de la política monetaria de los mercados emergentes.

Finalmente, debe señalarse que este ejercicio antecedería a los pasos necesarios para apostar por la centralización de una autoridad fiscal comunitaria con ministerio único y política fiscal común, precisamente porque su implementación requería, además, abordar la cuestión de la unión de mercados de capital y la unión bancaria. En definitiva, el renovado impulso fiscal no solamente parece necesario sino oportuno para consolidar la unión institucional de la Zona Euro.

**Recuadro 1.1-c**  
**Ahorro en América Latina**

**Evitar una nueva década perdida**

A lo largo de la última década, ha sido posible comprobar cómo, de manera sistemática, se han revisado a la baja las perspectivas para el crecimiento de América Latina, de manera consistente con lo que consideramos está ocurriendo con la reducción de su potencial de crecimiento económico.

En este sentido, la Gráfica A muestra cómo el Fondo Monetario Internacional (FMI) en sus informes globales y regionales ha revisado continuamente a la baja sus expectativas de crecimiento de Latinoamérica, convergiendo hacia lo que parece ser un crecimiento tendencial cada vez menor para la región. De manera recurrente, las proyecciones de crecimiento de PIB han mostrado una senda de recuperación que ha pasado de converger al 4% tendencial estimado hace una década, hasta el actual que situamos en el entorno del 2% interanual.

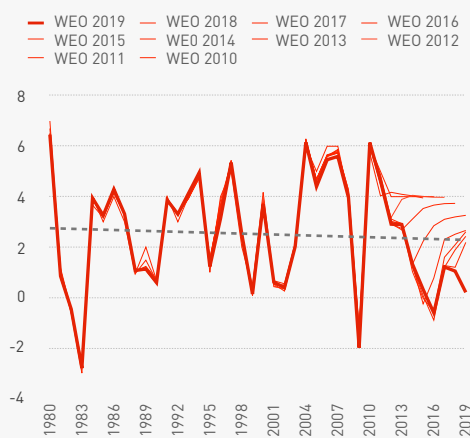
Más allá de los factores eventuales (como puedan ser el momento cíclico global, las tensiones comerciales, el deterioro de los términos de intercambio sobre las materias primas, y los elementos idiosincráticos de orden socio y

geopolítico), los cuales terminan pesando sobre los costes de financiación de la región a través del tipo de cambio y de la prima de riesgo regional (y a los que puede atribuirse la actual atonía del crecimiento), existe un par de claros elementos estructurales que determinan el desempeño tendencial de la región latinoamericana.

Primero, el crecimiento de la renta disponible en América Latina, el cual permitió que la clase media pasara del 21% al 33% de la población, y que también hizo converger la fertilidad y la esperanza de vida hacia niveles consistentes con dicho aumento de renta. Ello está produciendo que la región esté avanzando rápidamente en su dividiendo demográfico y, por lo tanto, aumentando su tasa de dependencia, en especial la madura, que, en el año 2020, aunque aún moderada, ya iguala la de varias economías del Asia desarrollada y Europa Emergente (véase la Gráfica B).

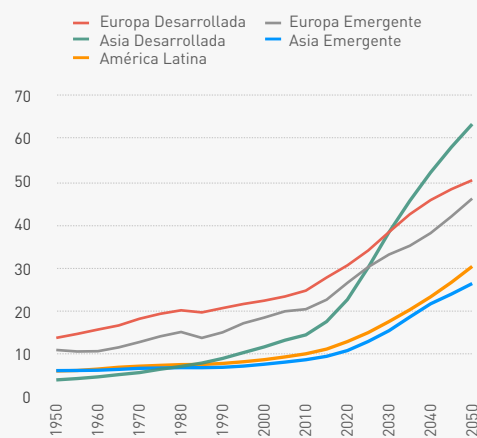
Y segundo, la baja intensidad de capital y la ausencia de reformas estructurales está provocando cuellos de botella en el mercado de factores y, por ende, en el sistema productivo. La mejor expresión de sus consecuencias es el deterioro de la productividad total de los

**Gráfica A.**  
**Crecimiento esperado y registrada en América Latina del PIB (% a/a) y crecimiento tendencial, 1980-2019**



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del WEO/FMI)

**Gráfica B.**  
**Tasas de dependencia madura comparadas en diferentes regiones del mundo, 1950-2050**



Fuente: United Nations - Population Division - Department of Economic and Social Affairs (2017)

### Recuadro 1.1-c (continuación) Ahorro en América Latina

factores, y en especial en la del trabajo, dadas las deficiencias en la construcción de habilidades (*skills*) y capital humano (véase la Gráfica C).

Al respecto, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) ha estimado que para que la región alcance la proporción de capital sobre producto que se tiene en el entorno de las economías avanzadas (cerca al 25%), sería necesario añadir entre 5% y 8% al PIB a la inversión, en especial en infraestructuras y construcción de habilidades. Así, para converger a estos niveles de manera consecuente con la maduración del dividendo demográfico, se precisaría una tasa de crecimiento de la inversión muy superior a la actual, a fin de no dar esta década por perdida en lo que a crecimiento y bienestar se refiere.

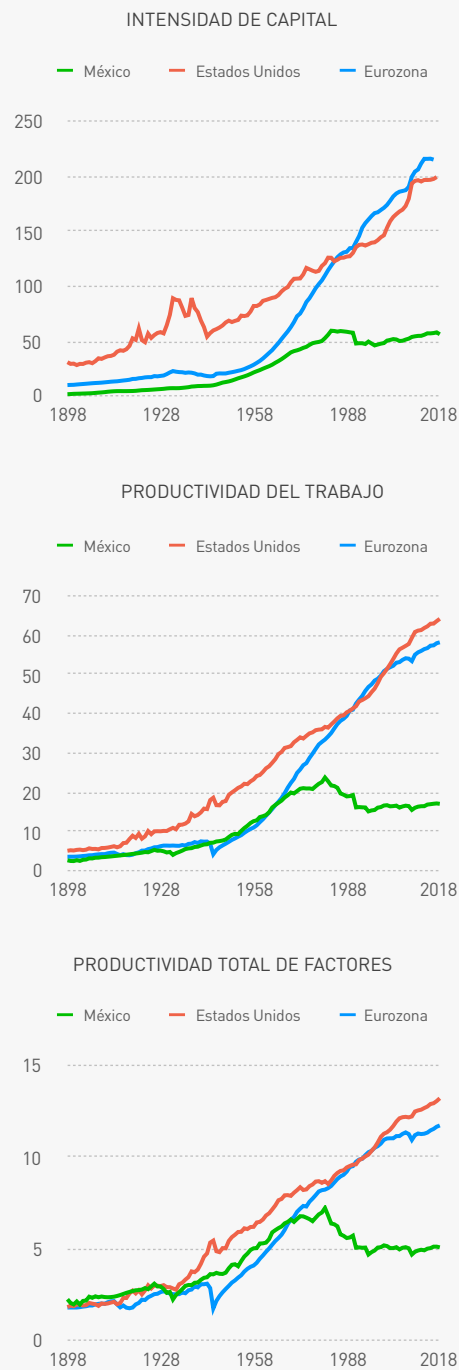
#### El ahorro es el problema

La falta de inversión, el deterioro de la productividad y las restricciones derivadas de la actual estructura demográfica tienen como nexo común la insuficiencia del ahorro; en concreto, del *ahorro privado nacional*. Este problema, además, cobra especial importancia en el actual contexto de transición demográfica puesto que es durante la maduración del dividendo demográfico y la convergencia de renta cuando las sociedades deben generar capacidad de ahorro de acuerdo a la Teoría del Ciclo Vital y la Teoría de la Renta Permanente, algo que en América Latina no está ocurriendo.

#### Hay poco ahorro

El ahorro en Latinoamérica es bajo desde todas las métricas. Un vistazo a la Tabla A permite comparar este parámetro con lo que ocurre en otras regiones económicas. De esta información, se desprende que el ahorro en América Latina es insuficiente para financiar tasas de inversión sostenidas que eleven el ratio de inversión hasta el 25% que se observa en las economías avanzadas, y que es lo que garantiza la reposición del *stock* de capital de un mercado maduro. Para ello, transitoriamente se necesitaría de tasas de inversión sobre PIB como las de las economías del sureste asiático (30%), lo que, por construcción, requiere de un ahorro bruto equivalente que América Latina no tiene (véanse la Gráficas D y E).

Gráfica C  
Intensidad de capital, productividad del trabajo y  
productividad total de los factores



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Long Term Productivity Database)

**Recuadro 1.1-c (continuación)**  
**Ahorro en América Latina**

**Tabla A**  
Desglose del ahorro (en % PIB, datos promedio), 2016-2018

Tipos de activo	América Latina	Asia Emergente	Países desarrollados
<b>Ahorro bruto nacional (ANB)</b>	16 %	34 %	23 %
<b>ABN público</b>	-2 %	9 %	-3 %
<b>ABN privado</b>	18 %	25 %	26 %
<b>Ahorro externo</b>	3 %	-4 %	1 %
<b>Ahorro nacional total</b>	<b>19 %</b>	<b>30 %</b>	<b>24 %</b>

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

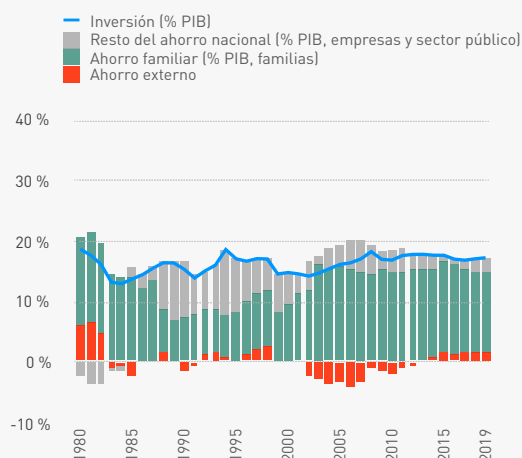
Por otro lado, el ahorro de Latinoamérica es bajo comparado también con lo que ahorran los países de renta disponible media. Como se confirma con la información de la Gráfica F, la capacidad de ahorro de la región se ha perdido desde el inicio de la década de los años 90.

Y finalmente, dada la estructura demográfica de América Latina (y salvando las cautelas de supuestos y abstracciones necesarias para este ejercicio), el ahorro bruto nacional de la región es también insuficiente para suavizar el consumo a lo largo del ciclo vital medio de su población. En este sentido, la Gráfica G muestra el ahorro que se deriva de la relación de Modigliani (véase el

Recuadro 1.1-d y [analítica on-line](#) para mayor referencia) y el que, *de facto*, existe en Latinoamérica. Más aún, la Gráfica H muestra el ahorro que le corresponde a países con una transición intermedia del dividendo demográfico versus lo que ocurre en América Latina, que es visiblemente más bajo.

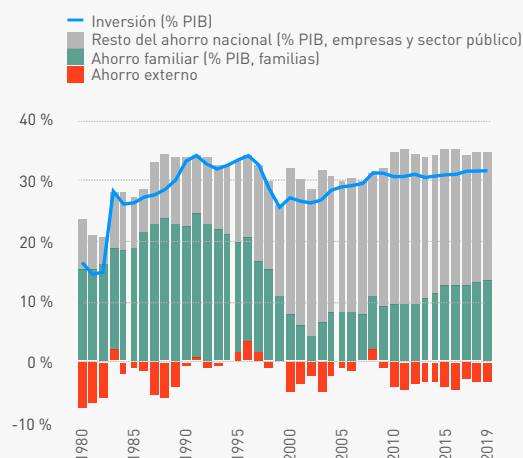
Como se observa, el ahorro nacional bruto de la región latinoamericana es casi 10% menor de lo que predeciría su estructura demográfica (perdiendo, además, la oportunidad de generarlo), la cual, por otro lado, anticipa correctamente el ahorro esperable en una región con similar nivel de renta.

**Gráfica D.**  
**Ahorro e Inversión**  
(promedio región de América Latina)



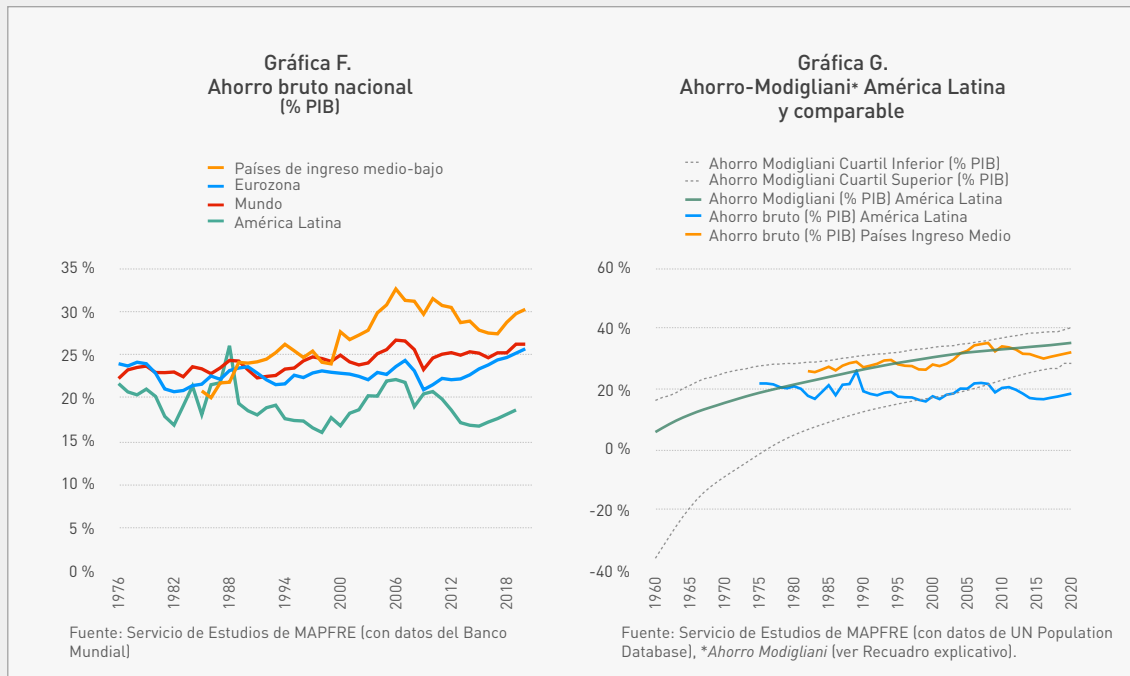
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los institutos estadísticos nacionales)

**Gráfica E.**  
**Ahorro e Inversión**  
(promedio región de ASEAN)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de los institutos estadísticos nacionales)

Recuadro 1.1-c (continuación)  
Ahorro en América Latina



### El ahorro no es el adecuado

Para garantizar la inversión, la ganancia de productividad, la cobertura de los sistemas previsionales y cierto margen de independencia respecto del ahorro externo (y, por lo tanto, fortaleza ante *shocks* globales), el ahorro relevante es el ahorro nacional privado, formal e intermediado por el sector financiero, preferiblemente a largo plazo y en moneda local. Se trata del ahorro que, por lo general, gestionan los fondos de pensiones y las aseguradoras.

En el caso de América Latina, este tipo de ahorro, es cuando menos, escaso. Algunos datos. Uno de cada seis latinoamericanos mantiene depósitos bancarios (frente al 1 de cada 3 en Asia y 1 de cada 2 de la Eurozona), y aun con esto la intermediación del sistema bancario es muy superior a la del resto del sistema financiero en Latinoamérica. En la región, los depósitos pesan aproximadamente el 75% de valor de los activos, una cifra que contrasta con el 45% en la media de los países desarrollados. Como ejemplo, la Gráfica I muestra la distribución del ahorro financiero en Latinoamérica (datos promedio) frente a la distribución en España.

Lo anterior, pareciera sugerir que la escasez de ahorro formal se debe, por el lado de la demanda, al débil crecimiento del ingreso personal disponible en la región (en especial desde la década de los años 90), la baja cultura financiera y la escasa participación de los inversores institucionales, a la par que a la existencia de un tratamiento fiscal desfavorable, la escasez de instrumentos de inversión rentables en términos reales, la incertidumbre y la falta de confianza en las instituciones financieras en la región. Por el lado de la oferta, el ahorro formal podría estarse viendo afectado por restricciones regulatorias y por la poca profundidad del mercado financiero.

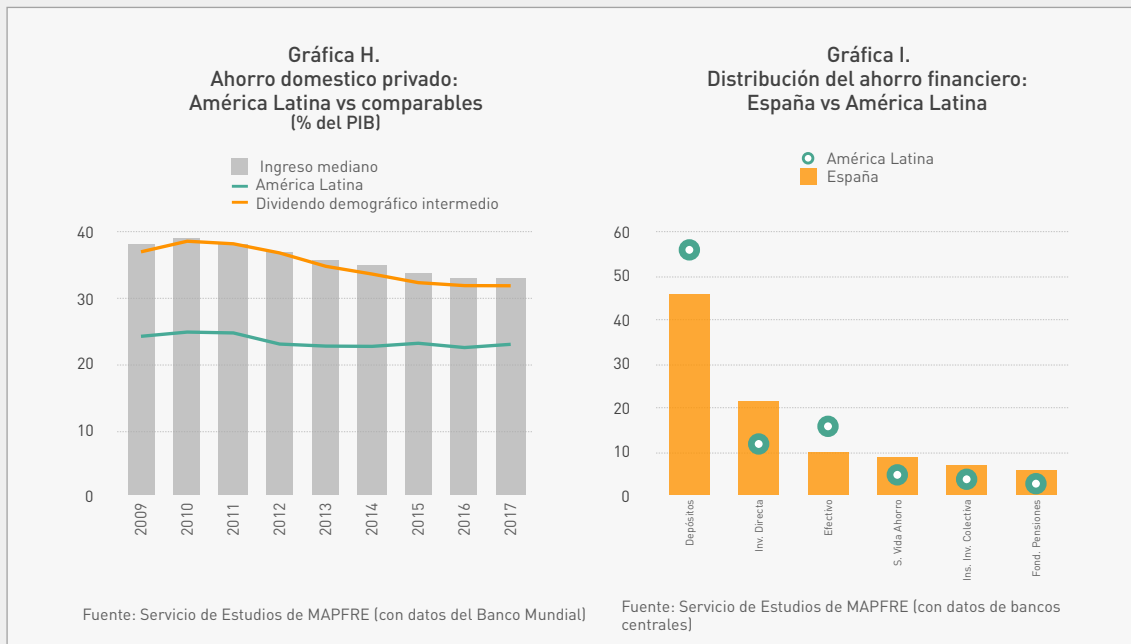
### El sector asegurador como ejemplo

Medido en términos de activos gestionados, el sector asegurador supone aproximadamente una décima parte del sistema financiero global, aunque en Latinoamérica se ubique en menos del 1% del total global.

Por el lado de los pasivos del sistema financiero (y de los activos asociados a su cobertura), se aprecian las enormes diferencias entre la cantidad de ahorro gestionado por el sector asegurador latinoamericano y el europeo (véase



**Recuadro 1.1-c (continuación)**  
**Ahorro en América Latina**



la Gráfica J). En promedio, el ahorro gestionado por el sector asegurador en América Latina supone, en términos de PIB, la tercera parte del gestionado en los Estados Unidos y la décima parte del gestionado en la Eurozona y Reino Unido. La menor participación relativa resulta especialmente visible al comparar las tasas de penetración del negocio Vida en Latinoamérica frente a lo que ocurre en los mercados aseguradores más avanzados. En este sentido, en la Gráfica K puede constatarse que la Brecha de Protección del Seguro (BPS) en el segmento de los seguros de Vida en América Latina más que duplica la que se puede encontrar en promedio en los mercados desarrollados.

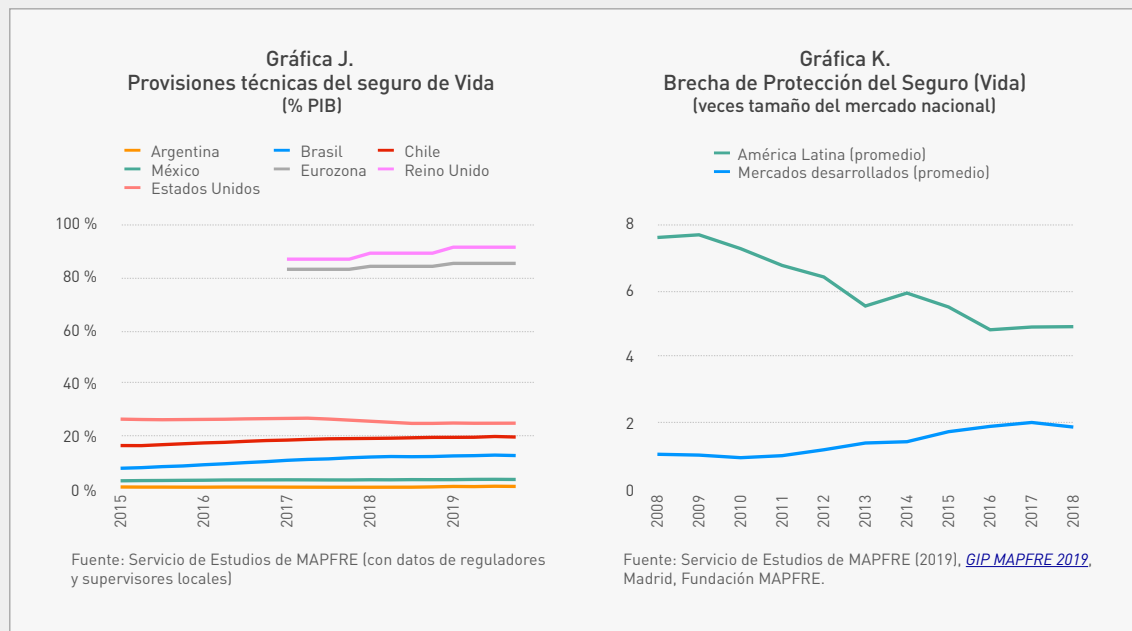
No solamente la gestión del ahorro es muy inferior en Latinoamérica, sino que el sesgo hacia activos de renta fija, como bonos del tesoro y de grandes corporativos, es también superior (véase la Tabla B). Este hecho, aunque se encuentra ligado al modelo de negocio asegurador y su necesidad de garantizar los tipos de interés implícitos en los productos aseguradores, parece trascender al mismo y presentar un sesgo particular en América Latina, posiblemente por la necesidad de garantizar mayor estabilidad en los balances ante la volatilidad de ciertos tipos de activos en esos mercados.

**Tabla B**  
**Estructura de activos en el balance del sistema asegurador**

Tipos de activo	Eurozona	Estados Unidos	Reino Unido	España	Brasil	México
<b>Renta fija</b>	64 %	65 %	55 %	75 %	91 %	83 %
<b>Renta variable</b>	16 %	14 %	16 %	5 %	8 %	12 %
<b>Préstamos</b>	5 %	10 %	9 %	1 %	0 %	3 %
<b>Tesorería y depósitos</b>	5 %	4 %	10 %	8 %	0 %	1 %
<b>Inmuebles</b>	2 %	1 %	3 %	3 %	0 %	1 %
<b>Otras inversiones</b>	8 %	7 %	7 %	6 %	0 %	0 %

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de reguladores y supervisores locales)

### Recuadro 1.1-c (continuación) Ahorro en América Latina



#### Consecuencias del bajo ahorro

Como se indicó antes, el bajo ahorro está detrás de la baja productividad y crecimiento. Pero la insuficiencia de este tiene consecuencias adicionales. Algunas reseñables son las siguientes.

En primer lugar, el bajo nivel de ahorro produce una elevada dependencia del ahorro externo, con efectos sobre la cuenta corriente, el tipo de cambio y las condiciones financieras en general. Con ello, se abre el espacio para la generación de desequilibrios (crédito, inflación, etc.) y para el aumento de la sensibilidad ante correcciones bruscas de la cuenta corriente. Asimismo, se acentúan vulnerabilidades nominales ante *shocks* globales derivados de la política monetaria de los países desarrollados, del deterioro de los términos de intercambio, o de las salidas de flujos de inversión.

Al respecto, la Gráfica L ilustra las consecuencias de la dependencia del ahorro externo sobre la vulnerabilidad cambiaria. El tipo de cambio medio contra el USD (base 2013) de la media de los países se deteriora en línea con el deterioro de la cuenta corriente y de su financiación, sea a causa de menores flujos de cartera o por el agotamiento de los ingresos de las exportaciones.

En segundo lugar, con la insuficiencia de ahorro se pierde el complemento necesario para la financiación del sistema de pensiones y de cobertura social, con las implicaciones ya analizadas en nuestro informe sobre los efectos económicos y sectoriales del envejecimiento de la población (Servicio de Estudios de MAPFRE [2019], [Envejecimiento poblacional](#), Madrid, Fundación MAPFRE).

En tercer lugar, los bajos niveles de ahorro reducen la inversión, con múltiples consecuencias a corto y largo plazos. De una parte, a corto plazo, la insuficiencia de ahorro tiene efectos inmediatos sobre la actividad económica, el ciclo y el empleo. Y de otra, en el largo plazo, sus efectos son más profundos, en la medida en que hace insuficiente el incremento del *stock* de capital necesario para reponer la depreciación, con lo que la intensidad de capital se reduce con las consecuencias antes señaladas: (i) crea cuellos de botella e ineficiencias que reducen la productividad y estancan el crecimiento (véase la Gráfica C); (ii) rompe el círculo virtuoso existente entre el ahorro, la inversión (en infraestructuras y capital humano), el incremento de la productividad necesario para elevar el crecimiento potencial, y así la mayor necesidad de capital y mayor ahorro futuros y el incremento de la prima por plazo; y (iii) conduce a un menor nivel de renta en el largo

**Recuadro 1.1-c (continuación)**  
**Ahorro en América Latina**

plazo, impidiendo la convergencia con los países desarrollados y conllevando un nivel de consumo, ahorro y bienestar de largo plazo menor.

**Algunas consideraciones de política económica para incentivar el ahorro**

Dado que el ahorro es clave para sustentar y hacer sostenibles los sistemas de pensiones (bien a través del esfuerzo individual del ahorro o bien mediante el subsidio inter-generacional), compensar los efectos del envejecimiento, activar el círculo virtuoso con la productividad y el crecimiento de largo plazo y, por extensión, para garantizar mayores niveles de bienestar social, es necesario que los países aborden una política integral que lo promueva. Estas son algunas medidas posibles:

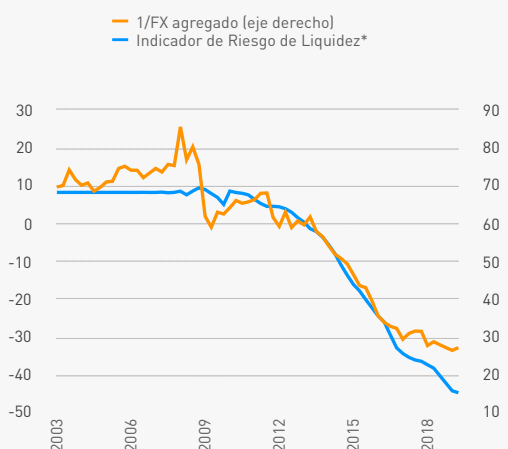
Políticas fiscales mejor optimizadas, destinadas a:

- Mejorar la participación pública en el ahorro, reducir la informalidad e incrementar la capacidad recaudatoria.
- Promover el ahorro privado con los incentivos fiscales adecuados, por ejemplo la eliminación de la doble imposición al ahorro que se deriva de gravar el capital y los ingresos, o aplicar la incentivos que promocionen el se-

guro de vida como un mecanismo alternativo de canalización de ahorro de medio y largo plazo (véase al respecto: Servicio de Estudios de MAPFRE [2017], [Elementos para la expansión del seguro en América Latina](#), Madrid, Fundación MAPFRE).

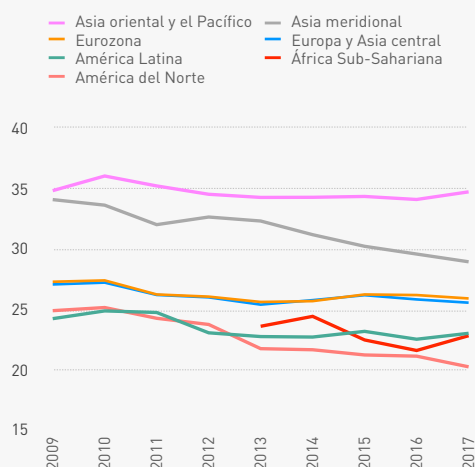
- Dar protagonismo a la financiación de la inversión pública (y optimizar el gasto en salud y cuidados de larga duración), a fin de activar la relación virtuosa con la productividad, el crecimiento de las necesidades de capital y el mayor ahorro.
- Promoción de un sistema financiero de mayor tamaño y profundidad que permita:
- Incrementos en la participación de inversores institucionales y de las clases medias insatisfechas al no encontrar productos de inversión ni rentabilidad más allá del residencial
- Mayor profundidad de mercado financiero en moneda local y con instrumentos adicionales (como infraestructura).
- Promover mecanismos anti-cíclicos y macro prudenciales que aporten ganancias en la estabilidad financiera (reducción de desequilibrios y sensibilidad a *shocks*).

**Gráfica L.**  
**Vulnerabilidad externa, riesgo de liquidez y tipos de cambio en América Latina**



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de bancos centrales)  
\* Reservas e ingresos por exportaciones / Pasivos a corto plazo de la cuenta financiera

**Gráfica M.**  
**Ahorro privado por geografías (% del PIB)**



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

### Recuadro 1.1-c (continuación) Ahorro en América Latina

Mejoramiento del entorno regulatorio, buscando:

- Homogeneización del entorno regulatorio regional.
- Optimización de los requerimientos de capital regulatorio, adaptando el capital regulatorio al perfil de riesgo.

En conclusión, el deterioro secular del crecimiento en América Latina descansa sobre factores estructurales que tienen en común la insuficiencia de ahorro privado formal. Esta

insuficiencia acarrea problemas de productividad, en la convergencia de rentas, en la estabilidad y suficiencia de los sistemas previsionales en el entorno del envejecimiento poblacional. Para que el ahorro formal encuentre soporte es necesario, entre otros factores, promover un enfoque integral que aborde el problema desde el ámbito fiscal, regulatorio y sectorial. De no ser así, muy probablemente América Latina estará destinada a ver otra década perdida en términos de crecimiento y bienestar.

tenedores de deuda de bajas garantías (*low covenant debt*), la corrección repentina en el mercado de renta fija y variable, y los problemas de deuda corporativa y soberana son solamente algunos de los factores a tener en cuenta en la multitud de riesgos de dicho escenario alternativo.

### Balance global de riesgos

De la revisión del entorno de riesgos para la economía global (véase la Gráfica 1.1.1-c), ponderando su probabilidad y severidad, se mantiene la identificación de cinco riesgos globales principales.

#### Gobernanza global

En primer lugar, en el escenario europeo, el desafío para la gobernabilidad de la región continúa dependiendo de la mayor cohesión interna y la búsqueda de consensos amplios con los que hacer frente a la suma de riesgos geopolíticos que enfrenta Eurozona. En este sentido, las dinámicas internas y el descontento social (nuevos síntomas de desafección política en Italia o el nuevo foco de protestas en Francia) continúan lastrando el avance. En este marco, sin embargo, la nueva configuración de las instituciones europeas (Comisión Europea, Consejo Europeo, Banco Central Europeo, etc.) parecieran eliminar, por lo pronto, dudas sobre la senda institucional futura de la Unión Europea. Asimismo, el resultado electoral del Reino Unido despeja incertidumbres respecto al futuro del Brexit, sin descartar totalmente la

potencial emergencia de nuevas exigencias políticas.

Por otra parte, y en contraposición al mantenimiento de la situación de la gobernanza en Europa, la emergencia de descontentos en diversos países de América Latina (Chile y Bolivia, de manera destacada), así como en Asia (Hong Kong) podrían ser el augurio de un aumento de problemas de gobernanza en esas regiones.

#### Política económica en los Estados Unidos

En segundo lugar, con la reducción de 75 puntos básicos (pbs) en el tipo de interés de referencia, la Reserva Federal de los Estados Unidos pareciera considerar suficientemente aplacado el riesgo de una recesión, a la vez que el consenso entre los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) otorga previsibilidad a la senda de tipos al menos a lo largo de 2020. Por otra parte, los pre-acuerdos comerciales firmados (con China, Canadá y México) alejan, aunque no eliminan, el temor a nuevas fases de desconcierto económico global que pueden resurgir a tenor de intentar diluir los esfuerzos por destituir al presidente Trump en el medio de su carrera electoral. La amenaza latente de nuevas turbulencias en el mercado de repos no ha desaparecido y pervive la duda de si se trata de un tema estructural parcialmente percibido.

**Recuadro 1.1-d**  
**Demografía y ahorro: el concepto del *Ahorro Modigliani***

**El concepto del Ahorro Modigliani**

La estructura demográfica de la sociedad es uno de los determinantes del *ahorro bruto nacional*, en especial del ahorro privado doméstico. Esta afirmación descansa en el fundamento teórico de la Teoría del Ciclo Vital de Franco Modigliani que establece que el individuo tiene un ciclo vital consistente con su edad y su capacidad para generar renta, a lo largo del cual primero desahorra al no ser activo, ahorra durante la madurez y desahorra durante la vejez. Algo que queda expresado por la relación:

$$S_t = \left(1 - \frac{VRA_t}{VRT_t}\right) * Y_t$$

Donde  $S_t$  es el ahorro,  $Y_t$  es la renta disponible,  $VRA_t$  es la vida activa que le queda a cada individuo en el momento  $t$ , que depende positivamente de la edad de jubilación, y  $VRT_t$  es la vida restante total que le queda al mismo agente que depende positivamente de la esperanza de vida. Por lo tanto, el ratio entre ambas es la proporción de la *vida activa* sobre el *total de su ciclo vital*.

Al ahorro expresado en estos términos, lo hemos denominado *Ahorro Modigliani*, y es el ahorro consistente con el ciclo vital de cada individuo, el cual depende positivamente de la renta disponible y la esperanza de vida en cada momento del tiempo, y negativamente de la edad y del tiempo hasta la jubilación en cada momento. Por construcción, el ratio del ahorro entre la renta nos da la *Tasa de Ahorro Modigliani*, o proporción ideal del ahorro necesario para afrontar todo el ciclo vital. Cabe señalar que esta visión de la tasa de ahorro tiene un vínculo íntimo con la Teoría de la Renta Permanente, en la que el ratio antes mencionado se convierte en un parámetro que relaciona el consumo con la renta en cada momento, de manera que, en equilibrio y descontada al factor pertinente, sea una aproximación de la riqueza.

Aunque esta relación está pensada como abstracción para un agente, puede tratarse a nivel agregado. Empleando los datos de población global de la Organización de las Naciones Unidas (ONU) se ha calculado la *Vida*

*Residual Activa Media* registrada entre 1950 y 2020 (estimado) para cada país y para diversas agrupaciones económicas y demográficas regionales. En este caso, se ha supuesto que la edad de jubilación media de la población del mundo es de 65 años. Igualmente, se ha calculado la *Vida Residual Total Promedio* para las mismas regiones, empleando las series de esperanza de vida para cada región y año que también ofrece la ONU.

Con ambos datos, se ha calculado la *Tasa de Ahorro Modigliani* de cada país/región como  $(1 - VRA(t)/VRT(t))$ , y se han obtenido las tasas de ahorro de los años 1950 a 2020 que son consistentes con la Teoría del Ciclo Vital. El resultado agregado para el mundo está representado en la Gráfica A.

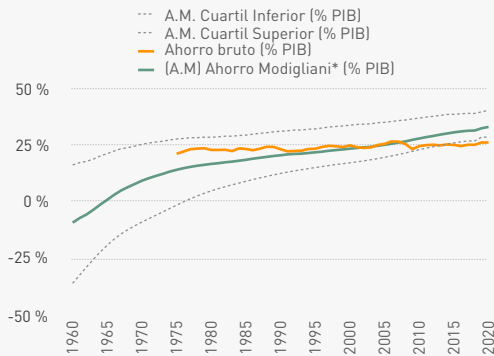
Como se observa, dada la estructura de la población, la proporción de vida residual activa a nivel global a lo largo del tiempo predice una tasa de ahorro bruto que coincide a grandes rasgos con la efectivamente registrada a nivel global (con la salvedad que desde la crisis de Lehman, se ha sufrido una caída del ahorro que no se ha vuelto a recuperar), lo que pareciera ser un buen referente para calcular cuánto debería ser el ahorro bruto de cada país de acuerdo a su estructura demográfica particular.

Por otra parte, la secuencia de las Gráficas B a F muestra el ahorro bruto para cada región dividida por el estado de transición del dividendo demográfico (íntimamente unido al envejecimiento y la fertilidad de cada región, como muestra la medida del *Ahorro Modigliani*). Esta información es un buen contraste para comprobar lo que predice la Teoría del Ciclo Vital que subyace a la medida de ahorro que aquí se propone. Comenzando por los países con una alta natalidad, baja esperanza de vida y baja renta (notablemente en África), se observa que el ahorro bruto que son capaces de generar es muy bajo, aunque consistente con la banda inferior que ofrece la medida del *Ahorro Modigliani*, en torno al 18% (véase la Gráfica B).

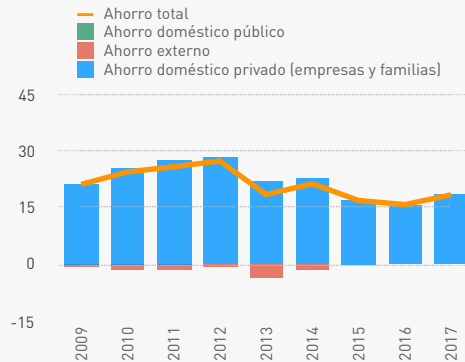
El siguiente estado demográfico es el que se inicia en la capitalización de la maduración de su población, con aún poca pero creciente población activa. El cambio entre el grupo de países

**Recuadro 1.1-d (continuación)**  
**Demografía y ahorro: el concepto del *Ahorro Modigliani***

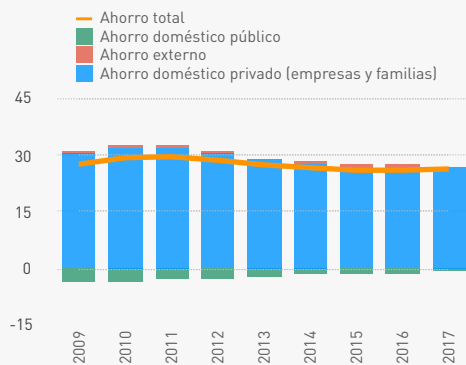
**Gráfica A.**  
**Mundo: ahorro bruto vs *Ahorro Modigliani***



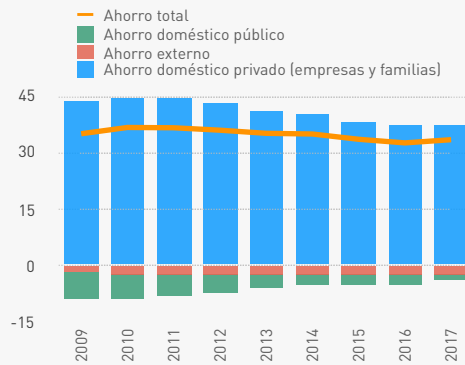
**Gráfica B.**  
**Ahorro total: países previo dividiendo demográfico (% del PIB)**



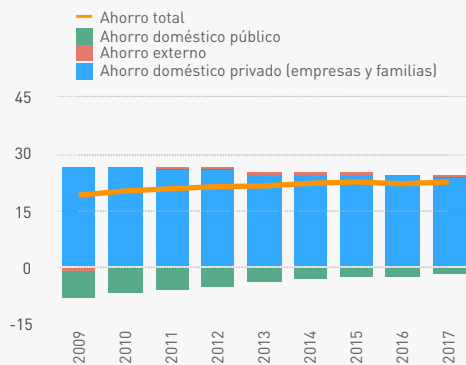
**Gráfica C.**  
**Ahorro total: países inicial dividiendo demográfico (% del PIB)**



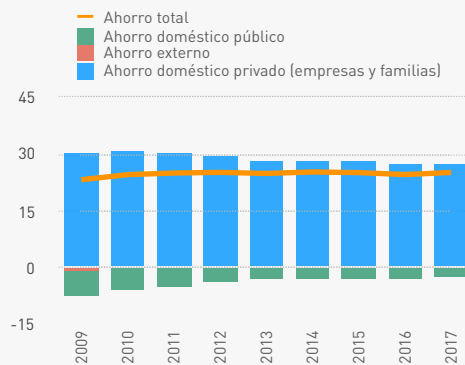
**Gráfica D.**  
**Ahorro total: países avanzados dividiendo demográfico (% del PIB)**



**Gráfica E.**  
**Ahorro total: países post-dividiendo demográfico (% del PIB)**



**Gráfica F.**  
**Ahorro total: mundo (% del PIB)**

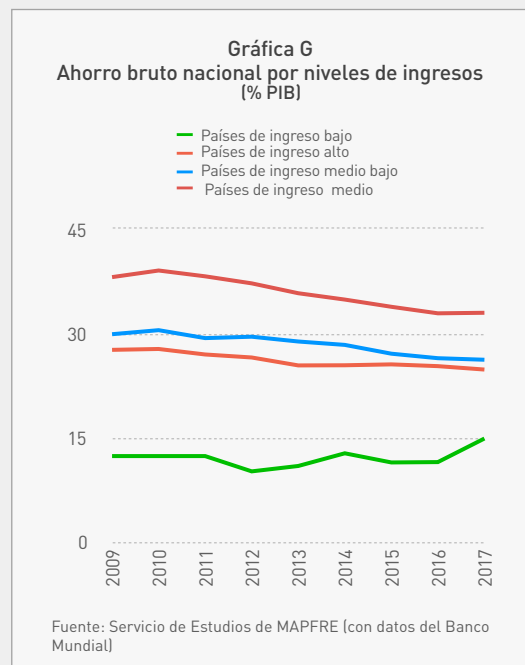


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Banco Mundial y de la Organización de las Naciones Unidas)

**Recuadro 1.1-d (continuación)**  
**Demografía y ahorro: el concepto del *Ahorro Modigliani***

anterior y este se correspondería con un incremento de la proporción de vida residual media antes mencionada que enlaza con la creciente maduración en el dividendo demográfico (más gente pasando a ser activa y con una mayor esperanza de vida) y, por lo tanto, con un aumento de la tasa de ahorro.

De esta forma, las Gráficas C y D muestran ese aumento y, consecuentemente, el incremento del ahorro, el cual se ubica en 27% y 37%, respectivamente (inicial y avanzado el dividendo demográfico). La relación, sin embargo, se pierde en los estadios más avanzados del dividendo demográfico, es decir donde la esperanza de vida es mayor y la distancia al llamado “*baby-boom*” es máxima (véase la Gráfica E). Estos son los países más desarrollados donde la renta es mayor; casos ejemplares son la Eurozona y Japón.



**Ajuste macro financiero en China**

En tercer término, tras experimentar una fuerte desaceleración a lo largo de 2019, los temores sobre la economía china podrían haberse atemperado a la luz de los signos de estabilización económica más recientes y a la contribución favorable del avance comercial con Estados Unidos. Al mismo tiempo, tanto la continuación de políticas monetarias y fiscales expansivas como la acomodación a las menores tasas de crecimiento globales, adicionan a la mejoría de perspectivas. Estas menores presiones aventajan una cierta resistencia al gigante asiático a medio plazo; en cambio, los problemas estructurales y las vulnerabilidades acumuladas persisten como potenciales catalizadores de un ajuste abrupto. El modelo económico chino sigue transitando hacia un equilibrio interno que se apoye en fuentes de crecimiento internas y un equilibrio externo hacia la flexibilización y apertura de su economía. En este sentido, la capacidad de estimular por la vía de la política económica podría tornar a pro-cíclica y resultar inadecuada ante los elevados niveles de deuda que acumula y bajo unos mecanismos de transmisión de liquidez aún insuficientes.

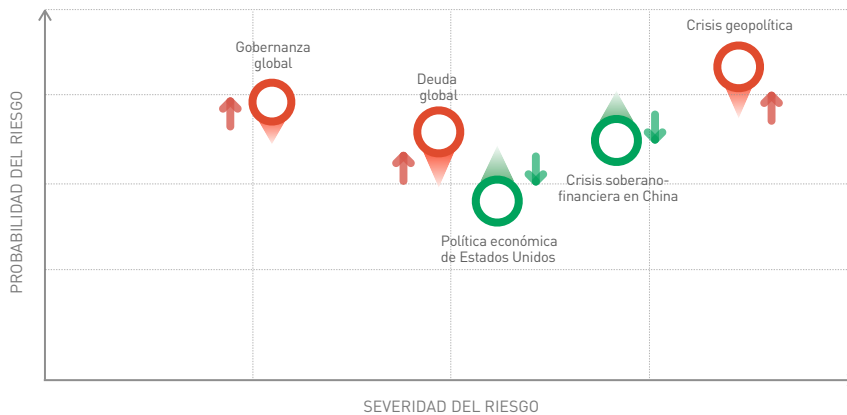
**Deuda**

En cuarto lugar, la vulnerabilidad asociada a los niveles de deuda global continúa avanzando al superar los 250 trillones de dólares (220% PIB). La mayor flexibilidad monetaria global vuelve a relajar las condiciones financieras limitando los costes de financiación a corto plazo. Sin embargo, esta persistencia de tipos de interés reducidos favorece la toma de riesgos y la acumulación de deuda en un entorno donde los problemas en los mercados de repos y las señales de falta de liquidez en ciertos sectores (como el corporativo no financiero) y en ciertos productos asociados (como los CLO's) comienzan a suscitar señales de alerta y cautela de la mano de unas calificaciones crediticias cuya calidad continúan deteriorándose.

**Geopolítica**

Finalmente, aunque el desenlace de las elecciones en Reino Unido y los avances en la negociación comercial entre China y Estados Unidos redujeron la adición de tensiones geopolíticas que han venido marcando el panorama internacional, la incertidumbre política, la expansión de corrientes

Gráfica 1.1-c  
Vulnerabilidades y riesgos globales\*



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

\*La flecha indica el sesgo observado del riesgo

proteccionistas, la discordancia social generalizada y, más recientemente, la inestabilidad en el golfo pérsico, aumentan las amenazas al crecimiento global. A las ya persistentes muestras de descontento social en Hong Kong, se suman oleadas de protestas provenientes de otros países como Irak, Líbano, Irán o la India, al tiempo que la inconformidad social continúa propagándose en América Latina. Así, pareciera evidenciarse una cierta inflamación antigubernamental que comienza a tomar relevancia global. Al mismo tiempo, la rápida escalada de tensión entre Estados Unidos e Irán sitúa las relaciones en un punto crítico donde la inercia más reciente podría desembocar en un conflicto de mayor calado.

## 1.2 Perspectiva general y balance de riesgos en economías seleccionadas

### 1.2.1 Estados Unidos

#### Los avances en el acuerdo comercial con China impulsan el optimismo

La economía de los Estados Unidos se desacelera suavemente, con un crecimiento del 2,1% en el tercer trimestre de 2019, impulsado por un consumo privado que continúa fuerte (2,9% t/t anualizado), pero con un nivel de inversión que se debilita (-0,1% t/t anualizado). Por otro lado, las exportaciones se contraen un -1,4% a/a en octubre. Se prevé que el crecimiento para 2020 se sitúe en el entorno

del 1,6%, constatando una desaceleración desde el 2,3% a/a estimado para 2019 (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

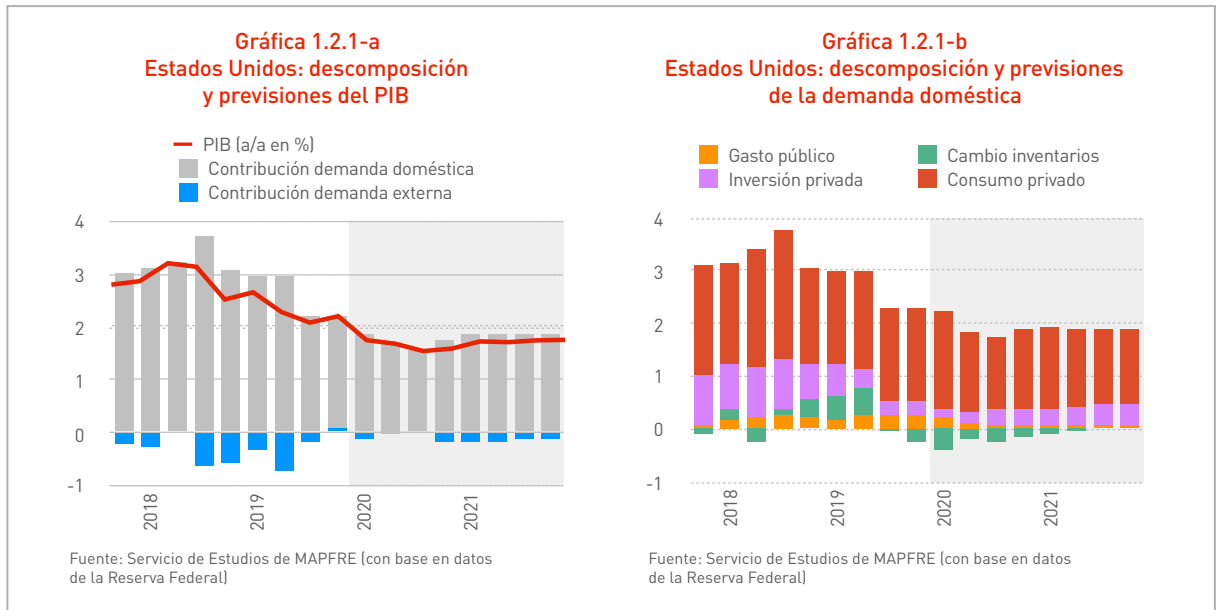
Los indicadores adelantados (PMIs) han rebotado en noviembre, al contrario que el ISM manufacturero (véanse las Gráficas 1.2.1-c y 1.2.1-d). Sin embargo, la confianza de los consumidores, según la encuesta que realiza la Universidad de Michigan, encadena 4 meses de mejora. Con el paro en mínimos y los salarios subiendo por encima de la inflación, las perspectivas se presentan positivas para el 2020.

Por otra parte, la inflación (CPI) ha subido al 2,1% en noviembre, con la subyacente en 2,3% debido al aumento de salarios y tarifas. En su reunión de diciembre, la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo sin cambios los tipos interés en el rango 1,50-1,75%. Tras los tres recortes de tipos llevados a cabo desde el pasado mes de julio, los miembros del consejo

#### Estados Unidos

- Un crecimiento del 2,1% en el tercer trimestre confirma la desaceleración suave.
- La Reserva Federal mantiene los tipos de interés; los considera adecuados dadas las expectativas de actividad e inflación.
- En breve, la firma de la primera fase del acuerdo comercial con China y la suspensión de la entrada en vigor de una nueva ola de aranceles.





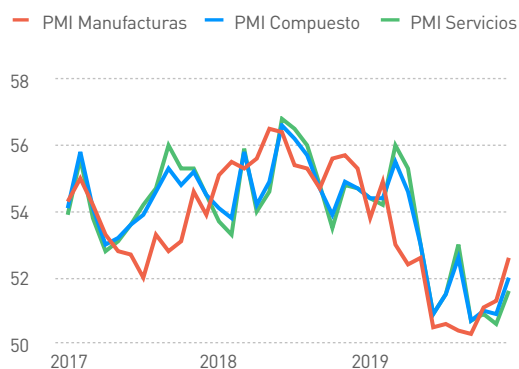
**Tabla 1.2.1**  
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	2,9	1,6	2,4	2,9	2,3	1,6	1,7
Contribución de la demanda doméstica	3,7	1,9	2,7	3,3	2,6	1,7	1,9
Contribución de la demanda externa	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1
Contribución del consumo privado	2,5	1,9	1,8	2,1	1,8	1,6	1,5
Contribución de la inversión privada	0,7	0,4	0,8	0,9	0,4	0,2	0,4
Contribución del gasto público	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	3,6	1,8	2,6	3,1	2,5	1,6	1,8
Consumo total (% a/a, media)	3,4	2,6	2,3	2,8	2,4	2,0	1,8
Inversión privada (% a/a, media)	3,3	1,9	3,7	4,1	1,8	1,1	1,7
Exportaciones (a/a en %)	0,5	-0,0	3,5	3,0	-0,2	0,4	2,3
Importaciones (a/a en %)	5,3	2,0	4,7	4,4	1,2	0,7	2,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,0	4,8	4,1	3,8	3,6	3,6	3,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,4	1,8	2,1	2,2	2,0	1,7	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-4,8	-5,4	-4,2	-6,5	-6,9	-6,5	-6,4
Balance comercial (% PIB)	-4,4	-4,2	-4,3	-4,4	-4,2	-4,0	-4,0
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,75	1,50	2,50	1,75	1,50	1,50
Tipo de corto plazo (final período)	0,61	1,00	1,69	2,81	1,89	1,63	1,72
Tipo de largo plazo (final período)	2,27	2,45	2,40	2,69	1,75	1,79	1,95
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,09	1,09	1,13
Crédito privado (% a/a, media)	2,4	3,1	6,7	4,3	5,2	5,5	3,7
Crédito familias (% a/a, media)	1,9	2,2	3,5	3,5	4,0	7,0	7,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,7	5,3	6,3	8,9	6,6	3,7	3,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,1	4,3	2,9	2,2	2,0	1,3	1,5
Tasa de ahorro (% , media)	7,6	6,8	7,0	7,7	8,0	7,4	7,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)  
Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

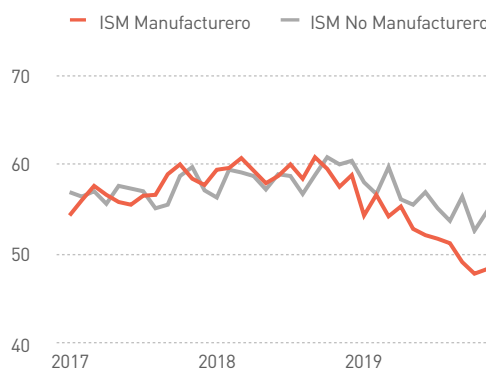
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

**Gráfica 1.2.1-c**  
Estados Unidos: PMIs, 2017-2019



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

**Gráfica 1.2.1-d**  
Estados Unidos: ISM, 2017-2019



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

de la Reserva Federal los consideran adecuados. A la vista de los pronósticos en materia de tipos de interés tanto de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) como de los analistas del mercado, se espera un aterrizaje suave de la economía y acompasado por unos tipos de interés que permanecerían prácticamente sin cambios al menos hasta 2021 (previéndose un tipo de interés de referencia de 1,50% para el final de 2020), momento en el que podría estimarse apropiado retomar nuevamente la senda alcista de 2018.

A mediados de diciembre, el presidente D. Trump dio su visto bueno a la primera fase del acuerdo comercial con China y se espera en breve la firma oficial. Con ello, se evitará la introducción de una nueva ola de aranceles estadounidenses sobre unos 160.000 millones de dólares de bienes de consumo chinos. Las acciones mundiales alcanzaron un máximo histórico y el rendimiento de los bonos subió gracias al optimismo sobre el comercio. Para el 2020, año de elecciones presidenciales en los Estados Unidos, es de esperar que la actual administración busque consolidar más fases del acuerdo comercial.

El reciente ataque (3 de enero) perpetrado por las fuerzas estadounidenses sobre el general iraní Qasem Soleimani, tendrá efectos políticos y geo-estratégicos que se trasladarán al precio de crudo e influirán en el proceso electoral de Estados Unidos de noviembre próximo. Por lo

pronto, el precio del petróleo se ha situado sobre la cota de los 70 USD.

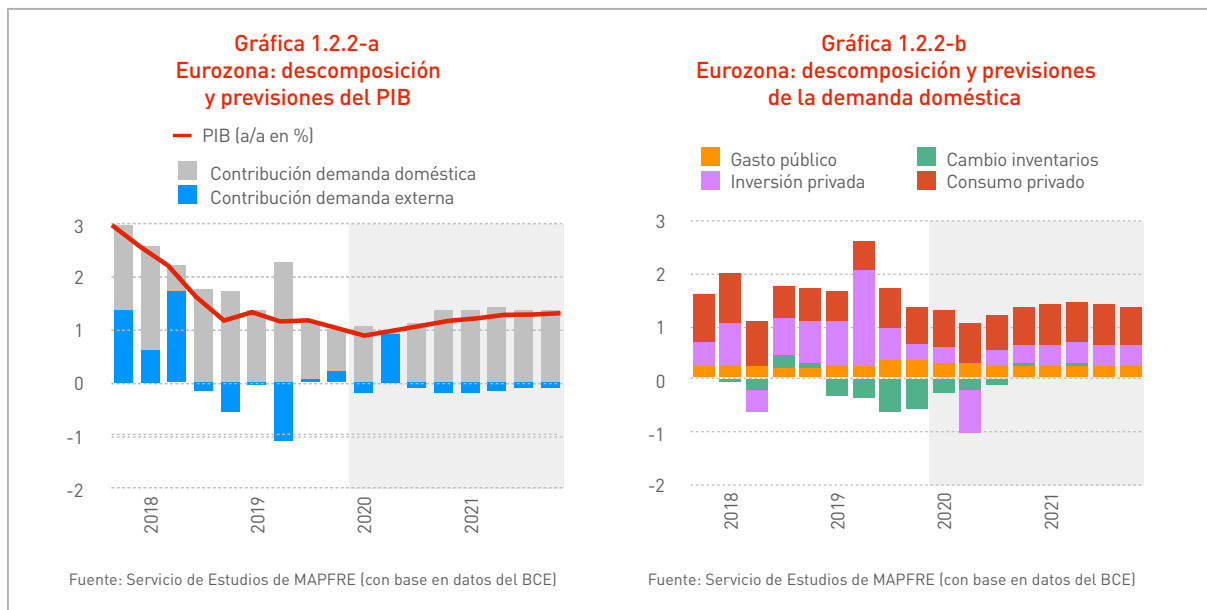
## 1.2.2 Eurozona

### Las expectativas mejoran ligeramente pese a la desaceleración

La Eurozona sigue desacelerándose, con un crecimiento anual de un 1,2%. La producción industrial se ha contraído (-2,2% a/a en octubre), y el sector de la construcción ha registrado su primer dato negativo desde 2017 (-0,7%). Los PMIs (índices de gestores de compras) acumulan dos años de caídas, y en diciembre volvieron a retroceder, excepto por el de servicios (52,4), situando el indicador compuesto en 50,6 y el manufacturero claramente en zona de contracción en 45,9. De igual forma, el índice ZEW de expectativas económicas para la

#### Eurozona

- La actividad económica mantiene su inercia de desaceleración.
- Los índices de sentimiento llevan dos años cayendo, pero hay signos de mejora en algunos países.
- La relajación monetaria y la expectativa de estímulos fiscales producen un rebote de final de ciclo.
- Tras las elecciones, la salida del Reino Unido de la Unión Europea parece ya descontada.



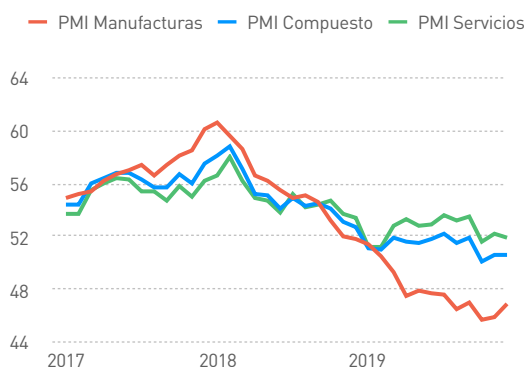
**Tabla 1.2.2**  
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	2,0	1,9	2,7	1,9	1,2	1,0	1,3
Contribución de la demanda doméstica	2,1	2,3	2,2	1,5	1,4	0,9	1,4
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,4	0,5	0,4	-0,2	0,1	-0,1
Contribución del consumo privado	1,0	1,0	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Contribución de la inversión privada	0,9	0,8	0,8	0,5	0,9	0,0	0,4
Contribución del gasto público	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,2	2,4	2,3	1,6	1,5	0,9	1,5
Consumo total (% a/a, media)	1,7	1,9	1,7	1,3	1,3	1,3	1,3
Inversión privada (% a/a, media)	4,5	4,0	3,7	2,4	4,3	0,2	1,9
Exportaciones (a/a en %)	6,4	2,9	5,8	3,3	2,3	1,5	2,1
Importaciones (a/a en %)	7,5	4,2	5,2	2,7	3,1	1,3	2,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,5	9,7	8,7	7,9	7,4	7,3	7,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,3	0,7	1,4	1,9	1,0	1,1	1,4
Balance fiscal (% PIB)	-2,0	-1,4	-0,9	-0,5	-0,6	-0,8	-0,8
Balance comercial (% PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impulso fiscal (% PIB)	0,3	0,7	1,0	1,3	1,7	1,4	1,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,8	3,2	3,1	3,1	2,6	2,6	2,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,39	-0,39	-0,36
Tipo de largo plazo (final período)	1,26	0,93	1,13	1,17	0,18	0,34	0,75
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,09	1,09	1,13
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)	0,9	1,5	2,3	2,7	3,2	3,5	3,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	8,9	2,8	2,2	2,7	2,3	2,9	2,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	17,0	3,3	0,9	1,0	0,5	1,4	1,8
Tasa de ahorro (% , media)	12,4	12,3	12,1	12,2	13,0	13,0	13,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BCE)  
Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

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

**Gráfica 1.2.2-c**  
Eurozona: PMIs, 2017-2019



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

**Gráfica 1.2.2-d**  
Eurozona: índice ZEW de expectativas de crecimiento, 2017-2019



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

Eurozona ha tocado fondo en agosto y encadena varios meses de mejora, lo que hace esperar una mejora suave (véanse las Gráficas 1.2.2-c y 1.2.2-d). Así, la previsión de crecimiento para 2020 se sitúa en 1,0%, frente al 1,2% que se estima para el cierre de 2019 (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

En noviembre pasado, la inflación rebotó ligeramente situándose en un 1,0% y la subyacente en 1,3%, eliminando de manera temporal cierta presión al Banco Central Europeo (BCE). A pesar de los bajos niveles de desempleo, el enfriamiento del mercado laboral hará al BCE sopesar todos los indicadores, aunque su mandato se limite al control de la inflación. En su reunión de diciembre, el BCE decidió mantener los tipos de depósito en un -0,50%. El Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales se mantengan en sus niveles actuales o inferiores hasta que las perspectivas de inflación converjan al 2%, lo que parece estar mejorando en vista de la evolución de la inflación subyacente. Asimismo, es importante destacar también que el 1 de noviembre se reiniciaron las compras netas en el marco del programa de adquisición de activos (APP) del Consejo de Gobierno a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros. Se prevé que estas compras se mantengan durante el tiempo que resulte necesario para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos de interés oficiales y que finalicen poco antes de que el BCE comience a subir los tipos de interés.

Las elecciones en el Reino Unido han dado una victoria clara a los conservadores, lo que facilitará aprobar el acuerdo de salida de ese país de la Unión Europea (UE). Así, el panorama se ha aclarado, mientras que el Reino Unido tendrá que alcanzar un acuerdo comercial con la UE antes de que finalice el 2020. Además, deberá revisar o renovar los acuerdos de los que hasta ahora disfrutaba por su pertenencia al bloque.

Los riesgos para la Eurozona a nivel de crecimiento se centran en la ausencia de reformas que impulsen el nivel de actividad económica, así como en las tensiones presupuestarias y de solvencia de los países miembros, principalmente de Italia. Una inesperada tensión en el mercado de bonos soberanos o en los mercados bancarios podría nuevamente poner en alerta a los inversores, generar cierto efecto contagio y empeorar las condiciones financieras en el conjunto de la Eurozona. Además, los instrumentos de política monetaria de los que dispone en la actualidad el BCE están claramente más limitados que en el mandato anterior.

### 1.2.3 España

#### La economía española mantiene la senda de desaceleración gradual

La economía española creció un 2,0% a/a y 0,4% t/t en el tercer trimestre de 2019, manteniendo el ritmo del trimestre previo, pero apuntando con claridad hacia una continuada

**España**

- **La economía española se desacelera y la creación de empleo también.**
- **La confianza de consumidores e inversores muestra signos de deterioro.**
- **Las condiciones financieras laxas y signos positivos en algunos socios de la Unión Europea, amortiguarán la desaceleración.**

desaceleración gradual. En este sentido, el consumo privado creció al 1,5% a/a (1,1% t/t), la inversión al 2,0% a/a (1,3% t/t), y las exportaciones 2,3% a/a (-0,8% t/t).

En el mismo sentido, las encuestas de confianza del consumidor empiezan a revelar un empeoramiento del sentimiento, debido a la incapacidad que se ha manifestado a lo largo de los últimos meses para la formación de un gobierno y las pocas perspectivas de solución de esta problemática a corto plazo.

La producción industrial volvió a tener un registro negativo en el mes de octubre (-1,4% a/a) y el PMI manufacturero, a pesar de observarse un rebote en noviembre (47,5), cae por segundo año consecutivo. El PMI de servicios y el indicador compuesto, por su parte, se mantienen en terreno positivo (53,2 y 51,9, respectivamente). La tasa de desempleo ha bajado al 13,92%, pero el ritmo de creación de empleo, factor determinante en el

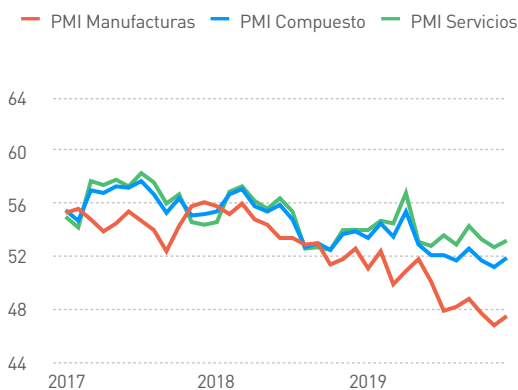
crecimiento del consumo, se ralentiza (véanse las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

Para 2020, se prevé que la economía de España crezca un 1,7% acentuando la desaceleración, aunque de forma suave, máxime cuando los estímulos monetarios del BCE y las políticas acomodaticias de los bancos centrales mundiales empiezan a tener su efecto (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-c y 1.2.3-d). Las condiciones financieras laxas producidas por el mantenimiento de la política monetaria expansionista del BCE y signos positivos en algunos socios de la Unión Europea, especialmente en Alemania, amortiguarán la desaceleración.

Por otra parte, la inflación interanual de noviembre (adelanto) se ha situado en 0,4%, destacando la estabilidad de los precios de los carburantes y los alimentos y bebidas no alcohólicas, frente a los descensos registrados en 2018.

La constitución del nuevo gobierno en España supone un avance en términos de estabilidad y superación del bloqueo político existente. Es pronto para analizar el impacto de sus políticas, ya que no se han concretado. No obstante, existe incertidumbre en torno al diseño e implementación de la política económica, lo que podría pasar factura en términos de la confianza de los consumidores e inversores y, en última instancia, en el desempeño futuro de la economía española.

**Gráfica 1.2.3-a**  
**España: PMIs, 2017-2019**

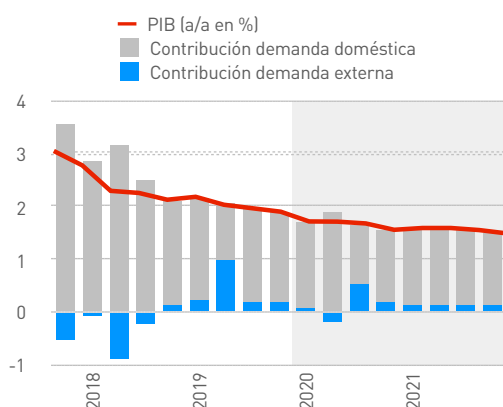


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Markit)

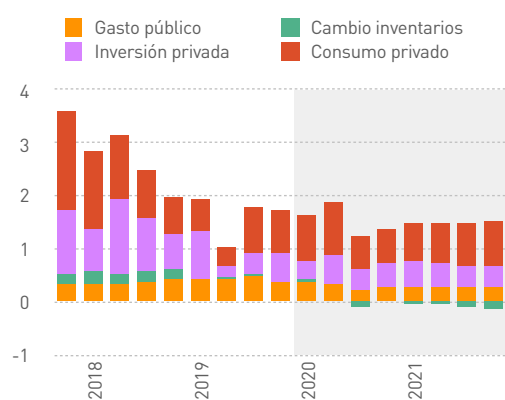
**Gráfica 1.2.3-b**  
**España: tasa de desempleo, 2017-2019**



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

**Gráfica 1.2.3-c**  
**España: descomposición**  
**y previsiones del PIB**


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

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


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

**Tabla 1.2.3**  
**España: principales agregados macroeconómicos**

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	3,8	3,0	2,9	2,4	2,0	1,7	1,5
Contribución de la demanda doméstica	3,9	2,0	3,0	2,6	1,6	1,5	1,4
Contribución de la demanda externa	-0,1	1,0	-0,1	-0,3	0,4	0,2	0,1
Contribución del consumo privado	1,7	1,6	1,7	1,1	0,7	0,8	0,8
Contribución de la inversión privada	0,9	0,4	1,1	1,0	0,5	0,4	0,5
Contribución del gasto público	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	4,1	2,1	3,1	2,7	1,7	1,6	1,5
Consumo total (% a/a, media)	2,7	2,3	2,5	1,9	1,4	1,4	1,4
Inversión privada (% a/a, media)	4,9	2,4	5,9	5,3	2,6	2,2	2,4
Exportaciones (a/a en %)	4,3	5,4	5,6	2,2	1,9	2,3	2,4
Importaciones (a/a en %)	5,1	2,7	6,6	3,3	0,8	2,0	2,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	20,9	18,6	16,6	14,5	13,7	13,0	12,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,3	1,0	1,4	1,7	0,5	1,0	1,5
Balance fiscal (% PIB)	-5,3	-4,4	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-1,7
Balance comercial (% PIB)	-1,9	-1,3	-1,9	-2,4	-2,3	-2,0	-1,9
Impulso fiscal (% PIB)	-2,2	-1,5	-0,5	-0,1	0,1	0,4	0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,0	3,2	2,7	1,9	1,7	1,2	1,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,39	-0,39	-0,36
Tipo de largo plazo (final período)	1,77	1,35	1,51	1,41	0,48	0,70	1,28
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,09	1,09	1,13
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)	-3,7	-2,5	-1,4	-0,3	0,6	2,7	3,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,0	-2,6	-1,1	-1,5	2,4	3,9	2,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-9,3	-15,5	-7,3	-6,5	-3,6	2,6	3,0
Tasa de ahorro (% , media)	7,6	7,4	5,9	6,2	8,5	8,7	8,9

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INE)  
 Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

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

## 1.2.4 Alemania

### Alemania logra frenar el deterioro de la economía y esquivar la recesión

Parece ser que el deterioro de la economía alemana ha tocado fondo y las perspectivas empiezan a mejorar. Alemania ha esquivado la recesión con un crecimiento del 0,5% a/a gracias a un consumo privado robusto (1,8% a/a en el tercer trimestre), un gasto público que crece un 2,4% y unas exportaciones que volvieron a crecer después de la contracción mostrada en el segundo trimestre (1,6%).

Si las previsiones para el último trimestre de 2019 se mantienen al ritmo del trimestre anterior, nuestra previsión anual continuaría siendo 0,6% a/a. Asimismo, para 2020 situamos nuestra previsión en un 0,6% a/a, aunque podría haber una revisión al alza a lo largo del año (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-c y 1.2.4-d). Pese a que se mantiene la incertidumbre sobre los posibles efectos del Brexit y la posibilidad de que Estados Unidos imponga aranceles a las importaciones de vehículos de la Unión Europea, el giro de la mayoría de los bancos centrales a políticas acomodaticias empieza a tener efectos en el contexto internacional, notablemente en las expectativas de Alemania, una economía fuertemente exportadora.

Las encuestas de expectativas dan señales de un optimismo moderado. La encuesta ZEW de

diciembre supone la tercera lectura positiva en 4 meses (12,8). De igual forma, la encuesta IFO de expectativas de negocios tocó fondo en septiembre. Pese a que el PMI compuesto y

#### Alemania

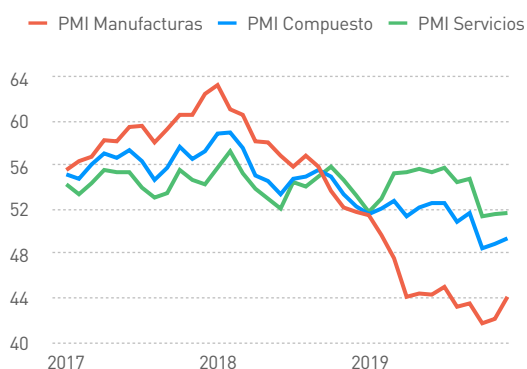
- La encuesta ZEW de expectativas de crecimiento muestra una tercera lectura positiva en cuatro meses.
- La encuesta IFO de expectativas de negocios también tocó fondo en septiembre.
- El índice de gestores de compra repuntó en octubre y noviembre.

manufacturero aún se encuentran en terreno negativo, volvieron a retroceder en diciembre, situándose en 49,4 y 43,4 respectivamente. El de servicios, por su parte, se sitúa en terreno positivo, en 52 puntos (véanse las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

Por otra parte, la inflación de noviembre se situó en un 1,1%, con la subyacente en un 1,2%. Con una tasa de desempleo de un 5,0% y la compensación salarial (costes laborales unitarios) subiendo por encima del 3,0%, estimamos que la inflación tenderá a repuntar en 2020 en torno al 1,4%.

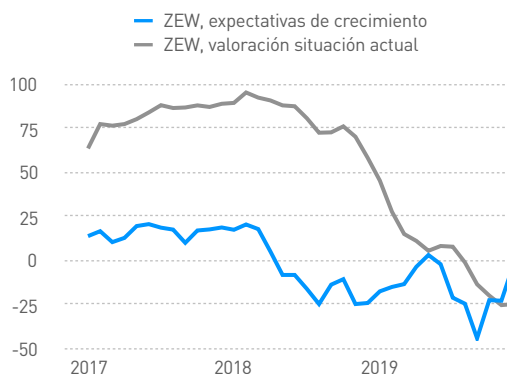
Una vez salvado el riesgo de recesión a corto plazo por el rebote en las expectativas de negocios y la laxitud de las condiciones

Gráfica 1.2.4-a  
Alemania: PMIs, 2017-2019



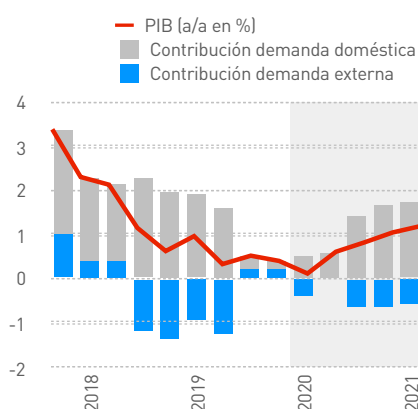
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.4-b  
Alemania: índice ZEW de expectativas de crecimiento y situación actual, 2017-2019



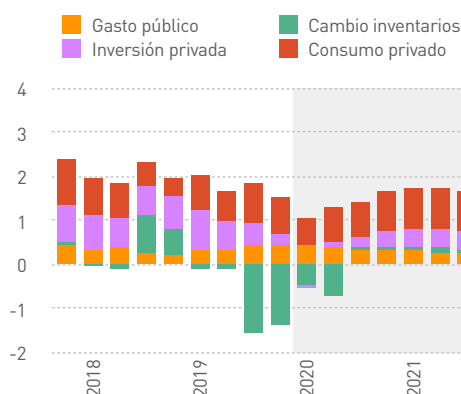
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Markit)

**Gráfica 1.2.4-c**  
Alemania: descomposición  
y previsiones del PIB



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

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



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

**Tabla 1.2.4**  
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	1,5	2,1	2,8	1,6	0,6	0,6	1,3
Contribución de la demanda doméstica	1,3	2,8	2,4	2,0	1,0	1,0	1,7
Contribución de la demanda externa	0,2	-0,6	0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Contribución del consumo privado	1,0	1,1	0,9	0,7	0,8	0,8	0,9
Contribución de la inversión privada	0,2	0,7	0,6	0,7	0,5	0,2	0,4
Contribución del gasto público	0,5	0,8	0,5	0,3	0,4	0,4	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,4	3,0	2,6	2,1	1,1	1,1	1,8
Consumo total (% a/a, media)	2,1	2,6	1,9	1,3	1,7	1,6	1,6
Inversión privada (% a/a, media)	1,2	3,6	3,1	3,5	2,6	0,8	2,0
Exportaciones (a/a en %)	4,9	2,2	5,5	2,3	1,1	1,1	2,0
Importaciones (a/a en %)	5,4	4,2	5,7	3,8	2,3	2,2	3,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,3	6,0	5,5	5,0	5,0	5,0	5,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	1,5	1,4	1,6	1,3	1,4	1,5
Balance fiscal (% PIB)	0,9	1,2	1,2	1,9	1,6	0,6	0,3
Balance comercial (% PIB)	8,1	8,0	7,8	6,7	7,0	6,6	6,2
Impulso fiscal (% PIB)	2,3	2,4	2,3	2,8	2,5	1,8	1,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	8,6	8,4	8,1	7,5	7,7	6,8	6,2
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,39	-0,39	-0,36
Tipo de largo plazo (final período)	0,63	0,21	0,43	0,25	-0,35	-0,27	0,03
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,09	1,09	1,13
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)	1,9	2,8	3,2	3,6	4,4	5,2	6,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,8	2,9	4,5	7,6	5,3	1,8	2,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	5,0	0,5	-1,2	4,1	7,5	2,2	2,8
Tasa de ahorro (% , media)	10,0	10,3	10,3	10,9	10,8	10,9	10,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de DESTATIS)  
Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

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



financieras, los riesgos para la economía alemana se centran en la posible introducción de aranceles por parte de Estados Unidos a las exportaciones de automóviles o los efectos de un Brexit duro. El sector manufacturero representa el 20% del PIB, por lo que existe cierta vulnerabilidad a la recesión manufacturera global.

### 1.2.5 Italia

#### Estancamiento, alta deuda, déficit fiscal y elecciones regionales

El crecimiento económico en Italia se encuentra estancado debido principalmente a problemas estructurales entre los que destaca la elevada deuda soberana, que alcanza el 133% del PIB. Se estima que el crecimiento en 2019 se sitúe en 0,2% a/a, un ritmo que estimamos se mantendrá en 2020 por la falta de catalizadores que impulsen la recuperación (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-c y 1.2.5-d). Ante esta situación, el gobierno ya no prevé una subida del impuesto al valor añadido (IVA) en 2020.

Mirando la composición del crecimiento, es difícil esperar una reactivación fuerte de la economía. Las exportaciones muestran cierta resiliencia (+1,2% a/a en el tercer trimestre), al igual que el consumo privado (0,8% a/a) y la inversión que ha repuntado (2,5% en el tercer trimestre). Sin embargo, los efectos de la reforma laboral, que ha impulsado la conversión

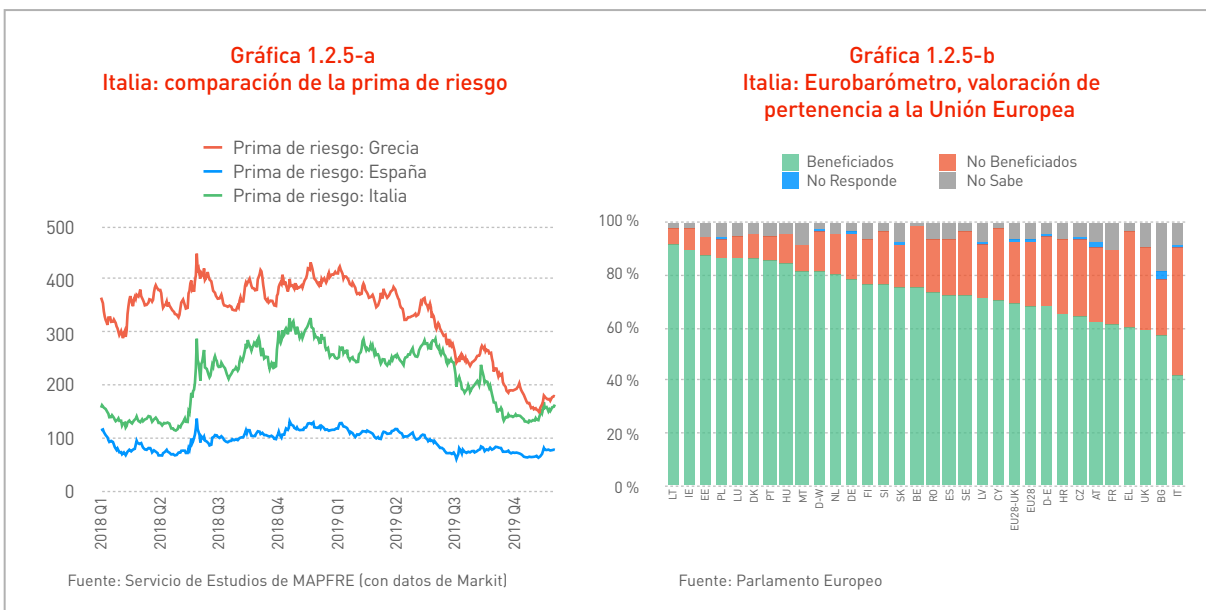
**Italia**

- El crecimiento de la economía italiana está estancado debido básicamente a problemas de carácter estructural.
- El presupuesto de 2020 elimina la subida del impuesto sobre el valor añadido.
- Con las elecciones regionales en 2020 puede volver a crearse inestabilidad política.

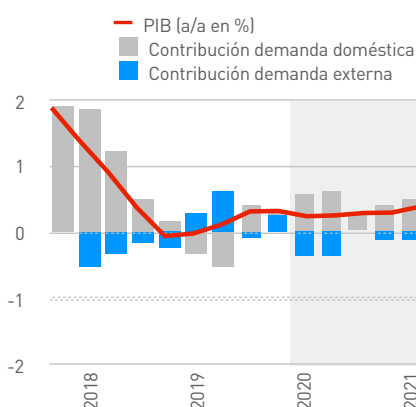
de contratos temporales a indefinidos en los últimos meses, están llegando a su fin reflejándose en las perspectivas de contratación de las empresas. Asimismo, el gobierno tiene poco margen presupuestario para impulsos fiscales y, por el contrario, debería encontrar formas de reducir la deuda soberana (véase la Gráfica 1.2.5-a).

Por otra parte, la inflación de noviembre se ha situado en 0,4% a/a, un fenómeno común en las economías desarrolladas, porque los salarios crecen poco (+0,8% a/a en septiembre). En este sentido, es previsible que la inflación seguirá por debajo del 1% en los próximos dos años.

La actitud más pro-europea del nuevo gobierno ha reducido la tensión con Bruselas sobre el presupuesto. No obstante, subsisten las dudas sobre si el gobierno será capaz de mantenerse unido para llevar a cabo las reformas necesarias para impulsar el crecimiento (véase la Gráfica 1.2.5-b). Las diferencias entre los cuatro partidos de la coalición están

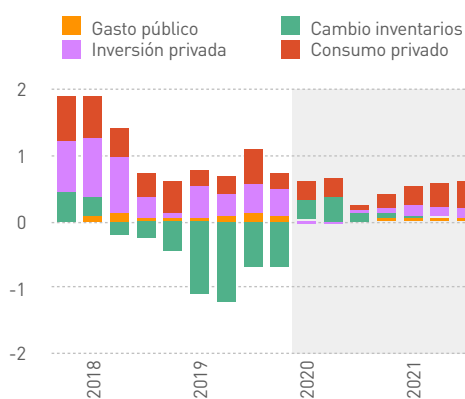


**Gráfica 1.2.5-c**  
Italia: descomposición  
y previsiones del PIB



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

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



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

**Tabla 1.2.5**  
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	0,7	1,4	1,8	0,7	0,2	0,3	0,5
Contribución de la demanda doméstica	1,1	1,9	1,6	0,9	-0,1	0,5	0,6
Contribución de la demanda externa	-0,4	-0,5	0,1	-0,3	0,3	-0,2	-0,1
Contribución del consumo privado	1,1	0,7	0,9	0,5	0,3	0,2	0,4
Contribución de la inversión privada	0,3	0,7	0,6	0,5	0,4	0,0	0,1
Contribución del gasto público	-0,1	0,1	-0,0	0,1	0,1	0,0	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	1,1	2,0	1,7	1,0	-0,1	0,5	0,6
Consumo total (% a/a, media)	1,3	1,1	1,1	0,7	0,5	0,3	0,5
Inversión privada (% a/a, media)	1,6	4,2	3,5	3,0	2,3	0,1	0,8
Exportaciones (a/a en %)	4,1	2,0	6,5	1,3	1,7	1,4	1,7
Importaciones (a/a en %)	6,3	4,2	6,6	2,4	0,9	2,1	2,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,5	11,8	11,0	10,5	9,7	9,9	9,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	0,1	0,9	1,4	0,4	0,8	1,1
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-2,4	-2,4	-2,2	-2,2	-2,5	-2,1
Balance comercial (% PIB)	2,5	2,9	2,8	2,2	2,8	2,7	2,7
Impulso fiscal (% PIB)	1,5	1,5	1,4	1,5	1,4	1,1	1,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,4	2,6	2,7	2,6	3,0	2,7	2,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de corto plazo (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,39	-0,39	-0,36
Tipo de largo plazo (final período)	1,61	1,82	2,00	2,77	1,37	1,62	2,18
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,09	1,09	1,13
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)	-0,3	0,4	1,3	1,8	2,6	4,2	4,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,9	-2,0	-2,9	-0,3	-1,5	-0,3	2,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-3,0	-3,9	-11,5	25,7	13,4	-4,2	-0,7
Tasa de ahorro (% , media)	10,2	10,2	9,6	9,4	9,7	9,7	10,4

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de ISTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

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

empezando a poner de manifiesto la fragilidad del gobierno. El deterioro de las perspectivas económicas podría aumentar la presión sobre el gobierno. Las próximas elecciones regionales pueden ser una prueba clave. Si el Partido Democrático y el Movimiento de las Cinco Estrellas (dos partidos de la coalición) experimentan grandes pérdidas, esto podría tener consecuencias en la estabilidad del gobierno.

### 1.2.6 Reino Unido

#### La holgada victoria asegura un Brexit al gusto del partido conservador

Reino Unido creció en el tercer trimestre de 2019 situando la tasa interanual en 1,0%. El consumo privado ha crecido un 1,2% a/a, la inversión continúa con una tendencia negativa (-0,4%) y las exportaciones crecen solo 0,2% a/a ajustado a la estacionalidad. En este contexto, nuestra previsión es la de un crecimiento débil del 1,0% para 2020 (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-c y 1.2.6-d).

Las encuestas de situación no son muy alentadoras. Todos los PMIs se encuentran en zona de contracción (<50 puntos) y han empeorado en noviembre (véase la Gráfica 1.2.6-a). La confianza de los consumidores (GfK), que se mantiene en terreno negativo desde 2016, y también empeora ligeramente situándose en -14 puntos en noviembre. La

#### Reino Unido

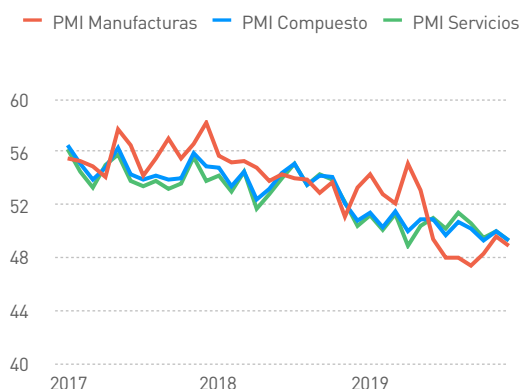
- La mayoría obtenida por el partido conservador permitirá aprobar el acuerdo de Brexit, aunque el 31 de enero sigue pareciendo precipitado.
- La menor incertidumbre trajo una fuerte apreciación de la libra esterlina.
- La salida de la Unión Europea obligará a Reino Unido a negociar sus propios acuerdos comerciales.

producción industrial se reduce a un ritmo de -1,3% a/a, según el dato de octubre.

La inflación se situó en 1,5% en octubre, con la subyacente en 1,7%. Así, estimamos que se situará en el entorno del 1,6% en 2020, en un contexto de mercado laboral fuerte, con un desempleo ILO del 3,9% en octubre y con subidas de salarios del 3,6% en septiembre.

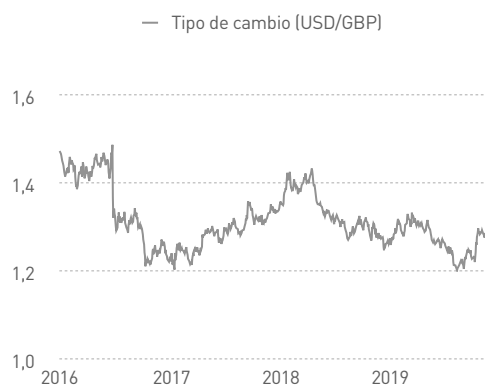
En su reunión de diciembre, el Banco de Inglaterra mantuvo los tipos de interés en el 0,75%. La postura de la política monetaria se orientará dependiendo del escenario del Brexit. De acentuarse la desaceleración económica, unido a la revalorización de la libra esterlina y una inflación más suave, el Banco de Inglaterra podría inclinarse por una bajada de los tipos de interés. Por ahora, nuestra previsión es de tipos de interés estables en 2020.

Gráfica 1.2.6-a  
Reino Unido: PMIs, 2017-2019

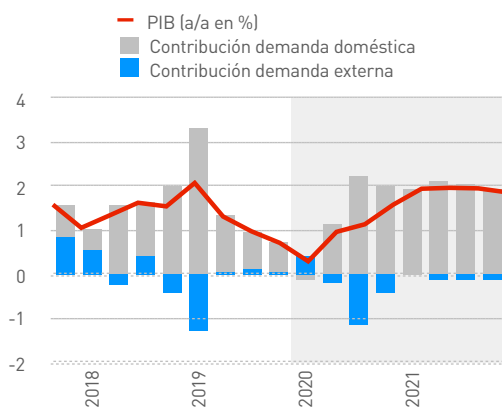


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Markit)

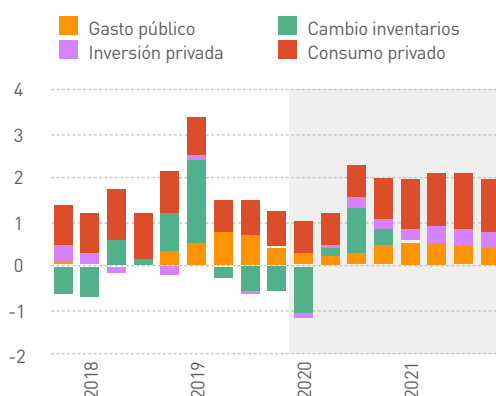
Gráfica 1.2.6-b  
Reino Unido: tipo de cambio, 2016-2019



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

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


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

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


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

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

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	2,4	1,9	1,9	1,4	1,3	1,0	1,9
Contribución de la demanda doméstica	2,5	2,5	1,1	1,3	1,5	1,3	2,0
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,6	0,7	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
Contribución del consumo privado	1,8	2,4	1,4	1,0	0,8	0,8	1,2
Contribución de la inversión privada	0,6	0,6	0,3	-0,0	0,0	0,1	0,3
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,0	0,1	0,6	0,3	0,5
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,5	2,6	1,2	1,3	1,5	1,3	2,0
Consumo total (% a/a, media)	2,7	3,2	1,8	1,4	1,7	1,3	2,0
Inversión privada (% a/a, media)	3,7	3,6	1,6	-0,1	0,2	0,6	2,1
Exportaciones (a/a en %)	3,8	2,7	6,2	-0,8	0,4	1,7	2,2
Importaciones (a/a en %)	5,5	4,4	3,5	0,7	3,5	1,4	2,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,1	4,7	4,4	4,0	3,8	3,8	3,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	1,2	3,0	2,3	1,6	1,6	1,6
Balance fiscal (% PIB)	-4,5	-3,2	-2,4	-2,2	-2,0	-2,1	-1,9
Balance comercial (% PIB)	-6,1	-6,7	-6,6	-6,6	-6,8	-6,5	-6,5
Impulso fiscal (% PIB)	-2,2	-0,9	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,9	-5,2	-3,5	-4,3	-4,3	-3,7	-3,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	0,75	1,00
Tipo de corto plazo (final período)	0,59	0,37	0,52	0,91	0,79	0,81	1,01
Tipo de largo plazo (final período)	2,02	1,28	1,25	1,33	0,70	1,14	1,52
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,48	1,23	1,35	1,28	1,33	1,35	1,35
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,36	1,17	1,13	1,11	1,20	1,21	1,20
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,9	4,0	3,9	3,4	3,5	3,3	3,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,9	6,2	9,5	1,7	1,3	2,5	2,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-13,9	7,3	9,4	5,1	5,0	5,0	5,1
Tasa de ahorro (% , media)	10,0	7,2	5,3	6,1	6,3	6,1	6,1

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Office for National Statistics)  
 Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

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

Por otra parte, las elecciones del 12 de diciembre han dado una victoria clara al partido conservador, el cual, con gran probabilidad, conseguirá aprobar el acuerdo de Brexit en el Parlamento. Sin embargo, hacerlo antes del 31 de enero de 2020 parece muy ajustado y es posible que Reino Unido pida un nuevo aplazamiento a la Unión Europea. La libra esterlina ha reaccionado positivamente ante el despeje de la incertidumbre sobre el Brexit, revalorizándose a medida que se acercaban las elecciones y una vez conocido el resultado, llegando a alcanzar los 1,35 USD/GBP (véase la Gráfica 1.2.6-b).

Los riesgos para la economía británica están asociados a la posible deslocalización de empresas tras la salida de la Unión Europea, un enfriamiento del mercado inmobiliario y la revalorización de la libra esterlina, que moderaría aún más la inflación y dificultaría las exportaciones. La probable firma del acuerdo de salida aclara la relación del Reino Unido con la Unión Europea, pero abre un nuevo periodo en el que el tendrá que negociar sus propios acuerdos comerciales al margen de esta.

### 1.2.7 Japón

#### Estímulo fiscal en 2020 para contrarrestar desaceleración

El PIB japonés del tercer trimestre creció un 1,7% a/a, resultado en buena medida del adelantamiento del consumo en anticipación a

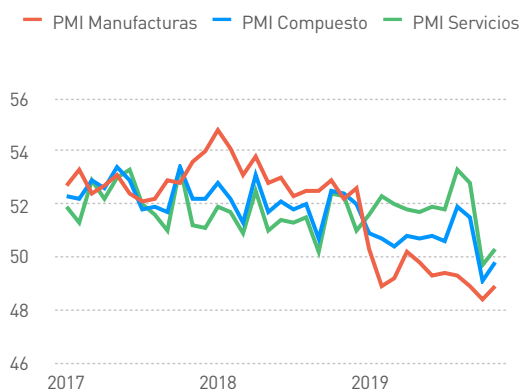
#### Japón

- La subida del impuesto sobre el valor añadido a principios de octubre y una climatología adversa apuntan a un cuarto trimestre de crecimiento débil.
- El anunciado plan de estímulo fiscal es fundamental para prevenir una mayor desaceleración económica.
- Las exportaciones se encuentran inhibidas por las diferentes tensiones comerciales.

la subida del impuesto sobre el valor añadido (IVA) del 1 de octubre. Por el mismo motivo, se prevé un efecto de desaceleración para el último trimestre del año. Por el peso que representa, el consumo privado es el componente que más ha contribuido este repunte (2,1%), mientras que el gasto público ha sido el que más ha crecido (2,8%). Las exportaciones se han contraído (-1,1% a/a) en medio de las tensiones comerciales, y la inversión ha repuntado (4,9% frente 0,8% del trimestre anterior).

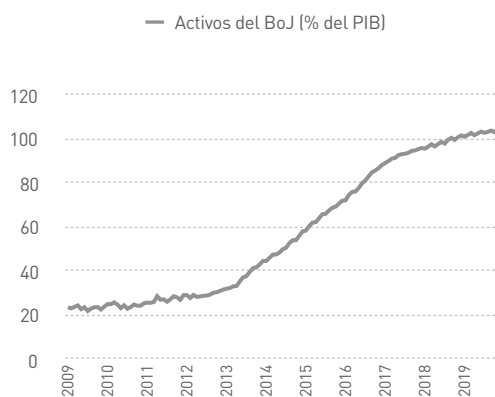
Los componentes del indicador coincidente de octubre muestran que la desaceleración del cuarto trimestre es bastante visible (producción industrial -7,4%, ventas centros comerciales -19%, ventas mayoristas -10%). Por su parte, los índices de gestores de compras (PMI) de diciembre apuntan a un empeoramiento principalmente en el sector industrial, con un indicador de 48,9, mientras que el sector

Gráfica 1.2.7-a  
Japón: PMIs, 2017-2019

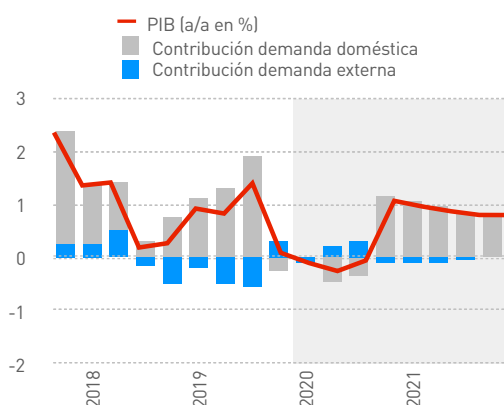


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Markit)

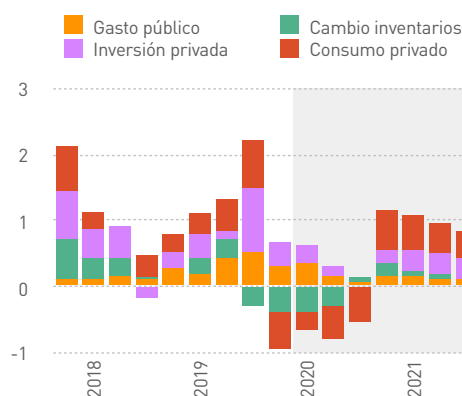
Gráfica 1.2.7-b  
Japón: activos del banco central, 2009-2019



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

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


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

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


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

**Tabla 1.2.7**  
**Japón: principales agregados macroeconómicos**

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	1,3	0,6	1,9	0,8	0,8	0,2	0,9
Contribución de la demanda doméstica	0,9	0,0	1,4	0,8	1,0	0,1	0,9
Contribución de la demanda externa	0,4	0,6	0,6	0,0	-0,2	0,1	-0,1
Contribución del consumo privado	-0,1	-0,1	0,6	0,2	0,2	-0,2	0,4
Contribución de la inversión privada	0,4	-0,1	0,7	0,2	0,5	0,2	0,3
Contribución del gasto público	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	0,2	0,1
Demanda doméstica (% a/a, media)	0,9	0,0	1,3	0,8	1,0	0,1	0,9
Consumo total (% a/a, media)	0,3	0,3	0,9	0,5	0,8	0,0	0,7
Inversión privada (% a/a, media)	1,7	-0,3	3,0	1,1	2,0	0,7	1,4
Exportaciones (a/a en %)	3,0	1,7	6,8	3,5	-1,9	0,9	2,6
Importaciones (a/a en %)	0,7	-1,6	3,4	3,3	-0,7	0,3	2,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,3	3,0	2,7	2,4	2,4	2,4	2,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	0,3	0,6	0,9	0,9	0,3	0,6
Balance fiscal (% PIB)	-3,6	-3,5	-3,0	-2,4	-2,7	-3,2	-2,9
Balance comercial (% PIB)	-0,2	1,0	0,9	0,2	0,1	0,1	0,0
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,1	3,9	4,2	3,5	3,5	3,3	3,2
Tipo de interés oficial (final período)	0,04	-0,06	-0,06	-0,06	-0,03	-0,06	-0,04
Tipo de corto plazo (final período)	0,08	-0,05	-0,02	-0,07	-0,10	-0,07	-0,04
Tipo de largo plazo (final período)	0,27	0,04	0,05	0,01	-0,10	-0,20	-0,11
Tipo de cambio vs USD (fin período)	120,50	116,80	112,90	110,83	109,00	106,00	105,98
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	131,19	123,12	135,40	126,90	118,70	115,66	119,42
Crédito privado (% a/a, media)	2,0	2,2	4,2	2,9	2,1	1,2	2,3
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	1,3	2,2	2,8	1,5	0,1	0,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,4	1,8	2,4	1,9	3,2	1,5	1,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,8	-0,2	8,0	5,9	0,8	1,7	1,7
Tasa de ahorro (% , media)	1,2	2,9	2,5	4,3	4,6	5,0	4,9

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de Statistics Bureau)  
 Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

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

servicios se mantiene en territorio positivo, pero bajo con un 50,6, y el compuesto está marginalmente en negativo situándose en 49,8 (véase la Gráfica 1.2.7-a). En este contexto, se prevé que el crecimiento de la economía japonesa en 2019 cierre en el 0,8%, y que en 2020 desacelere para situarse en el entorno del 0,2% (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-c y 1.2.7-d).

Por otra parte, la inflación en Japón está estancada en un nivel muy bajo (0,2% en octubre), lo que, asociado a la desaceleración en curso en el cuarto trimestre, argumenta en favor del estímulo fiscal y eventualmente de nuevos estímulos monetarios. En este sentido, a principios de diciembre de 2019, el Primer Ministro, Shinzō Abe, anunció un plan de estímulo de 26 trillones de yenes (5% del PIB), el cual incluye un aumento del gasto público, con el fin de reducir los riesgos a la baja tras el aumento de los impuestos sobre el consumo en octubre.

Por otro lado, el Banco de Japón ha mantenido los tipos de interés oficiales sin cambios en su último encuentro en diciembre, en -0,10%, y con un balance cuyos activos que se sitúan ya por encima del 105% del PIB (véase la Gráfica 1.2.7-b).

En general, el contexto de desaceleración mundial y el giro acomodaticio en la política monetaria de los principales bancos centrales en el mundo hacen que la economía japonesa no destaque de forma negativa. De esta forma, se observa cierta estabilidad en el yen, moviéndose en el rango de los 105-109 JPY/USD.

## 1.2.8 Turquía

### Reactivación en 2020, pero persisten debilidades estructurales y riesgos

En el tercer trimestre de 2019, la economía de Turquía creció un 0,95% a/a. Todos los componentes del PIB se recuperan excepto la inversión (-12,5%) debido al todavía alto riesgo por el elevado endeudamiento externo en dólares. El consumo se recupera (+1,5%), después de 3 trimestres de fuerte contracción en los que particulares y empresas han hecho un esfuerzo de reducción de deuda. Por su parte, las exportaciones crecen un 5,1% y las

importaciones un 7,6%. La balanza por cuenta corriente entró en superávit en la segunda mitad del año, a raíz de la devaluación de la moneda.

De esta forma, estimamos que, en 2020, gracias a la bajada de tipos de interés y la recuperación del consumo interno, la economía turca crecerá al 2,8%, con lo que habrá entrado de lleno en el terreno de la recuperación económica (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

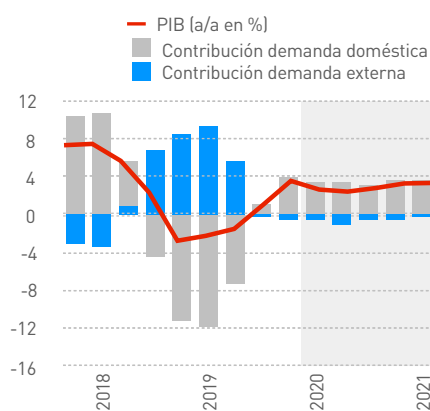
La inflación, por su parte, ha bajado de manera continua en los últimos doce meses, desde 25% hasta 8,6% registrado en octubre. Sin embargo, por la recuperación de la demanda interna y la estabilidad de la moneda y por menor efecto de base, en noviembre ha repuntado al 10,6%. No obstante, en ausencia de reformas estructurales es difícil conseguir niveles más bajos. Por ello, prevemos una estabilidad de la inflación entorno al 11% a lo largo de 2020. Las políticas acomodaticias a nivel mundial y la bajada de la inflación, han llevado al banco central a recortar otros 200 puntos básicos (pbs) los tipos de interés en diciembre y situarlos en 12,0% (1.200 pbs de bajada acumulada en un año). La lira turca ha encontrado en 2019 un nivel estable, fluctuando en el rango de los 5,60- 5,80 TRY/USD (véanse las Gráficas 1.2.8-c y 1.2.8-d).

Los riesgos para la economía turca residen, en primer lugar, en el alto endeudamiento externo en dólares, principalmente de las empresas. Además, la falta de confianza de los inversores en la estabilidad económica de Turquía podría volver a poner presión en la moneda, la inflación y en los tipos de interés. De momento, el contexto externo y el plan económico del gobierno han tranquilizado a los mercados.

#### Turquía

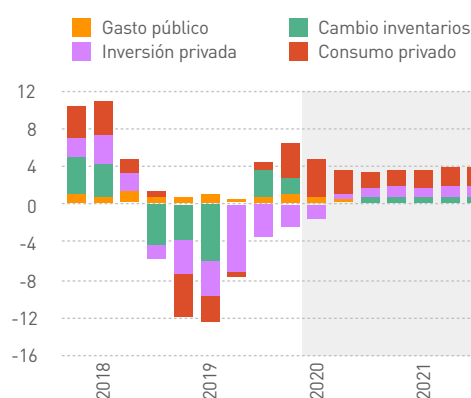
- Las bajadas de tipos de interés del 24% al 12% animan a la confianza del consumidor.
- La demanda interna se recupera, lo que constituye un factor importante para la reactivación de la actividad.
- La elevada deuda externa y el necesario ajuste en los balances de las empresas contiene la inversión.

**Gráfica 1.2.8-a**  
Turquía: descomposición  
y previsiones del PIB



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

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



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

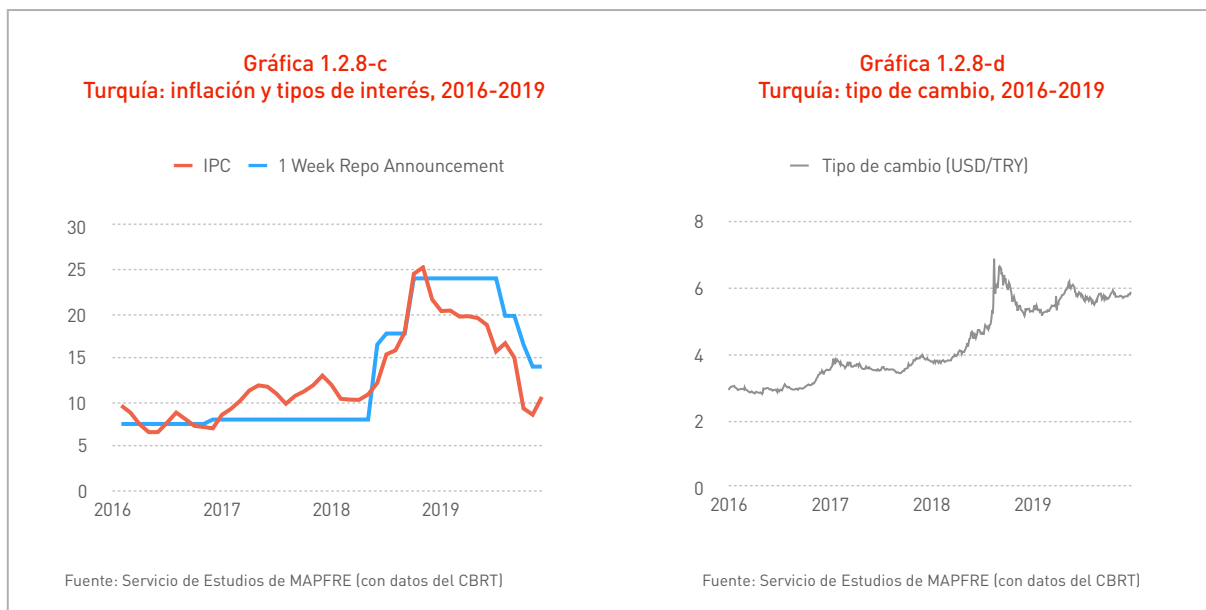
**Tabla 1.2.8**  
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	6,0	3,3	7,4	3,1	0,2	2,8	3,4
Contribución de la demanda doméstica	5,5	4,6	7,1	-0,0	-3,5	3,4	3,7
Contribución de la demanda externa	0,5	-1,3	0,3	3,2	3,6	-0,7	-0,3
Contribución del consumo privado	3,4	2,2	3,8	0,3	0,3	2,5	2,0
Contribución de la inversión privada	2,7	0,7	2,4	0,0	-4,1	0,2	1,1
Contribución del gasto público	0,5	1,3	0,7	0,9	0,8	0,4	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	5,4	4,5	7,0	0,1	-3,3	3,6	3,9
Consumo total (% a/a, media)	5,1	4,7	6,0	1,6	1,5	3,9	3,1
Inversión privada (% a/a, media)	9,1	2,4	8,2	0,1	-14,0	0,9	4,5
Exportaciones (a/a en %)	4,3	-1,7	12,0	7,6	7,2	5,9	1,8
Importaciones (a/a en %)	1,8	3,7	10,2	-6,3	-6,9	11,2	3,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,5	12,1	10,3	12,3	13,9	12,5	11,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	8,2	7,6	12,3	22,4	10,3	10,8	10,5
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-1,3	-1,6	-1,9	-2,5	-2,3	-2,3
Balance comercial (% PIB)	-5,6	-4,7	-6,9	-5,4	-2,2	-2,5	-3,1
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,7	-3,8	-5,6	-3,5	0,3	-0,9	-1,5
Tipo de interés oficial (final período)	8,81	8,31	12,75	24,00	12,00	12,00	12,00
Tipo de corto plazo (final período)	11,47	9,90	14,61	24,07	12,81	12,28	11,68
Tipo de largo plazo (final período)	10,74	11,40	11,72	16,53	12,02	11,53	11,10
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,92	3,52	3,79	5,29	5,82	5,91	5,96
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3,18	3,71	4,55	6,06	6,34	6,45	6,72
Crédito privado (% a/a, media)	23,0	12,8	20,6	18,3	8,7	9,5	9,9
Crédito familias (% a/a, media)	12,5	7,1	17,5	9,8	0,9	11,8	12,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	29,9	14,7	24,3	20,9	-3,0	-0,1	18,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	26,4	9,0	27,2	25,1	18,9	8,4	15,3
Tasa de ahorro (% , media)	28,3	32,8	30,9	30,0	28,6	27,2	26,3

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de TURKSTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

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





### 1.2.9 México

#### Crecimiento en 2020 después de haber rozado la recesión en 2019

La economía mexicana se mantuvo estancada en el tercer trimestre de 2019, dejando el crecimiento interanual en 0% (ajustado por estacionalidad) y en -0,3% (sin ajuste por estacionalidad). Este débil desempeño de la economía se deriva del hecho de que todas las partidas del PIB están en contracción excepto las exportaciones, que crecen un 2,5%. Decrecen el consumo privado (-0,3% a/a), el gasto gubernamental (-2,3% a/a) y la inversión (-7,3% a/a). Asimismo, se observa un enfriamiento de la confianza del consumidor, la contracción del PMI manufacturero que se sitúa en 48 puntos (véase la Gráfica 1.2.9-c) y la caída de la producción industrial en un -1,8%. De esta forma, el crecimiento del PIB en 2019 podría situarse en el 0%.

Después de una tendencia decreciente de 5 años, es difícil prever una recuperación de la inversión. Tras la firma de una adenda final, el acuerdo comercial entre Estados Unidos, México y Canadá (USMCA) ha sido ratificado por el Senado de México, y está por ser ratificado por el legislativo en Estados Unidos y Canadá. Así, para 2020, se espera que México retome el crecimiento hasta niveles en torno al 0,9% (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

En octubre, la inflación se situó en 3,0%, con la subyacente en el 3,7%, manteniéndose tipos de interés relativamente altos (véase la Gráfica 1.2.9-d). Para 2020, esperamos que sea un poco más alta por la subida de los salarios

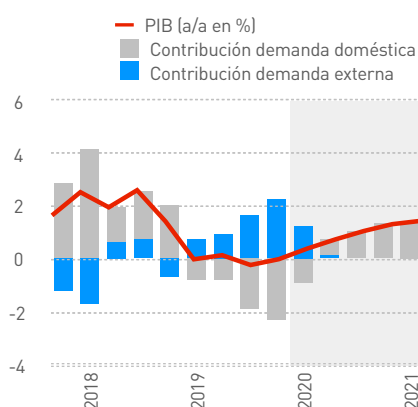
#### México

- Se prevé un crecimiento interanual de 0% para la economía mexicana en 2019.
- La inversión cae un 7,3% en el tercer trimestre del año.
- Pese a ello, el PIB se prevé que el PIB se recupere suavemente a lo largo del 2020 hasta el 0,9%.

nominales (4% en octubre). Por otra parte, el Banco de México acumuló 100 puntos básicos (pbs) de bajada de los tipos de interés en 2019. Para 2020, la política de tipos de interés dependerá de factores como la evolución del sesgo monetario en Estados Unidos, el comportamiento del tipo de cambio, el control de la inflación y el ritmo de la actividad económica. En este escenario, parece factible una bajada adicional de 75 pbs en los tipos de interés acumulada para el final de 2020.

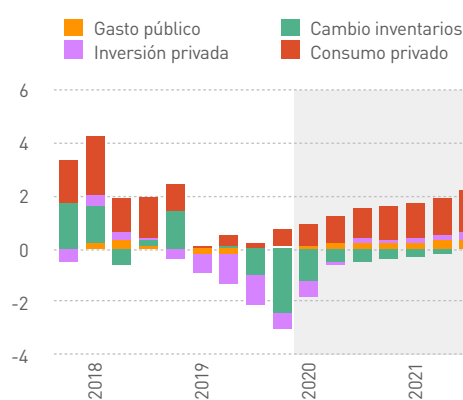
El mayor riesgo para la economía de México en estos momentos es no avanzar en las reformas y medidas económicas e institucionales necesarias para que el país logre una reactivación significativa de la economía.

**Gráfica 1.2.9-a**  
México: descomposición  
y previsiones del PIB



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

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



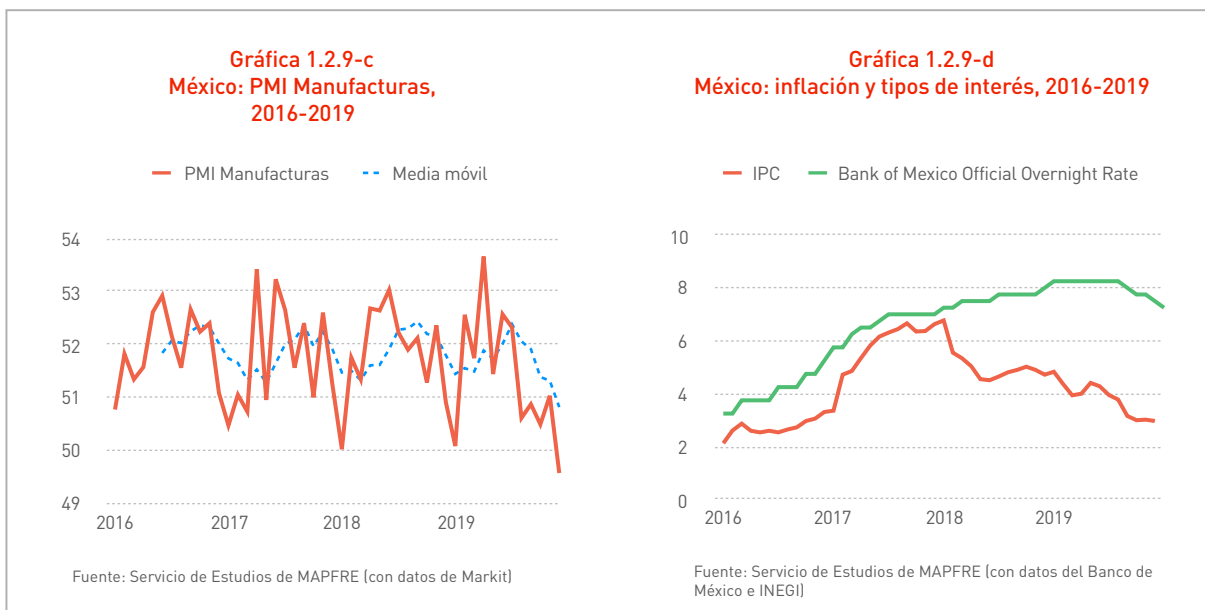
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INEGI)

**Tabla 1.2.9**  
México: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	3,3	2,6	2,4	2,1	0,0	0,9	1,8
Contribución de la demanda doméstica	2,5	2,2	3,3	2,4	-1,4	0,5	2,0
Contribución de la demanda externa	0,8	0,4	-0,9	-0,2	1,4	0,3	-0,2
Contribución del consumo privado	1,8	2,3	2,3	1,5	0,4	1,1	1,6
Contribución de la inversión privada	1,1	0,2	-0,3	0,1	-0,9	-0,1	0,3
Contribución del gasto público	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,1	0,2	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	2,5	2,2	3,3	2,4	-1,4	0,5	2,0
Consumo total (% a/a, media)	2,6	3,4	3,0	2,1	0,4	1,6	2,3
Inversión privada (% a/a, media)	5,1	1,1	-1,6	0,6	-4,3	-0,5	1,4
Exportaciones (a/a en %)	8,6	3,6	4,3	5,6	3,1	1,6	1,8
Importaciones (a/a en %)	6,0	2,4	6,9	6,2	-0,7	0,7	2,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,2	3,5	3,3	3,3	3,8	3,9	4,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,3	3,2	6,6	4,8	2,9	3,3	3,4
Balance fiscal (% PIB)	-3,4	-2,5	-1,1	-2,0	-2,0	-2,5	-2,6
Balance comercial (% PIB)	-1,2	-1,2	-0,9	-1,1	0,4	-0,8	-0,7
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,6	-2,2	-1,7	-1,8	-0,0	-0,9	-0,7
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	5,75	7,25	8,25	7,25	6,50	6,25
Tipo de corto plazo (final período)	3,50	6,02	7,56	8,50	7,45	6,54	5,73
Tipo de largo plazo (final período)	6,28	7,42	7,66	8,70	6,83	6,79	6,72
Tipo de cambio vs USD (fin período)	17,20	20,74	19,67	19,65	19,47	19,39	19,53
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	18,73	21,86	23,59	22,50	21,20	21,16	22,00
Crédito privado (% a/a, media)	13,6	16,3	12,1	10,4	12,0	7,9	5,3
Crédito familias (% a/a, media)	8,4	12,8	10,0	8,4	6,8	6,9	8,4
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)	-11,4	3,5	1,7	-0,8	6,6	17,5	12,0
Tasa de ahorro (% , media)	14,6	12,8	10,7	12,5	16,3	16,8	16,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del INEGI)  
Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

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



### 1.2.10 Brasil

#### Nuevo paquete de reformas tras la de las pensiones

La economía brasileña creció en el tercer trimestre de 2019, ubicando la tasa interanual en el 1,2%; resultado que representa una ligera aceleración del ritmo de crecimiento.

El consumo privado crece al 1,9% y la inversión al 2,9%. Las exportaciones se contraen (-5,5%), mientras que las importaciones, gracias a una demanda interna fuerte, han crecido un 2,2%. El gasto del gobierno cae un 1,4%, en línea con los esfuerzos de consolidación fiscal. Por otra parte, el reciente dato de producción industrial (que aumentó un 1,0%) confirma que se consolida la recuperación. Asimismo, la balanza por cuenta corriente se ha vuelto a ensanchar en octubre hasta el -3,0% impulsada por la fortaleza de la demanda interna (véase la Gráfica 1.2.10-c).

A partir de estos elementos, se prevé que 2019 cierre con un crecimiento del 1,1%, y 2020 con un 2,0% (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

Por otra parte, la inflación sigue mostrando una tendencia a la baja, apuntando a una inflación promedio del 3,6% en 2019 (véase la Gráfica 1.2.10-d). De esta forma, es previsible que en los siguientes dos años podrá mantenerse en estos niveles. En diciembre, el

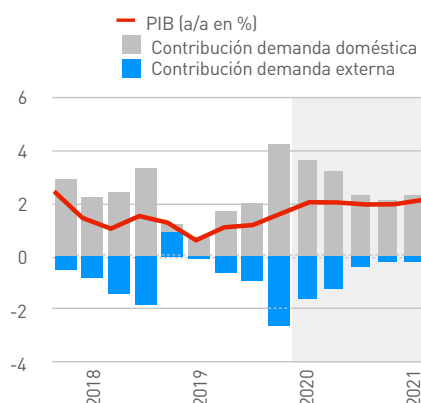
banco central bajó 50 puntos básicos (pbs) los tipos Selic, hasta 4,50%, en base a una inflación controlada y un contexto externo relativamente estable. Preveemos que, gracias a la baja

**Brasil**

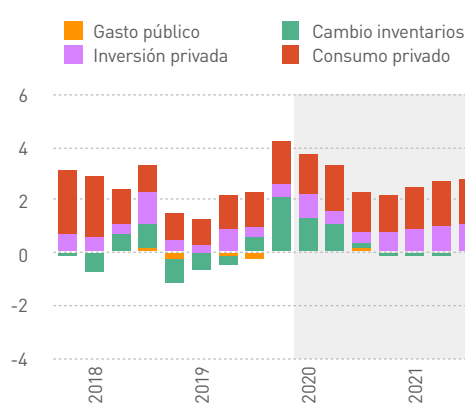
- El crecimiento del 1,1% previsto para 2019 consolida la recuperación de la economía brasileña.
- Conforme al dato más reciente, la producción industrial aumentó un 1,0%.
- El gobierno brasileño ha anunciado un nuevo paquete de reformas para seguir avanzando hacia el equilibrio presupuestario.

inflación y a pesar de la reciente debilidad en el tipo de cambio, el banco central podría bajar 50 pbs adicionales a lo largo de 2020 para estimular el crecimiento.

Con la reforma de pensiones ya aprobada, se estima un ahorro de 700 mil millones de reales a lo largo de 10 años. La actual administración ya ha anunciado un paquete de nuevas reformas con el objetivo de alcanzar el equilibrio fiscal y la responsabilidad en todos los niveles de la administración. El déficit primario deberá estar cerca de 1,0% en 2019, y del 0,7% en 2020, con un déficit total del 6,2% y 5,8%, respectivamente.

**Gráfica 1.2.10-a**  
**Brasil: descomposición**  
**y previsiones del PIB**


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

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


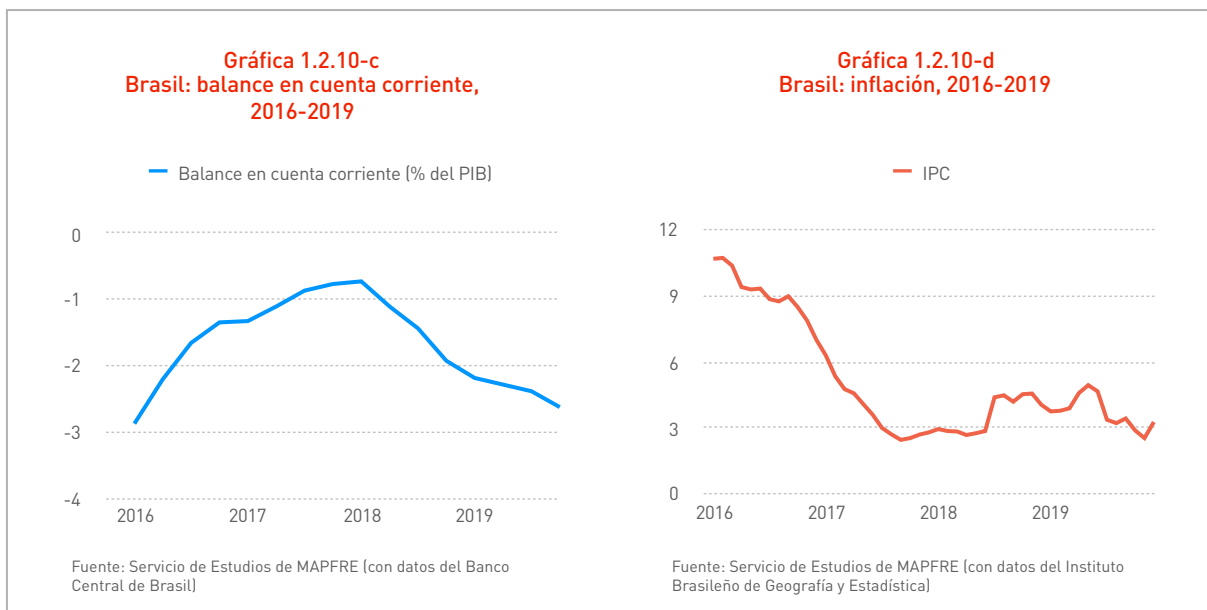
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)

**Tabla 1.2.10**  
**Brasil: principales agregados macroeconómicos**

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	-3,6	-3,3	1,3	1,3	1,1	2,0	2,3
Contribución de la demanda doméstica	-7,1	-5,1	1,7	2,1	2,2	2,9	2,7
Contribución de la demanda externa	3,6	1,9	-0,4	-0,8	-1,1	-0,9	-0,3
Contribución del consumo privado	-2,2	-2,6	1,3	1,4	1,3	1,5	1,7
Contribución de la inversión privada	-2,9	-2,3	-0,4	0,6	0,5	0,6	1,0
Contribución del gasto público	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,0
Demanda doméstica (% a/a, media)	-6,7	-4,9	1,7	2,1	2,1	2,8	2,6
Consumo total (% a/a, media)	-2,8	-3,0	1,4	1,7	1,4	1,9	2,0
Inversión privada (% a/a, media)	-14,0	-11,9	-2,5	3,9	3,3	3,7	5,7
Exportaciones (a/a en %)	6,9	0,9	5,4	3,3	-3,8	-1,4	3,4
Importaciones (a/a en %)	-14,1	-9,7	7,3	7,5	2,6	3,5	4,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	8,9	12,0	11,8	11,6	11,3	10,1	9,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	10,4	7,0	2,8	4,1	2,9	3,7	3,7
Balance fiscal (% PIB)	-10,2	-9,0	-7,8	-7,1	-6,1	-5,7	-4,9
Balance comercial (% PIB)	1,0	2,5	3,1	2,8	2,0	1,8	1,7
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,0	-1,3	-0,7	-2,2	-3,0	-3,0	-2,8
Tipo de interés oficial (final período)	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	4,00	6,00
Tipo de corto plazo (final período)	14,15	13,65	6,90	6,40	4,37	3,93	5,41
Tipo de largo plazo (final período)	16,10	11,36	10,24	9,28	6,86	6,83	7,28
Tipo de cambio vs USD (fin período)	3,90	3,26	3,31	3,87	4,15	4,16	3,95
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	4,25	3,43	3,97	4,44	4,52	4,54	4,45
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	10,1	4,3	4,6	6,8	10,5	14,3	15,7
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)	18,5	17,2	17,4	16,1	16,5	15,3	15,1

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)  
 Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

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



### 1.2.11 Argentina

#### Las malas expectativas económicas se mantienen

Las perspectivas económicas para Argentina siguen siendo malas para los próximos años. En el tercer trimestre, la economía argentina se contrajo un -1,5% a/a (S.A.), con una disminución significativa del consumo privado (-6%) y de la inversión (-17% a/a). Pese a ello, el ajuste real y la depreciación de la moneda apoyan a las exportaciones, las cuales han crecido (13% en el tercer trimestre). De esta forma, se estima que la economía argentina decrecerá 3,0% en 2019 y que, para 2020, la contracción será del -1,3% a/a, determinando que, en cualquier caso, la recuperación se empiece a producir a partir de 2021 (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

La inflación continúa disparada (49% en noviembre), agravada por la fuerte depreciación de la moneda. Para 2020, estimamos que estará en torno al 35%, y al 24% en 2021. El tipo de interés de referencia del banco central (el LELIQ a 7 días) se sitúa en el 63% (véase la Gráfica 1.2.11-c). Los tipos oficiales deberán mantenerse altos para controlar el tipo de cambio. La moderación del consumo interno y la caída de las importaciones ayudan a equilibrar la cuenta corriente que entraría en superávit en 2020 y 2021.

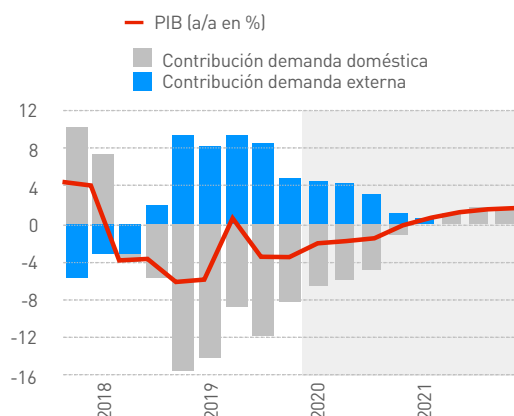
El peso argentino no consiguió volver a los niveles anteriores a las elecciones primarias de agosto, y al final de 2019, pareciera haber encontrado un cierto equilibrio en la zona de

**Argentina**

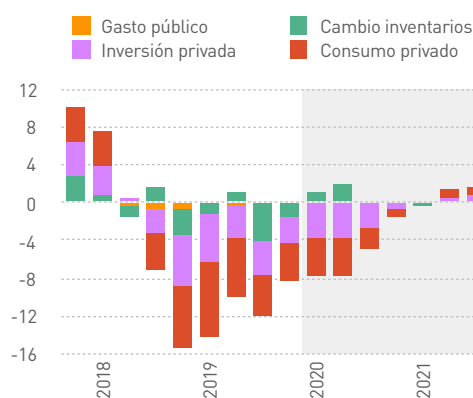
- Se prevé una contracción del PIB del -3% en 2019.
- Para 2020 la actividad económica seguirá mostrando un decrecimiento del 1,3%.
- La inflación en 2019 se situaría en 55% y en el entorno del 35% para 2020.

los 60 ARS/USD (véase la Gráfica 1.2.11-d). No obstante, la continuidad de la crisis a lo largo del próximo año podrá generar nuevas depreciaciones en 2020 y 2021.

Con el país bajo el apoyo del Fondo Monetario Internacional (FMI), las prioridades del gobierno estarán orientadas a conseguir equilibrar a medio plazo el balance fiscal y reducir la deuda pública. Estimamos un déficit fiscal de 4,3% del PIB en 2019 y de 4,5% en 2020. La reducción de la deuda pública solo será posible a medio plazo con ingresos de privatizaciones y con una disminución del gasto público para el re-encauzamiento del balance fiscal.

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


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

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


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

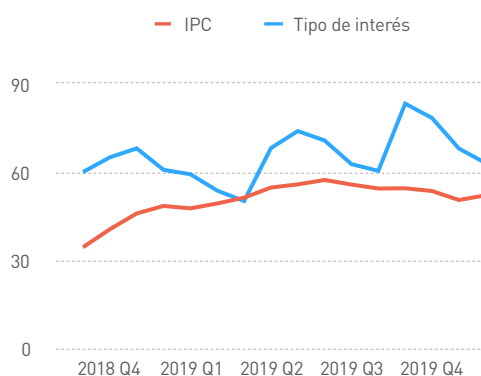
**Tabla 1.2.11**  
**Argentina: principales agregados macroeconómicos**

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	2,7	-2,0	2,7	-2,4	-3,0	-1,3	1,3
Contribución de la demanda doméstica	4,4	-1,6	6,4	-3,6	-10,7	-4,6	1,1
Contribución de la demanda externa	-1,7	-0,4	-3,7	1,3	7,7	3,3	0,2
Contribución del consumo privado	2,5	-0,5	2,9	-1,7	-5,5	-2,8	0,7
Contribución de la inversión privada	0,7	-1,1	2,3	-1,1	-3,9	-2,6	0,3
Contribución del gasto público	0,9	-0,1	0,4	-0,4	-0,1	0,1	0,3
Demanda doméstica (% a/a, media)	4,2	-1,5	6,0	-3,2	-9,9	-4,5	1,2
Consumo total (% a/a, media)	4,1	-0,7	3,8	-2,6	-6,3	-3,2	1,2
Inversión privada (% a/a, media)	3,4	-5,7	12,0	-4,5	-19,3	-15,8	2,0
Exportaciones (a/a en %)	-2,8	6,0	1,7	-0,4	8,2	4,1	3,6
Importaciones (a/a en %)	4,9	6,1	15,3	-3,8	-20,9	-9,7	3,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,0	7,6	7,2	9,1	9,9	9,3	8,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	26,0	37,5	23,3	47,4	52,0	35,1	23,9
Balance fiscal (% PIB)	-5,9	-5,8	-5,9	-5,0	-4,3	-4,5	-3,5
Balance comercial (% PIB)	-0,1	0,8	-0,9	-0,2	4,2	6,3	6,2
Impulso fiscal (% PIB)	-3,9	-4,1	-3,7	-2,2	-0,5	-0,5	0,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,7	-2,7	-4,9	-5,1	-1,4	0,4	0,4
Tipo de interés oficial (final período)	33,00	24,75	28,75	59,25	73,75	54,00	26,00
Tipo de corto plazo (final período)	23,50	26,23	27,44	56,76	53,06	26,08	21,18
Tipo de largo plazo (final período)	6,65	7,00	5,91	10,86	24,79	8,99	7,70
Tipo de cambio vs USD (fin período)	13,04	15,89	18,65	37,70	60,47	82,19	101,72
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	14,20	16,75	22,37	43,17	65,86	89,68	114,61
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: 7 enero 2020.

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

**Gráfica 1.2.11-c**  
**Argentina: inflación y tipos de interés, 2016-2019**



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Banco Central de la República Argentina)

**Gráfica 1.2.11-d**  
**Argentina: tipo de cambio, 2016-2019**



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Banco Central de la República Argentina)

## 1.2.12 China

### Acuerdo comercial con Estados Unidos es un primer paso para un comercio más equilibrado

En 2019, China desaceleró hasta un 6,1% (estimado), desde los 6,6% del año anterior. Esto se debe, en parte, a la brusca desaceleración de las exportaciones (del 4,4% al 1,5%), y al mayor enfoque por parte del gobierno a controlar los riesgos internos. El consumo sigue fuerte (6,8% a/a estimado en 2019), en parte por el programa de medidas para estimular la demanda interna y contrarrestar la desaceleración del sector exterior (bajada de impuestos e impulso del crédito al sector privado).

Es previsible que el gobierno chino mantenga los estímulos monetarios y fiscales, con el propósito de gestionar el nivel de crecimiento deseado, propiciado por una inflación controlada en el entorno del 2,0% en 2020 y tipos de interés acordes a ese nivel de crecimiento de los precios (véase la Gráfica 1.2.12-c). Conviene destacar que el gobierno está ahora más enfocado en el control de riesgos y limitando los estímulos a corto plazo que podrían exacerbar los desequilibrios en la economía, con un énfasis en las medidas fiscales. Por otra parte, la balanza por cuenta corriente en 2019 ha tenido un superávit de solamente 0,3% del PIB, lo que abre el debate de si en un futuro China empezará a tener déficit.

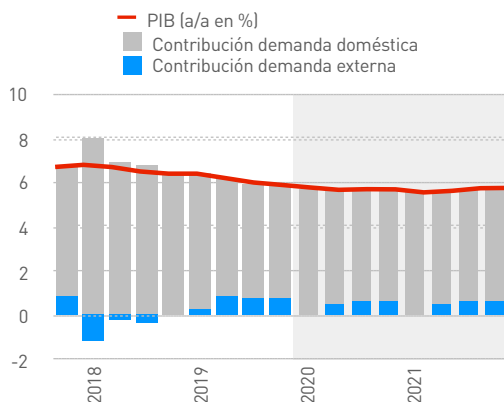
En este contexto, prevemos que se mantenga la tendencia a la desaceleración de la actividad económica china (al 5,7%, en 2020 y en 2021), teniendo como impulsores del crecimiento al

#### China

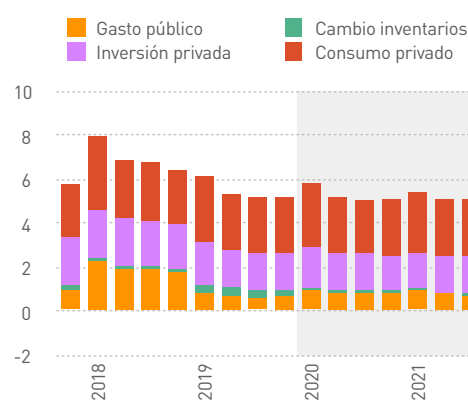
- Se mantiene el crecimiento de la economía china en desaceleración controlada.
- El comercio exterior se podría volver a acelerar moderadamente de cara a 2020.
- Está todavía pendiente la firma de la primera fase del acuerdo con los Estados Unidos.

consumo privado y al gasto público, así como a una posible re-aceleración de las exportaciones (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

La mayor incertidumbre a corto plazo para la economía de China es el resultado de la guerra comercial con los Estados Unidos. Esta incertidumbre podría comenzar a disiparse con el acuerdo de la denominada "fase 1" en las negociaciones comerciales, que incluye una reducción de los aranceles de septiembre. La firma de este acuerdo ayudaría a reducir el lastre arancelario sobre las exportaciones y el sentimiento del mercado, y probablemente resultaría en la estabilidad del yuan en torno al 7,0 CNY/USD en los próximos meses (véase la Gráfica 1.2.12-d).

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


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

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


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

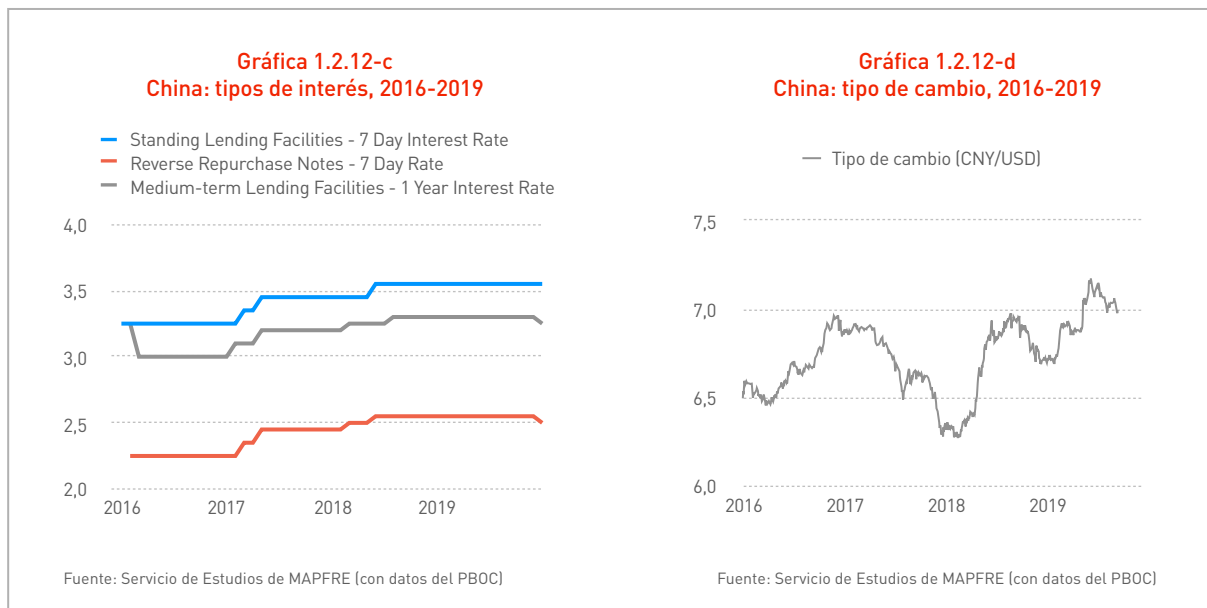
**Tabla 1.2.12**  
**China: principales agregados macroeconómicos**

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	6,9	6,7	6,8	6,6	6,1	5,7	5,7
Contribución de la demanda doméstica	6,9	7,3	6,1	7,1	5,5	5,3	5,2
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,6	0,6	-0,5	0,6	0,4	0,5
Contribución del consumo privado	3,1	3,1	2,6	2,9	2,7	2,6	2,6
Contribución de la inversión privada	3,3	3,1	2,2	2,1	1,8	1,7	1,7
Contribución del gasto público	0,9	1,1	1,1	2,0	0,7	0,9	0,8
Demanda doméstica (% a/a, media)	7,1	7,5	6,2	7,2	5,6	5,4	5,3
Consumo total (% a/a, media)	8,0	8,5	7,2	9,4	6,5	6,6	6,3
Inversión privada (% a/a, media)	7,3	6,7	4,8	4,7	4,0	3,9	4,0
Exportaciones (a/a en %)	0,4	1,9	6,9	4,4	1,6	1,4	2,8
Importaciones (a/a en %)	0,4	3,3	8,3	6,7	-1,5	2,6	4,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,1	4,0	3,9	3,8	3,6	3,6	3,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,5	2,2	1,8	2,2	3,9	2,0	2,1
Balance fiscal (% PIB)	-3,4	-3,8	-3,7	-4,2	-4,4	-4,8	-4,3
Balance comercial (% PIB)	5,3	4,4	3,9	2,9	3,3	3,0	2,9
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,8	1,8	1,6	0,4	1,2	0,8	0,8
Tipo de interés oficial (final período)	2,32	2,59	3,09	3,07	2,53	2,53	2,75
Tipo de corto plazo (final período)	3,05	4,25	5,53	3,70	3,16	2,89	3,16
Tipo de largo plazo (final período)	2,82	3,05	3,91	3,26	3,23	3,41	3,56
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,49	6,94	6,51	6,88	7,06	7,07	6,92
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	7,07	7,32	7,80	7,87	7,69	7,72	7,80
Crédito privado (% a/a, media)	14,8	13,3	10,5	12,0	12,4	11,0	9,4
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)	39,3	38,3	38,6	38,3	38,3	38,2	38,5

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BoPRC)  
 Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

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





### 1.2.13 Indonesia

#### La economía mantendrá su dinámica de crecimiento en 2020

La economía de Indonesia creció un 5,0% en el tercer trimestre de 2019, en un contexto de desaceleración del entorno global, con las exportaciones estancadas y con unas importaciones que se contraen un 8,9%. La demanda privada y el gasto público son los dos factores que más contribuyen al crecimiento. El ciclo global de bajada de tipos de interés, que en Indonesia se tradujo en 4 bajadas (100 puntos básicos) en 2019 hasta el 5,0%, facilita el crecimiento. De esta forma, se prevé un crecimiento de la economía del 4,9% en 2020 y del 5,2% para 2021 (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

La inflación se situó en 3,0% en noviembre, dentro el rango objetivo del banco central (2,0%-4,0%). La inflación tenderá al alza en 2020 por la subida de algunos precios administrados, como la electricidad y el diésel, pero también por una mayor inflación de los precios de los alimentos en virtud del clima seco de la segunda mitad de 2019.

El Banco Central de Indonesia ha bajado en cuatro ocasiones consecutivas los tipos de interés hasta situarlos en el 5,00% en octubre (véase la Gráfica 1.2.13-c). Se prevé que el banco central haga una pausa en la bajada de tipos, aunque no se descarta que continúe con

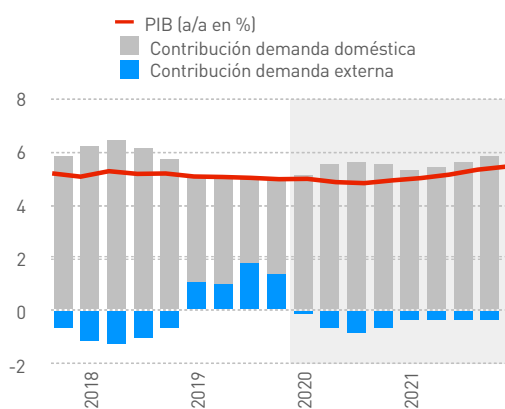
una política monetaria laxa. Asimismo, en la reunión de noviembre, el banco central redujo su coeficiente de reservas estatutarias primarias para los bancos comerciales del

**Indonesia**

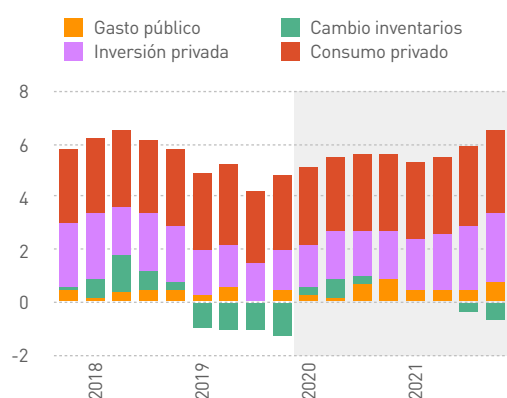
- **La demanda interna y el gasto público son los impulsores del crecimiento.**
- **El sector exterior sufre por la desaceleración global, aunque en menor medida que otros países del entorno.**
- **Búsqueda de condiciones financieras laxas internamente, pero manteniendo atractivo para la financiación externa.**

6,00% al 5,50% y el coeficiente de reservas secundarias al 3,00%, con el objetivo de aumentar la liquidez del sistema. Con unos tipos de interés reales positivos (5%-3%), se pretende mantener un diferencial que atraiga la inversión extranjera directa y financiar el déficit de la balanza por cuenta corriente que seguirá en torno al 3%. Así, se busca unas condiciones financieras algo más laxas internamente, sin perjudicar el atractivo para el inversor externo (véase la Gráfica 1.2.13-d).

Las tensiones comerciales mundiales se han traducido en una menor actividad del sector exterior por efecto de la desaceleración global. Sin embargo, el impacto directo en Indonesia

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


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

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


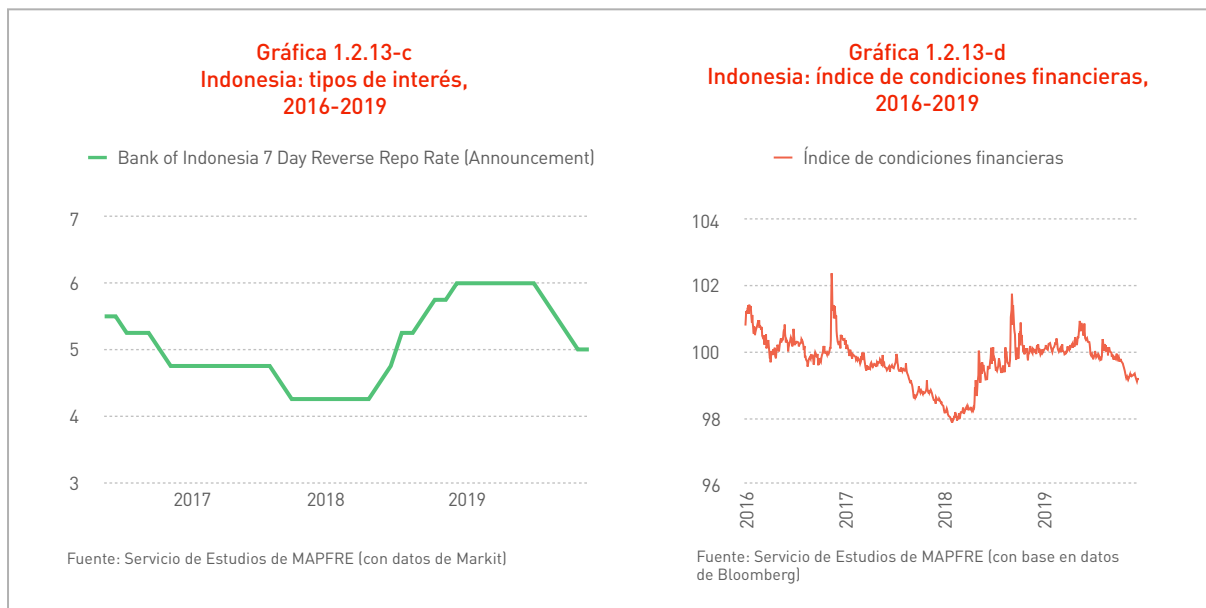
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de BPS)

**Tabla 1.2.13**  
**Indonesia: principales agregados macroeconómicos**

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	4,9	5,0	5,1	5,2	5,0	4,9	5,2
Contribución de la demanda doméstica	3,9	4,9	4,8	6,2	3,7	5,4	5,5
Contribución de la demanda externa	0,9	0,1	0,3	-1,0	1,3	-0,6	-0,3
Contribución del consumo privado	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0
Contribución de la inversión privada	1,6	1,5	2,0	2,2	1,5	1,7	2,3
Contribución del gasto público	0,5	-0,0	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
Demanda doméstica (% a/a, media)	4,0	5,0	4,8	6,3	3,7	5,6	5,6
Consumo total (% a/a, media)	4,9	4,4	4,6	5,1	5,1	5,4	5,6
Inversión privada (% a/a, media)	5,0	4,5	6,1	6,7	4,6	5,3	6,9
Exportaciones (a/a en %)	-2,1	-1,6	9,0	6,5	-1,2	0,5	3,5
Importaciones (a/a en %)	-6,2	-2,4	8,1	12,2	-7,5	3,6	5,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,8	5,5	5,3	5,2	4,8	4,5	4,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,8	3,3	3,5	3,2	3,0	3,2	2,9
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-2,5	-2,6	-1,7	-2,1	-2,4	-2,0
Balance comercial (% PIB)	1,6	1,6	1,9	-0,0	0,2	0,1	0,3
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,0	-1,8	-1,6	-2,9	-2,7	-2,6	-2,5
Tipo de interés oficial (final período)	6,25	4,75	4,25	6,00	5,00	5,00	4,75
Tipo de corto plazo (final período)	8,86	7,46	5,48	7,70	5,45	5,80	6,45
Tipo de largo plazo (final período)	8,81	7,85	6,30	7,90	7,00	7,12	7,38
Tipo de cambio vs USD (fin período)	13.836	13.525	13.484	14.380	14.121	14.055	13.863
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	15.063	14.257	16.171	16.465	15.379	15.335	15.620
Crédito privado (% a/a, media)	10,6	7,8	8,2	10,8	9,6	10,3	10,2
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)	32,0	10,1	15,1	5,6	0,3	8,0	8,5
Tasa de ahorro (% , media)	17,0	17,0	17,0	17,1	17,2	16,8	16,9

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos del BPS)  
 Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

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



ha sido menor debido a la menor integración del país, en comparación con otros países asiáticos, en las cadenas de suministro globales.

### 1.2.14 Filipinas

#### El crecimiento se recupera gracias a una demanda interna fuerte

La economía filipina creció a un ritmo de 6,2% a/a en el tercer trimestre de 2019, volviendo a acelerar después de un arranque del año más lento, con un comportamiento del sector de las manufacturas que ha mostrado una tendencia positiva a lo largo de 2019 (véase la Gráfica 1.2.14-c).

Pasadas las elecciones de mayo, se reactivó el gasto público (+9,6% en el tercer trimestre) y el consumo privado se mantiene fuerte (+6,2%), pero la inversión no se ha recuperado en el trimestre. La confianza de los consumidores (4,6) y de los negocios (56,1), con la excepción del sector de la construcción (30,6), han repuntado en el tercer trimestre, lo que indica que es posible esperar la recuperación de la actividad económica.

Por otra parte, la balanza comercial ha estado en territorio positivo en 2019 gracias a que las importaciones (-10,5% a/a a septiembre) están cayendo más rápido que las exportaciones (-2,6%), cuando en años anteriores crecían ambas a doble dígito. Pero a medio plazo

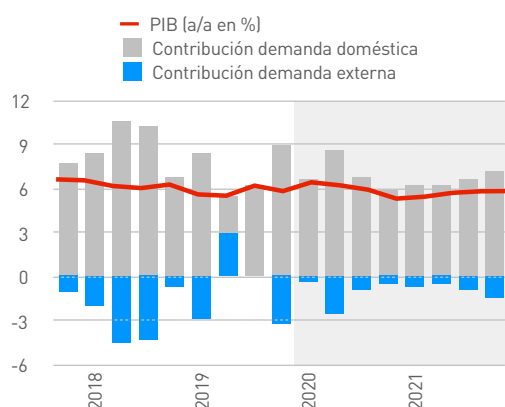
seguimos proyectando un déficit por cuenta corriente superior al 2%. En este contexto, prevemos una re-aceleración de la economía desde el 5,8% de 2019 al 6,0% para 2020, aun así, por debajo del 6,5%-7,5% objetivo del gobierno (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

**Filipinas**

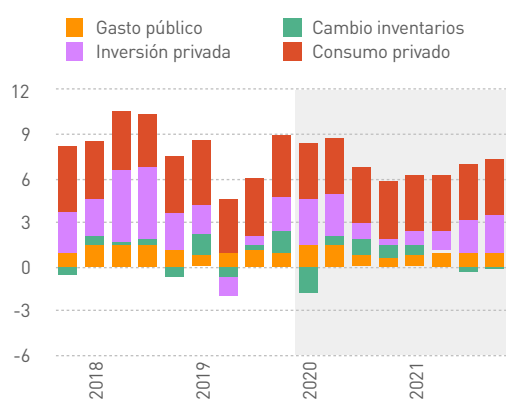
- **La economía filipina aumentará su dinamismo en 2020.**
- **El consumo privado crece al 6,2% y el gasto público se reactiva, pero exportaciones e importaciones caen.**
- **El banco central mantiene tipos de interés en el 4,0% y rebaja los requerimientos de reservas para los bancos al 14%.**

Por lo que se refiere a la inflación, en el tercer trimestre ha caído al 0,8%, pero se ha debido principalmente a efectos de base por el repunte del año anterior. Una vez pasados estos efectos puntuales, es previsible que la inflación se vuelva hasta situarse en el 3,0% en 2020 y 3,2% en 2021.

El banco central de Filipinas ha bajado por 3 veces los tipos de interés en 2019, hasta situarlos en 4% en septiembre, acumulando una bajada de 75 puntos básicos (véase la Gráfica 1.2.14-d). En diciembre el banco central ha vuelto a bajar en 100 pbs el ratio de reserva

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


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

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


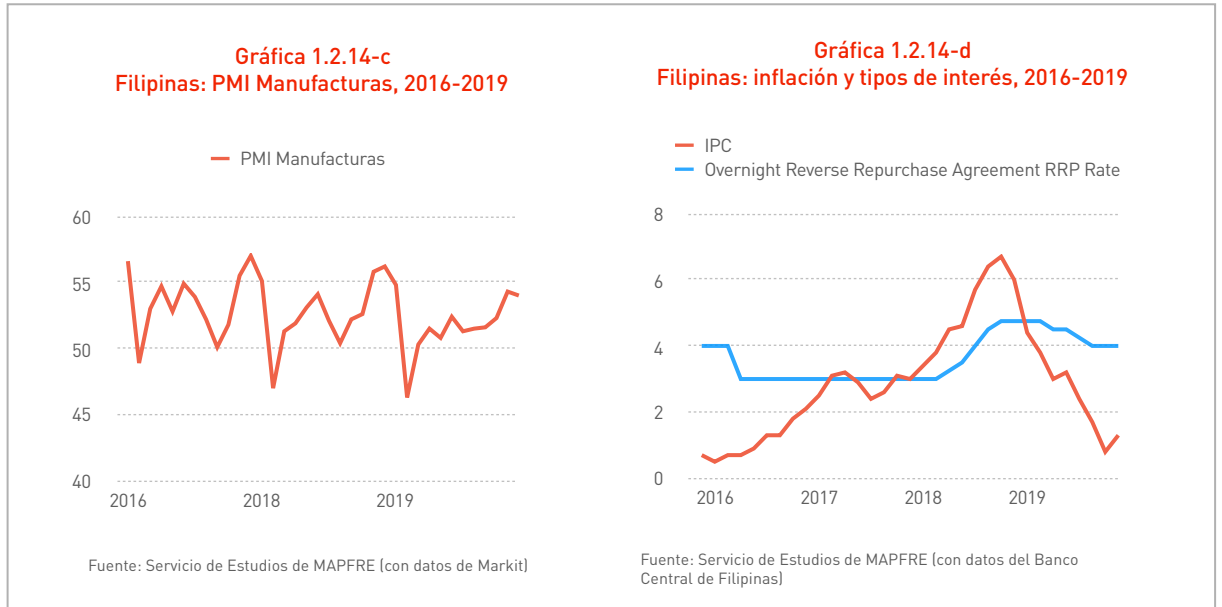
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de PSA)

**Tabla 1.2.14**  
**Filipinas: principales agregados macroeconómicos**

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	6,0	6,9	6,7	6,2	5,8	6,0	5,7
Contribución de la demanda doméstica	9,1	11,9	7,4	9,0	6,5	7,0	6,5
Contribución de la demanda externa	-3,0	-5,0	-0,7	-2,8	-0,7	-1,0	-0,8
Contribución del consumo privado	4,4	4,9	4,1	3,8	4,0	3,9	3,8
Contribución de la inversión privada	3,6	6,2	2,7	3,7	0,9	1,9	1,8
Contribución del gasto público	0,8	0,9	0,6	1,4	0,9	1,0	0,9
Demanda doméstica (% a/a, media)	9,0	11,5	6,8	8,4	5,9	6,3	5,9
Consumo total (% a/a, media)	6,5	7,4	5,9	6,6	6,2	6,1	5,8
Inversión privada (% a/a, media)	16,6	26,6	9,4	13,2	2,9	6,4	6,1
Exportaciones (a/a en %)	8,7	11,7	19,7	13,4	2,9	5,9	5,2
Importaciones (a/a en %)	14,6	20,5	18,2	16,0	3,6	6,6	5,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,6	4,7	5,0	5,1	5,5	5,3	4,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,3	2,0	3,0	5,9	1,5	3,0	3,2
Balance fiscal (% PIB)	-0,9	-2,4	-2,2	-3,2	-2,6	-3,0	-3,0
Balance comercial (% PIB)	-8,0	-11,7	-12,8	-15,4	-14,2	-14,5	-14,7
Impulso fiscal (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,5	-0,4	-0,7	-2,6	-1,6	-1,9	-1,9
Tipo de interés oficial (final período)	4,00	3,00	3,00	4,75	4,00	3,75	4,00
Tipo de corto plazo (final período)	3,03	2,50	3,22	5,03	4,08	3,92	4,28
Tipo de largo plazo (final período)	4,10	4,63	5,70	7,05	4,38	4,17	4,95
Tipo de cambio vs USD (fin período)	47,17	49,81	49,92	52,72	50,99	51,15	50,24
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	51,35	52,51	59,87	60,37	55,53	55,81	56,60
Crédito privado (% a/a, media)	13,2	15,3	18,0	17,0	9,5	13,5	12,1
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)	2,6	8,7	9,2	10,2	6,9	9,2	8,8
Tasa de ahorro (% , media)	7,7	7,8	8,1	7,7	7,0	8,6	8,9

 Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de PSA)  
 Fecha de cierre de previsiones: 7 enero 2020.

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



requerido a los bancos (RRR) hasta 14%, acumulando una bajada de 400 pbs en este año. Para 2020, estimamos que habrá una bajada de tipos de interés de 25 pbs para situarlos en el 3,75%.



## 2. Panorama sectorial

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

#### 2.1.1 Mercados globales

La actual situación económica confirma la desaceleración del crecimiento mundial, estimado en 2019 en torno al 3%, frente al 3,6% de 2018. Esta ralentización económica ha venido a lastrar el crecimiento de las primas de seguros mundiales y, de manera particular, al negocio de No Vida.

Sin embargo, la previsión del crecimiento económico en 2020, en torno al 3,1%, apunta hacia una estabilización de la economía mundial, con un mejor comportamiento de los mercados emergentes, lo que hace prever una recuperación del crecimiento de las primas en el segmento de seguros No Vida a nivel global, el cual podría situarse en torno al 3,7% (medido en USD) durante 2020<sup>4</sup>, con una tendencia a una recuperación mayor en los años siguientes en la medida en que se materialicen las perspectivas de una más fuerte actividad económica global (véanse la Tabla 2.1.1 y la Gráfica 2.1.1).

Por otro lado, la aplicación de políticas monetarias acomodaticias adoptadas por la mayor parte de las autoridades monetarias en apoyo del crecimiento, ha dejado los tipos de interés estabilizados en niveles relativamente bajos. Los mensajes de los principales bancos centrales apuntan a que esta situación se prolongará en tanto persista la situación de



debilidad en el crecimiento económico, lo que es perjudicial para el desarrollo del negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales. Sin embargo, en gran parte de los mercados emergentes los tipos de interés todavía presentan unos niveles notablemente superiores a los de los mercados desarrollados lo que, junto con una previsible mejora de su situación económica, hace que estos países presenten oportunidades de negocio en este tipo de productos.

**Tabla 2.1.1**  
Mercados globales: previsiones de crecimiento de primas No Vida (a/a, %)

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
USD: precios corrientes						
Total Mundial USD	3,0	5,2	6,8	1,5	3,7	6,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.

**Tabla 2.1.2**  
Eurozona: previsiones de crecimiento de primas No Vida  
(a/a, %)

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Euros: precios corrientes	0,9	3,6	2,6	2,2	2,0	2,1
USD: precios corrientes	0,6	5,6	7,4	-3,5	-0,4	3,9
Euros: precios constantes	0,2	2,3	0,7	0,8	0,8	0,6

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.

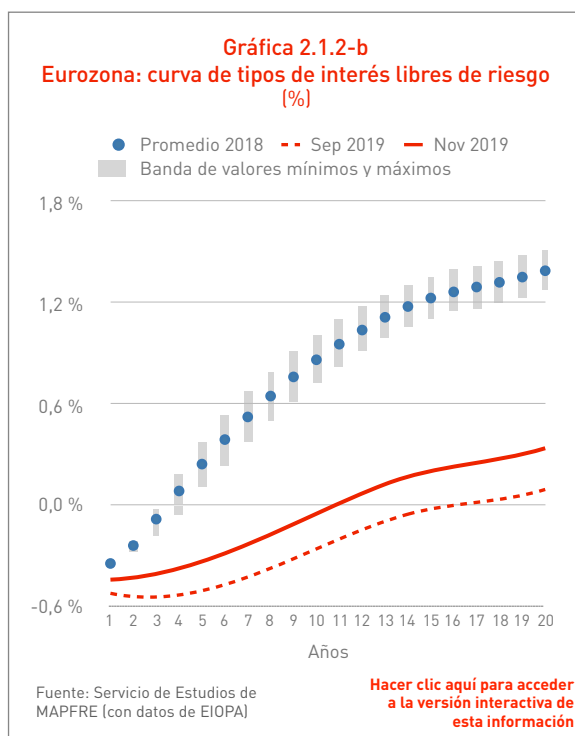
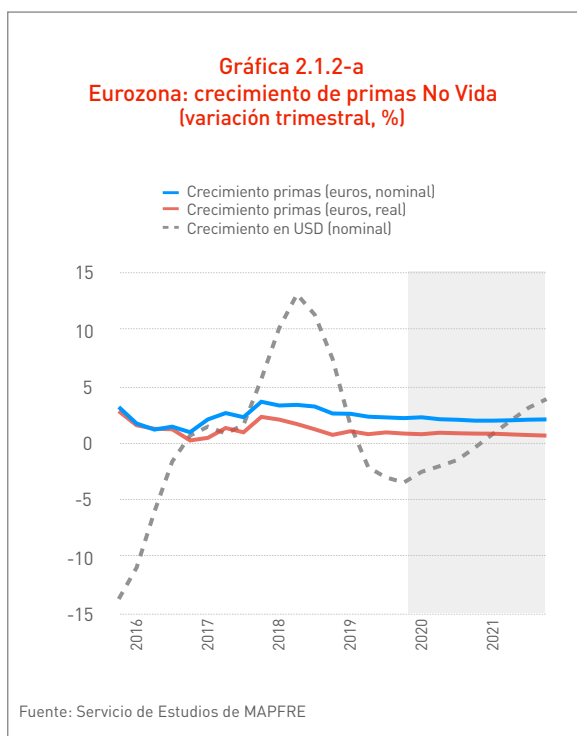
### 2.1.2 Eurozona

Como se señaló en la primera parte de este informe, la previsión de crecimiento del PIB real de la Eurozona para 2020 se sitúa en el entorno del 1%, con una ligera desaceleración respecto del crecimiento estimado para 2019 (1,2%). No obstante, las perspectivas apuntan hacia una ligera mejoría en el desempeño económico de la zona para 2021 (1,3%).

En este contexto, se prevé que el crecimiento del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo continúe relativamente débil, en torno al 2% en 2020 (0,8% en términos reales), con crecimientos reales por debajo del crecimiento real del PIB de la Eurozona, como viene siendo lo habitual en los últimos años (véanse la Tabla 2.1.2 y la Gráfica 2.1.2-a). Cabe señalar que en esto influye el peso que tienen en la región los grandes mercados aseguradores con un alto

nivel de madurez en las referidas líneas de negocio.

Por otra parte, la inflación en la Eurozona continúa baja, pero está aumentando ligeramente, lo que ha llevado al Banco Central Europeo (BCE) en su última reunión a mantener los tipos de interés oficiales en sus niveles anteriores. Por otro lado, como estaba previsto, el 1 de noviembre se reactivó el programa de compras netas en el marco del programa de adquisición de activos con 20.000 millones de euros mensuales. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), se aprecia una ligera recuperación de los tipos a lo largo de la curva, pero situándose todavía en niveles notablemente inferiores a los niveles mínimos de 2018. En este sentido, la Gráfica 2.1.2-b muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2018, así como el nivel de las últimas curvas



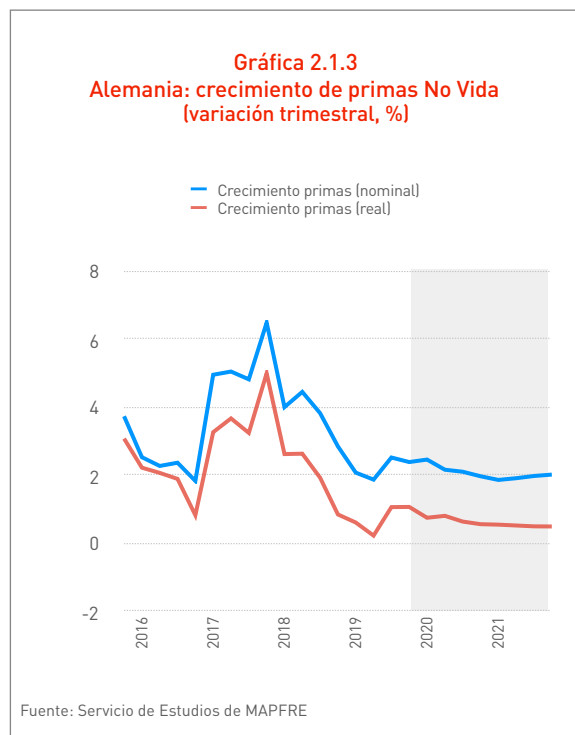


publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de septiembre y noviembre de 2019 (la versión interactiva de esta información puede consultarse accediendo al enlace en la parte inferior derecha de la referida Gráfica 2.1.2-b). Como se desprende de esta información, la curva de tipos de interés sigue presentando valores negativos que afectan a todos los plazos de la curva inferiores a diez años, lo que en la práctica impide al sector asegurador el desarrollo de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias. No obstante, el índice Euro Stoxx 50 acumula una subida en lo que va de año del 25,8% (hasta el 21 de diciembre), lo cual, unido al entorno de los deprimidos tipos de interés, sigue favoreciendo el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión.

### 2.1.3 Alemania

La previsión para la economía alemana es de un crecimiento del PIB en torno al 0,6% en 2020, en términos reales, mismo crecimiento que el estimado para 2019 (frente al 1,6% que se registró en 2018). No obstante, es importante destacar que se ha producido un cambio en las expectativas sobre el desempeño económico de Alemania respecto al trimestre anterior y no se espera que la economía continúe desacelerándose, como venía sucediendo, para superar así la situación del riesgo de entrada en recesión. El principal motor del crecimiento es el consumo privado interno, y el mercado laboral y los salarios siguen fuertes y creciendo por encima de la inflación, por lo que la mejora en la renta disponible favorecerá el crecimiento de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador alemán.

En este contexto, prevemos que las primas de seguros de No Vida del sector asegurador en Alemania concluirán 2019 con un crecimiento nominal del 2,4% (1,1% en términos reales) y experimentarán un crecimiento nominal en el



entorno del 2,0% en 2020 (0,6% en términos reales) similar al crecimiento del PIB (véanse la Tabla 2.1.3 y la Gráfica 2.1.3). En cuanto al segmento de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, como en el conjunto de la Eurozona persiste el panorama de bajos tipos de interés que continuará lastrando este negocio, particularmente en Alemania, cuya deuda soberana presenta los niveles más bajos de tipos de interés de toda la región.

### 2.1.4 Italia

La previsión para la economía italiana es de un crecimiento del PIB en torno al 0,3% en 2020, en términos reales, en línea con el bajo crecimiento del 0,2% estimado para 2019 (0,7% en 2018). La inversión y el consumo en Italia han tenido ligeros crecimientos durante el año y el sector exterior ha contribuido también al crecimiento por la caída de las importaciones y

**Tabla 2.1.3**  
**Alemania: previsiones de crecimiento de primas No Vida**  
**(a/a, %)**

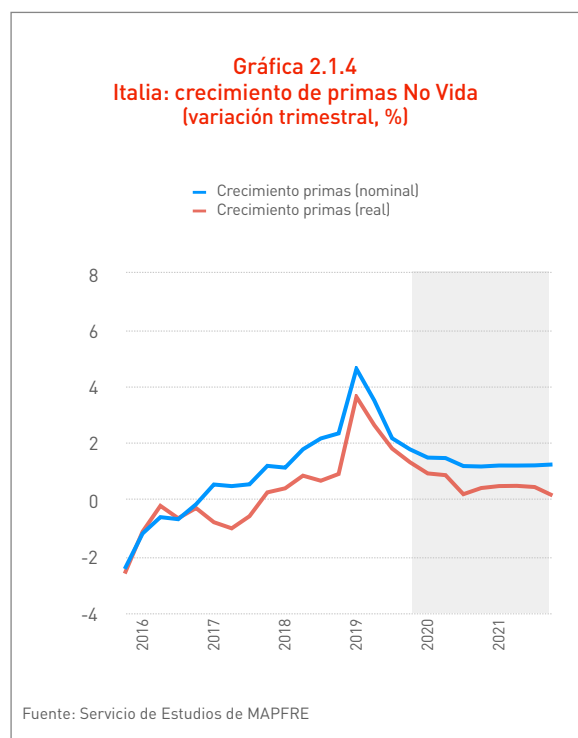
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Euros: precios corrientes	1,8	6,5	2,8	2,4	2,0	2,0
Euros: precios constantes	0,8	5,0	0,8	1,1	0,6	0,5

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.

**Tabla 2.1.4**  
Italia: previsiones de crecimiento de primas No Vida  
(a/a, %)

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Euros: precios corrientes	-0,2	1,2	2,3	1,8	1,2	1,3
Euros: precios constantes	-0,3	0,3	0,9	1,3	0,4	0,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.



2020 la previsión de crecimiento se sitúa en torno al 1,2% en términos nominales en 2020 (0,4% en términos reales), ligeramente por encima del crecimiento del PIB (véanse la Tabla 2.1.4 y la Gráfica 2.1.4).

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, la prima de riesgo de la deuda soberana italiana se ha relajado, tras la aplicación de nuevas medidas de política monetaria no convencionales por parte del BCE. La actitud del nuevo gobierno parece haber reducido la tensión con Bruselas sobre el presupuesto, dado el alto nivel de endeudamiento público que presenta la economía italiana, aunque subsisten incertidumbres sobre si podrán impulsarse las reformas necesarias para controlarlo sin perjudicar el crecimiento de la actividad económica. Aunque la deuda soberana italiana con vencimientos largos sigue ofreciendo una prima por plazo positiva y superior a la del resto de las grandes economías de la Eurozona, de momento se ha reducido sustancialmente, por lo que el entorno de tipos de interés vuelve a ser desfavorable para el desarrollo de los productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales en el mercado asegurador italiano.

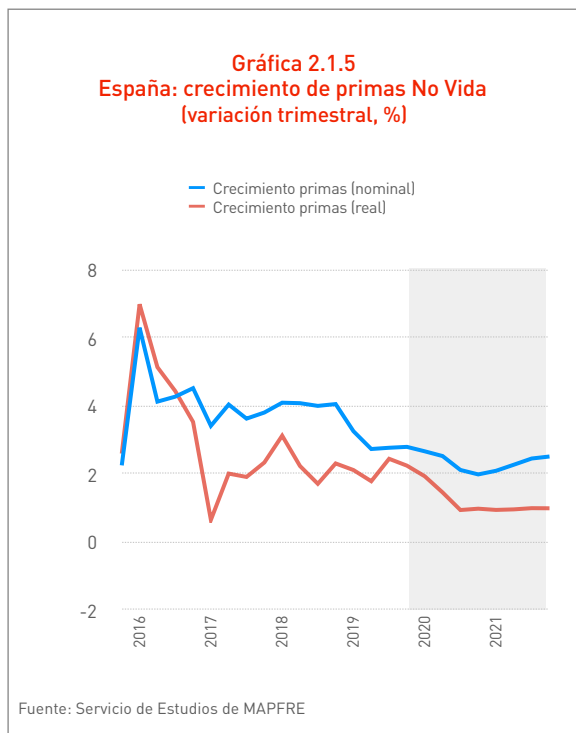
### 2.1.5 España

La economía española continúa ralentizándose y se prevé que el crecimiento real del PIB en 2020 se sitúe en torno al 1,7%, frente a un crecimiento estimado para 2019 del 2% (2,4% en 2018). La tasa de desempleo continúa a la

**Tabla 2.1.5**  
España: previsiones de crecimiento de primas No Vida  
(a/a, %)

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Euros: precios corrientes	4,5	3,8	4,1	2,8	2,0	2,5
Euros: precios constantes	3,5	2,3	2,3	2,2	1,0	1,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.



baja, pero el ritmo de creación de empleo se ralentiza. Esta desaceleración de la economía está afectando al desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador que se están desacelerando igualmente, previéndose que continúen con crecimientos moderados el próximo año.

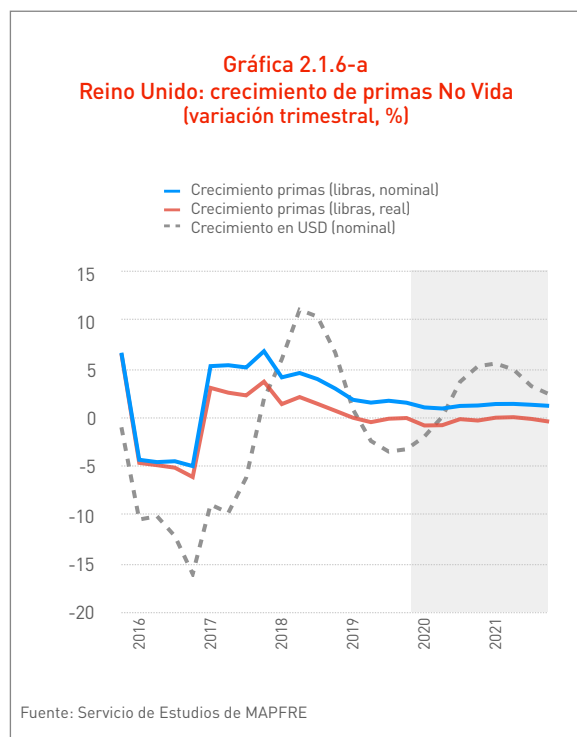
En este contexto, pre vemos que las primas de seguros de No Vida crezcan en torno al 2,0% en 2020, 1,0% en términos reales; crecimiento inferior a la previsión para 2019 del 2,8% en términos nominales y 2,2% en términos reales (véanse la Tabla 2.1.5 y la Gráfica 2.1.5).

Por lo que se refiere a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, como ocurre en el conjunto de la Eurozona, persiste el panorama de bajos tipos de interés que viene lastrando este negocio y que se mantendrá conforme a los últimos mensajes de política monetaria del BCE, lo que seguirá constituyendo

un factor estructural que limite el crecimiento de este mercado.

### 2.1.6 Reino Unido

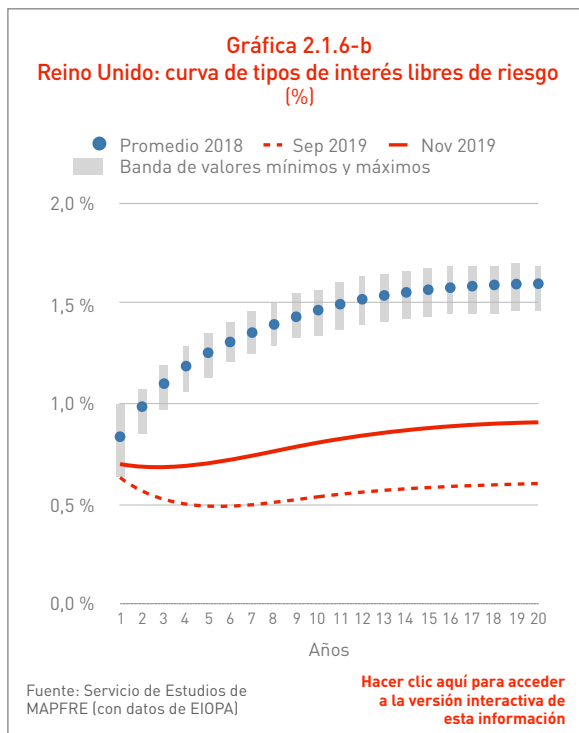
La previsión para la economía del Reino Unido es de un crecimiento del PIB entorno al 1% en 2020, en términos reales, frente al 1,3% estimado para 2019 (1,4% en 2018). Las recientes elecciones en ese país han dado una victoria clara con mayoría absoluta a los conservadores lo que facilitará aprobar el acuerdo de salida de la Unión Europea. Subsisten, sin embargo, incertidumbres en cuanto a su impacto. Los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores apuntan hacia una desaceleración de la economía; a pesar de ello, la tasa de desempleo se mantiene en niveles bajos, alrededor del 3,8%. Este entorno general está influyendo de forma negativa en el desarrollo



**Tabla 2.1.6**  
**Reino Unido: previsiones de crecimiento de primas No Vida**  
**(a/a, %)**

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Libras: precios corrientes	-5,0	6,8	3,0	1,5	1,3	1,2
USD: precios corrientes	-16,1	2,0	6,7	-3,2	5,3	2,4
Libras: precios constantes	-6,1	3,7	0,7	0,0	-0,3	-0,4

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.



del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo en el mercado asegurador de Reino Unido, que se está ralentizando y se prevé que siga desacelerándose el próximo año. En este sentido, estimamos que las primas de seguros del negocio de No Vida crecerán en torno al 1,3% en 2020, lo que significa un decrecimiento de -0,3% en términos reales al descontar el efecto de la inflación, frente al 1,5% nominal estimado para 2019 que habrá implicado un crecimiento nulo en términos reales en ese año (véanse la Tabla 2.1.6 y la Gráfica 2.1.6-a).

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, lo que continuará lastrando esta línea de negocio. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA del mes de noviembre (véase la Gráfica 2.1.6-b) se aprecia una ligera subida en el nivel de los tipos en todos los tramos de la curva respecto al mes

de septiembre anterior, pero todavía en niveles muy por debajo de los mínimos alcanzados en 2018, excepto en lo que toca al tipo de interés a un año. La curva continúa invertida en su primer tramo hasta tres años; a partir de ahí, presenta una ligera pendiente positiva, si bien no existe prima por plazo respecto de los tipos a corto plazo y los niveles se sitúan en mínimos, por lo que el entorno sigue siendo desfavorable para el desarrollo de este tipo de productos aseguradores. En contraposición, la recuperación de los mercados de valores tras la caída sufrida a finales de 2018, puede favorecer el desarrollo de los productos de seguros en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de amplia difusión en este mercado.

### 2.1.7 Estados Unidos

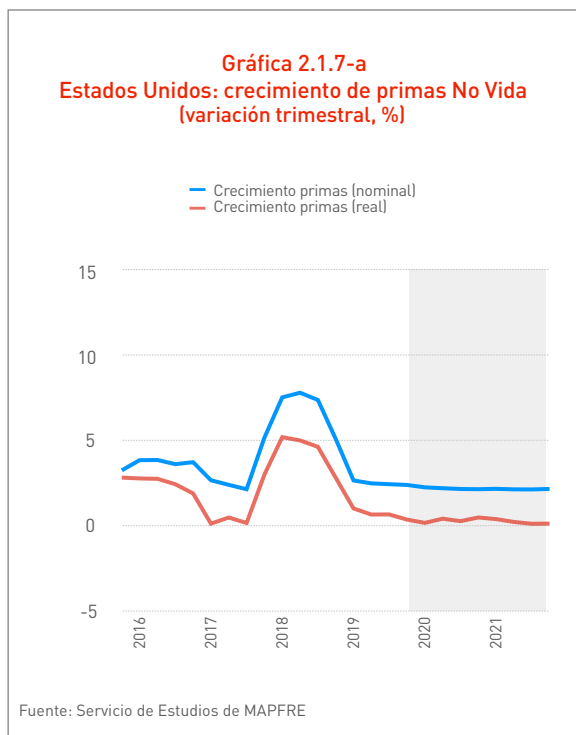
En el caso de la economía de los Estados Unidos, la previsión de crecimiento real del PIB en 2020 se ha situado en el 1,6%, frente al 2,3% estimado para 2019 (2,9% en 2018). Los factores principales que inciden en la desaceleración de los niveles de actividad son la inversión privada y las exportaciones. El consumo privado continúa fuerte, apoyado en una tasa de desempleo en niveles mínimos y un crecimiento de los salarios reales por encima de la inflación, lo que sigue respaldando la renta disponible.

Esta desaceleración suave que experimenta la economía estadounidense a partir de 2018 se está traduciendo también en menores crecimientos de los negocios de No Vida y Vida riesgo de la industria aseguradora y se espera que esa senda de desaceleración gradual continúe el próximo año. En este marco, estimamos que las primas de seguros del negocio de No Vida crezcan en el entorno del 2,2% en términos nominales en 2020, lo que implicará un crecimiento real del 0,5%, frente al 2,4% nominal estimado para 2019 que

**Tabla 2.1.7**  
**Estados Unidos: previsiones de crecimiento de primas No Vida (a/a, %)**

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
USD: precios corrientes	3,7	5,2	5,1	2,4	2,2	2,2
USD: precios constantes	1,9	3,0	2,8	0,4	0,5	0,1

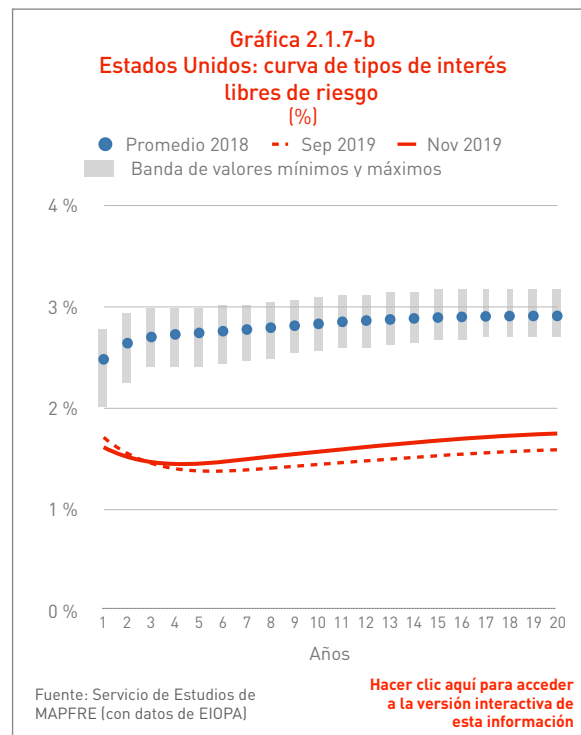
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.



representa un crecimiento real del 0,4% (véanse la Tabla 2.1.7 y la Gráfica 2.1.7-a).

En cuanto a los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, destaca el hecho de que la Reserva Federal acordó en su más reciente reunión mantener los tipos de interés en sus niveles actuales por considerarlos adecuados a la situación económica, conforme a los últimos indicadores que apuntan a una desaceleración suave. En las últimas curvas de tipos libres de riesgo para el mercado de Estados Unidos producidas por EIOPA para el mes de noviembre (véase la Gráfica 2.1.7-b) se aprecia una ligera recuperación de los tipos de interés en todos los tramos de la curva, excepto en vencimientos hasta dos años, respecto del nivel que presentaban en septiembre, aunque por debajo y lejos de los mínimos observados en 2018. La curva de tipos va perdiendo la pendiente negativa, presente ya solo en los plazos inferiores a dos años, y gana pendiente en vencimientos a plazos más largos. Sin embargo, la caída en el nivel de los tipos de interés es desfavorable para el futuro negocio de Vida ahorro, especialmente de aquellos productos que ofrecen garantías de tipos de interés a medio y largo plazo, a pesar del ligero incremento de la prima por plazo.

Por otro lado, los mercados de valores en los Estados Unidos continúan fuertes, lo cual es un



elemento que apoya el desarrollo de los productos de seguros en los que el tomador asume riesgo de inversión, muy comunes en el mercado de seguros estadounidense, aunque los altos niveles que presentan los mercados hace que pueda existir cierta cautela a la hora de invertir en este tipo de productos, teniendo en cuenta los máximos históricos en los que se encuentran los principales índices bursátiles de los Estados Unidos, en un entorno en el que los indicadores siguen apuntando hacia una desaceleración a nivel macroeconómico.

### 2.1.8 Brasil

En Brasil, se observa una mejora de las expectativas económicas, con un crecimiento del PIB previsto para 2020 del 2,0%, frente al crecimiento real estimado del 1,1% para 2019. Esta previsión de crecimiento proviene de la mejora del consumo y la inversión privada. Tras la aprobación de la reforma del sistema de pensiones (finalmente ratificada por el Senado a finales de octubre), el gobierno está consiguiendo impulsar importantes reformas estructurales que pueden ayudar a mejorar en el medio plazo el fuerte desequilibrio en sus cuentas públicas.

Mejoran, por tanto, las perspectivas de crecimiento para el negocio de No Vida y de

**Tabla 2.1.8**  
**Brasil: previsiones de crecimiento de primas No Vida**  
 (a/a, %)

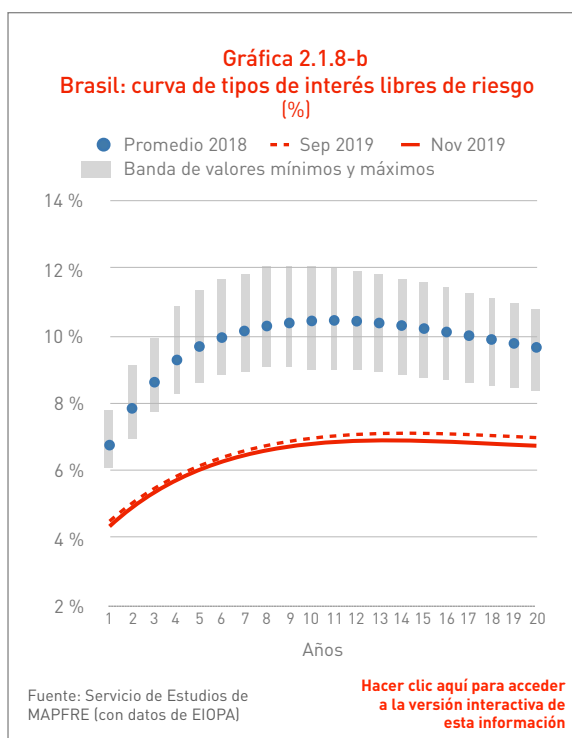
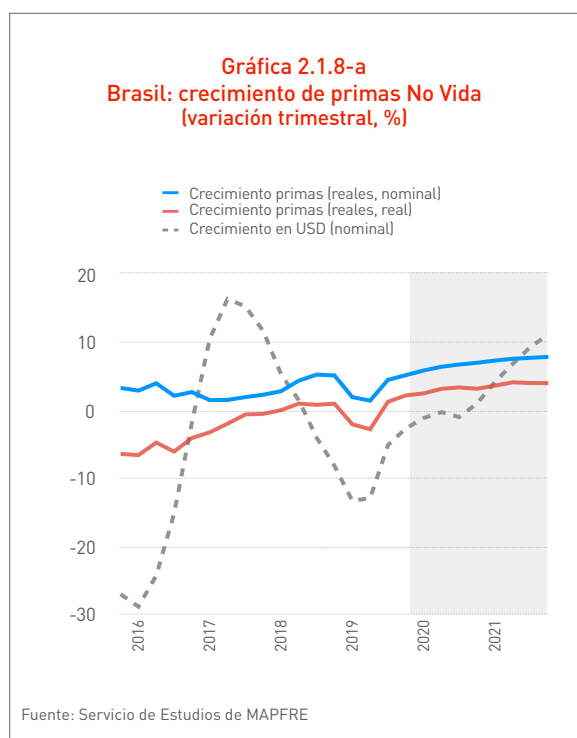
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Reales: precios corrientes	2,7	2,3	5,1	5,1	7,0	7,8
USD: precios corrientes	-1,8	11,6	-8,2	-2,7	1,0	11,1
Reales: precios constantes	-4,1	-0,5	0,9	2,2	3,1	4,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.

Vida riesgo del negocio asegurador. Sin embargo, la Medida Provisional (MP) No. 904/19, anunciada en el mes de noviembre por el gobierno federal de Brasil que extingue el Seguro de Daños Personales Causados por Vehículos Motorizados de Vías Terrestres a partir del 1 de enero de 2020, afectará de forma negativa esta tendencia, salvo que el Congreso se pronuncie en contra de la aplicación de la misma. Por otra parte, la inflación está controlada y sigue a la baja, lo cual resulta positivo para el desempeño de estas líneas de negocio, si bien este efecto positivo puede ser compensado de forma negativa por la depreciación que viene sufriendo el tipo de cambio, el cual, sin embargo, pareciera tender también a estabilizarse. En este contexto, estimamos que las primas de seguros de No Vida en el mercado brasileño crezcan en torno al 5,1% en términos nominales en 2019 (2,2% en términos

reales), experimentando una aceleración en su crecimiento para 2020 en el entorno del 7,0% en términos nominales, lo que significará un crecimiento real del 3,1% en ese año (véanse la Tabla 2.1.8 y la Gráfica 2.1.8-a).

Por otro lado, el control de la inflación ha permitido que el banco central brasileño aplique una nueva reducción en el tipo de interés de referencia de la política monetaria. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo correspondientes al mes de noviembre del (véase la Gráfica 2.1.8-b) se observa que los tipos siguen cayendo y que la curva continúa incrementando su pendiente positiva. Este comportamiento favorece el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazos superiores a los tipos a corto. En general, los tipos de interés en todos los vencimientos se encuentren en niveles



**Tabla 2.1.9**  
**México: previsiones de crecimiento de primas No Vida**  
 (a/a, %)

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Pesos: precios corrientes	11,5	15,4	4,3	10,6	9,0	9,2
USD: precios corrientes	-5,3	14,1	2,6	10,0	8,7	8,7
Pesos: precios constantes	8,0	8,3	-0,5	7,4	5,5	5,6

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.

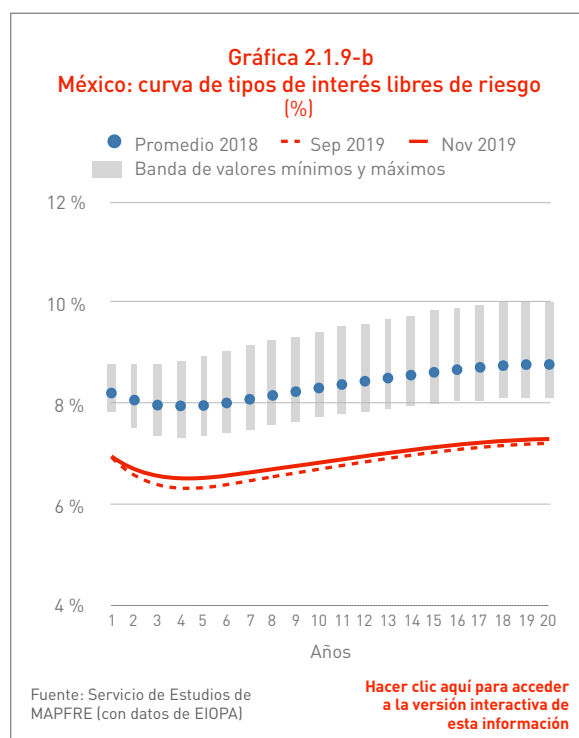
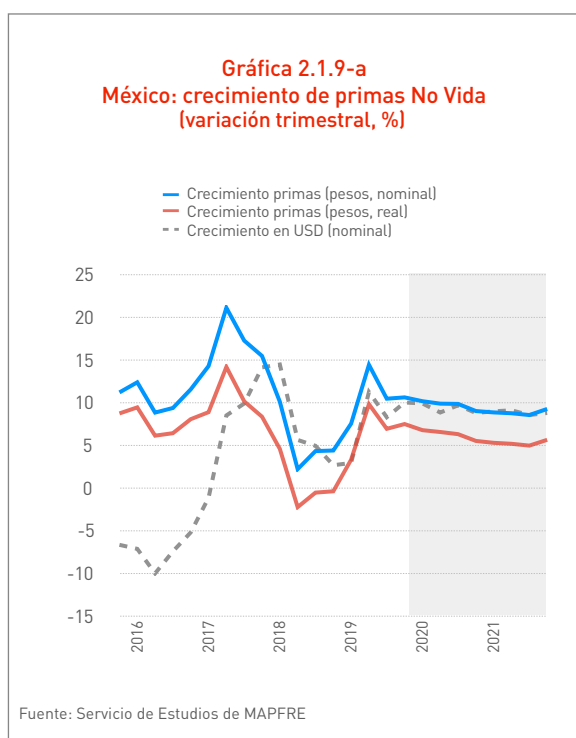
inferiores a los alcanzados en años anteriores, lo cual reduce en términos relativos los incentivos al desarrollo de esta línea del negocio asegurador, aunque los niveles absolutos de tipos seguirán permitiendo el crecimiento de este segmento del mercado. Además, la expectativa de que pueda producirse alguna bajada adicional de tipos de interés podría crear incentivos para la comercialización de nuevos productos para estos segmentos.

### 2.1.9 México

La previsión de crecimiento real del PIB para la economía mexicana en 2020 se ha situado en torno al 0,9%, lo que supone una mejoría respecto de la situación de estancamiento económico de 2019 (con un crecimiento estimado prácticamente nulo para el conjunto del año). El control de la inflación y la menor presión sobre el tipo de cambio (por la política monetaria más laxa de los Estados Unidos) ha

permitido al Banco de México la relajación de su política monetaria, lo que ayudará a estimular la economía al reducir los costes de financiación de las familias y empresas. En el mismo sentido, la firma del protocolo final del acuerdo comercial entre Estados Unidos, México y Canadá (USMCA), y su inminente ratificación legislativa, puede también ser un elemento que ayude a incrementar la inversión y las exportaciones.

De esta forma, en 2020 se mantendría un entorno favorable para el crecimiento del mercado asegurador, ayudado por el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía que se registra en ese país. Además, la moderación de la inflación y el buen comportamiento de los tipos de cambio frente al dólar son buenas noticias para el desempeño de la rentabilidad de las líneas de negocio de No Vida, por el efecto positivo sobre los gastos derivados de los siniestros y el coste de las



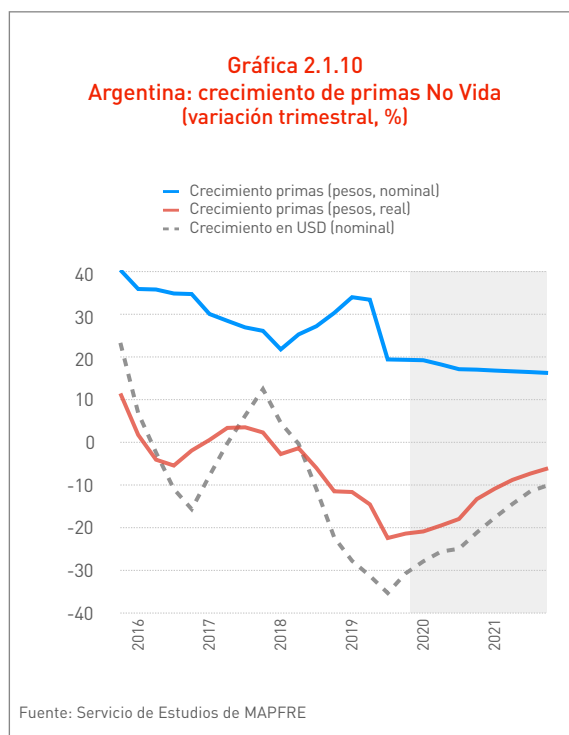


coberturas de reaseguro. En este contexto (eliminando el efecto estacional de la póliza bianual de Petróleos Mexicanos), estimamos que las primas de seguros de No Vida del mercado asegurador mexicano crezcan en torno al 10,6% en términos nominales en 2019 (7,4% en términos reales), y se mantengan crecimientos elevados en 2020, en el entorno del 9,0% en términos nominales, en promedio, lo que implicará un crecimiento real del 5,5% (véanse la Tabla 2.1.9 y Gráfica 2.1.9-a).

Por otra parte, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo correspondientes al mes de noviembre producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9-b), puede observarse que la curva de tipos se ha estabilizado tras la caída en todos los tramos de la curva a finales de septiembre de 2019, situándose notablemente por debajo de los niveles mínimos de 2018 en todos sus tramos, aunque la curva sigue presentando una ligera pendiente negativa en vencimientos inferiores a tres años. Este entorno sigue 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. Adicionalmente, el impacto positivo que puede tener sobre la economía y las expectativas de que los tipos de interés puedan experimentar alguna bajada adicional en 2020, puede ayudar a la comercialización de este tipo de productos.

### 2.1.10 Argentina

La previsión de crecimiento para la economía argentina es de una caída del PIB entorno al -1,3% en 2020, en términos reales, frente al -3,0% estimado para 2019 (-2,4% en 2018). La inversión y el consumo privados han sufrido fuertes retrocesos, y la caída de las importaciones y el aumento de las exportaciones por la depreciación



de la moneda han ayudado a evitar caídas mayores del PIB. Se espera que la cuenta corriente en 2020 entre en superávit y Argentina pueda volver a crecer en 2021. De momento, persisten las vulnerabilidades estructurales que afectan a la economía, principalmente las derivadas del endeudamiento externo en dólares.

Este entorno macroeconómico recesivo afecta negativamente al desarrollo del negocio asegurador, especialmente a las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo. Las dificultades para controlar el tipo de cambio y la inflación (52% interanual en el tercer trimestre de 2019), 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 (73,3%) para apuntalar la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio, por los límites regulatorios impuestos a las entidades aseguradoras en

**Tabla 2.1.10**  
**Argentina: previsiones de crecimiento de primas No Vida**  
**(a/a, %)**

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Pesos: precios corrientes	34,9	26,3	30,5	19,5	17,2	16,4
USD: precios corrientes	-15,6	12,6	-22,3	-30,8	-21,1	-10,0
Pesos: precios constantes	-1,9	2,4	-11,4	-21,4	-13,3	-6,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.



las inversiones en instrumentos de deuda pública a corto plazo.

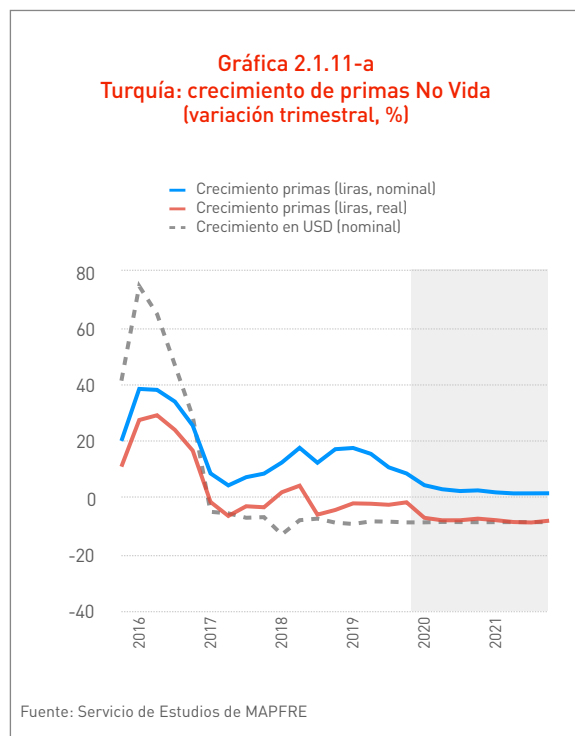
En este contexto, prevemos que la situación del sector asegurador continuará débil, estimándose un crecimiento nominal de las primas de seguros No Vida del 19,5% en 2019 [-21,4% en términos reales], y previéndose un crecimiento nominal en torno al 17,2% en 2020, lo que implicará una caída del -13,3% en términos reales (véanse la Tabla 2.1.10 y Gráfica 2.1.10).

Por otro lado, el entorno de altos tipos de interés podría ser una oportunidad para mantener la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro temporales anuales renovables con vencimientos cortos y renegociación del tipo garantizado en cada vencimiento. Sin embargo, los referidos límites regulatorios impuestos a las entidades aseguradoras en las inversiones en instrumentos de deuda pública a corto plazo dificultan el desarrollo de este tipo de productos.

### 2.1.11 Turquía

En el caso de Turquía, la previsión de crecimiento del PIB en 2020 se sitúa en el entorno del 2,8%, en términos reales, frente al 0,2% estimado para 2019 (3,1% en 2018). De esta forma, las expectativas mejoran, aunque persisten las vulnerabilidades estructurales, principalmente las derivadas del endeudamiento privado externo en dólares. Asimismo, la mejora de la situación está permitiendo relajar parcialmente la dura política monetaria que estaba aplicando el banco central en defensa del tipo de cambio.

Por lo que se refiere al sector asegurador, el entorno de debilidad en el crecimiento económico ha venido afectando de forma negativa al desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo, condicionado también por el sistema de control de precios que se ha



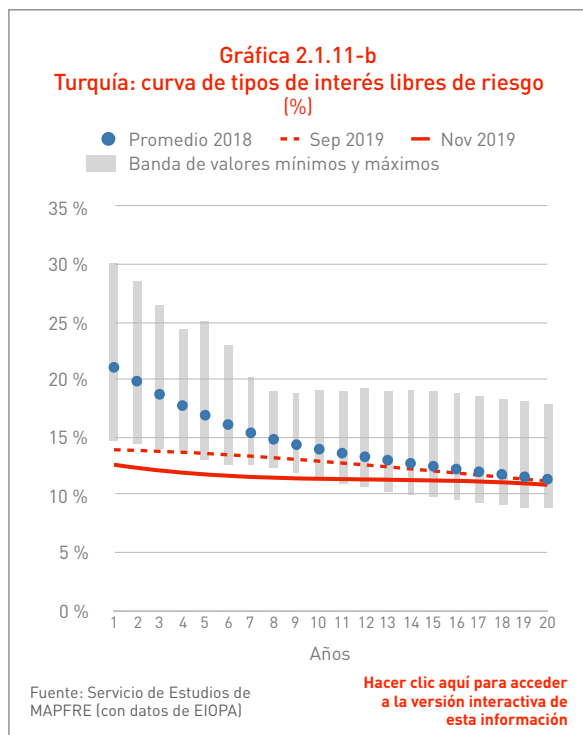
aplicado en el seguro de responsabilidad civil obligatorio de vehículos automóviles. La tasa de inflación se está moderando, pero sigue en niveles altos (10,3% en el último trimestre de 2019) y la moneda ha tenido un mejor comportamiento por las medidas de política monetaria restrictiva adoptadas, pero persiste una cierta tendencia a la depreciación, con el impacto negativo que el deterioro de estos dos indicadores conlleva en el coste de los siniestros de las compañías aseguradoras. Por otra parte, los todavía altos tipos de interés de política monetaria (12% en el último trimestre de 2019) pueden ayudar a compensar parcialmente estos efectos adversos, apuntalando la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio.

En este contexto, prevemos que la situación del sector asegurador continuará debilitándose, con un crecimiento nominal de las primas de

**Tabla 2.1.11**  
**Turquía: previsiones de crecimiento de primas No Vida**  
**(a/a, %)**

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Liras: precios corrientes	25,6	8,6	17,2	8,6	2,7	1,7
USD: precios corrientes	13,1	-10,1	-11,3	-7,8	-0,6	0,4
Liras: precios constantes	16,7	-3,3	-4,2	-1,5	-7,3	-8,0

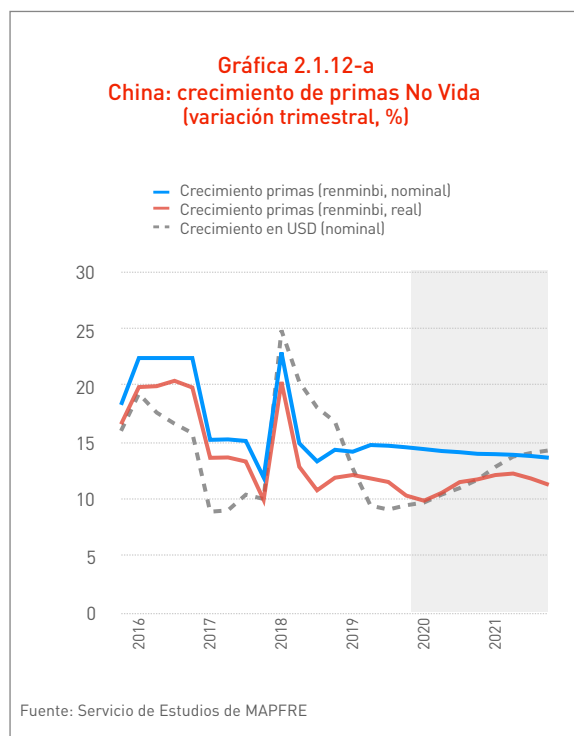
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.



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 5,7% en 2020, en términos reales, frente al crecimiento estimado del 6,1% en 2019 y de 6,6% en 2018, con lo que mantiene la tendencia a una desaceleración controlada de esa economía. Las tensiones comerciales con los Estados Unidos que parecen estar mejorando, pero siguen presentes, la ralentización en el crecimiento del crédito y la desaceleración prevista del crecimiento global, continúan apuntando hacia una caída en el crecimiento real de esa economía que se acentuaría en 2020. El programa de estímulos fiscales llevado a cabo por el gobierno chino ha evitado una

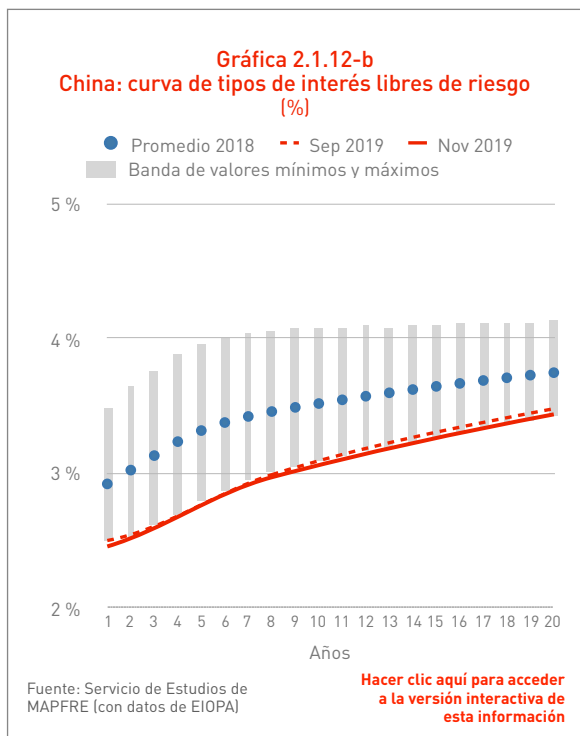


seguros de No Vida estimado para 2019 del 8,6% [-1,5%, en términos reales], y una previsión de crecimiento nominal en torno al 2,7% para 2020, conllevando una caída real del -7,3% en ese año (véanse la Tabla 2.1.11 y la Gráfica 2.1.11-a). Por otro lado, como puede observarse en las curvas de tipos de interés libres de riesgo preparadas por EIOPA para el mercado turco, los tipos de interés a corto plazo se están relajando y la curva se está aplanando (véase la Gráfica 2.1.11-b). En cualquier caso, esta situación en la que se mantiene una ligera inversión de la curva de tipos, es perjudicial para el desarrollo de productos de seguros con garantías a largo plazo en los segmentos de Vida ahorro y rentas vitalicias. Sin embargo, los todavía altos niveles de tipos de interés a corto plazo siguen presentando una oportunidad de negocio para la comercialización de productos de Vida ahorro temporales renovables en plazos cortos,

**Tabla 2.1.12**  
**China: previsiones de crecimiento de primas No Vida (a/a, %)**

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Renminbi: precios corrientes	22,4	11,9	14,3	14,6	14,0	13,6
USD: precios corrientes	15,8	10,0	16,8	9,4	11,7	14,3
Renminbi: precios constantes	19,8	9,9	11,9	10,3	11,7	11,3

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.



desaceleración mayor de la economía, pero de momento las autoridades fiscales y monetarias están más centradas en el control de riesgos y no están aplicando nuevas medidas de estímulo a corto plazo.

A pesar de la ralentización económica, las previsiones de crecimiento continúan siendo positivas para el negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo en China, cuya tasa de penetración se encuentra lejos todavía de los niveles propios de las economías más desarrolladas. En este marco, se estima que las primas de seguros de No Vida crezcan nominalmente en torno 14,6% en 2019 (10,3%, en términos reales), estimándose un crecimiento nominal del 14,0% para 2020, lo que implicaría un crecimiento del 11,7% en términos reales (véanse la Tabla 2.1.12 y la Gráfica 2.1.12-a).

En cuanto a los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12-b) se sigue apreciando que los tipos de interés apenas se han movido en noviembre respecto a la medición de septiembre, tras la caída significativa que experimentaron en 2018 por los estímulos monetarios que se aplicaron para evitar una excesiva ralentización de la economía. Como se observa en la referida Gráfica 2.1.12-b, la curva de tipos de interés mantiene una pendiente positiva, si bien los tipos en todos los vencimientos se encuentran en niveles relativamente bajos, comparados con los alcanzados en 2018, lo cual dificulta la comercialización de nuevos productos para estos segmentos de negocio, aunque las expectativas de que puedan seguir bajando para evitar una mayor ralentización de la economía, con una inflación controlada, podría estimular su desarrollo.

### 2.1.13 Japón

La economía japonesa se desacelerará en 2020, con una previsión de crecimiento del PIB entorno al 0,2%, en términos reales, frente al crecimiento estimado del 0,8% en 2019 (0,8% en 2018). Las exportaciones y la producción industrial se han debilitado afectados por los conflictos comerciales internacionales, por lo que se prevé que la actividad económica siga debilitándose el próximo año, para mejorar en 2021.

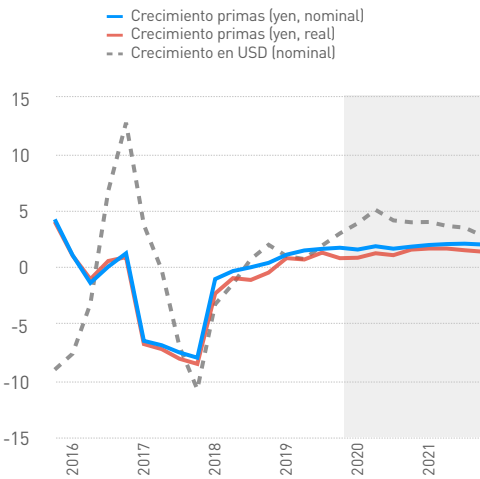
El consumo soporta de momento el crecimiento económico, lo que está ayudando a mantener un crecimiento moderado del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo. De esta forma, los estímulos fiscales que ha aprobado el gobierno japonés para frenar el debilitamiento de la economía pueden contribuir al crecimiento del negocio asegurador el próximo año. En este contexto, se estima que las primas de seguros

**Tabla 2.1.13**  
**Japón: previsiones de crecimiento de primas No Vida**  
(a/a, %)

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Yen: precios corrientes	1,3	-8,0	0,4	1,7	1,8	2,0
USD: precios corrientes	12,8	-10,7	2,0	3,0	4,0	2,8
Yen: precios constantes	0,9	-8,5	-0,4	0,8	1,6	1,4

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.

**Gráfica 2.1.13-a**  
**Japón: crecimiento de primas No Vida**  
**(variación trimestral, %)**



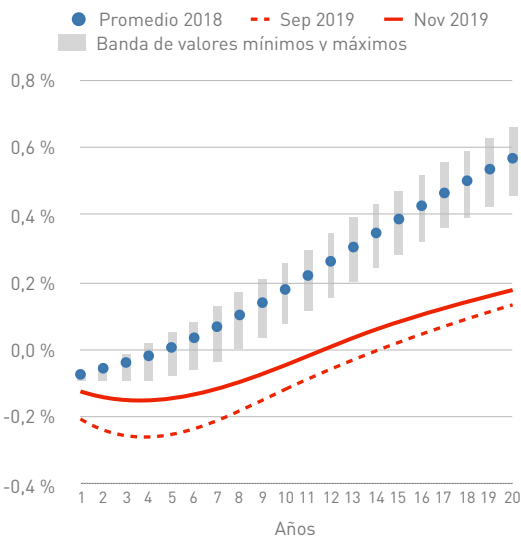
Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

Por otro lado, en las curvas de tipos de interés de EIOPA para el mercado japonés (véase la Gráfica 2.1.13-b), a pesar de una recuperación en la medición de noviembre respecto de la de septiembre, se aprecia que esta presenta valores negativos para vencimientos hasta once años y la prima por plazo a partir de esos vencimientos, lo cual hace muy difícil la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias. De esta forma, el entorno sostenido de bajos tipos de interés continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas del negocio asegurador.

### 2.1.14 Filipinas

La previsión de crecimiento del PIB para la economía filipina se ubica en torno al 6% en 2020, en términos reales, frente al crecimiento estimado del 5,8% en 2019 (6,2% en 2018). El motor del crecimiento proviene de la demanda interna, principalmente del consumo privado, que continúa fuerte, ya que la inversión apenas ha crecido en los últimos trimestres. El banco central ha llevado a cabo una política monetaria acomodaticia a lo largo de 2019, con tres bajadas de tipos de interés, lo que puede ayudar a recuperar el crecimiento de la inversión. No obstante, a pesar de un mejor comportamiento en el tercer trimestre, el déficit comercial sigue mostrando una

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

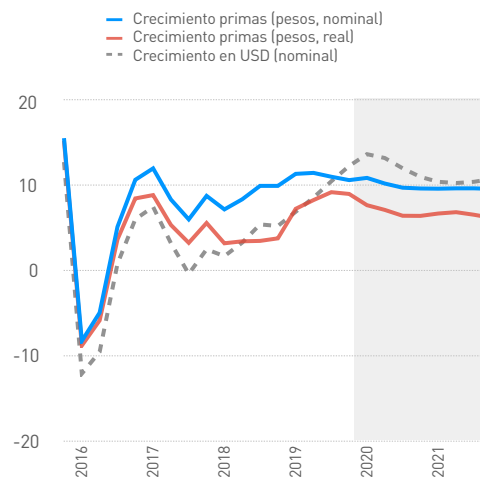


Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de EIOPA)

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

de No Vida crezcan en términos nominales en torno al 1,7% en 2019 (0,8%, en términos reales, similar al crecimiento del PIB), estimándose que en 2020 el crecimiento nominal de las primas No Vida se situará en el entorno del 1,8%, es decir, un 1,6% en términos reales (véanse la Tabla 2.1.13 y la Gráfica 2.1.3-a).

**Gráfica 2.1.14**  
**Filipinas: crecimiento de primas No Vida**  
**(variación trimestral, %)**



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

**Tabla 2.1.14**  
**Filipinas: previsiones de crecimiento de primas No Vida**  
 (a/a, %)

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Pesos: precios corrientes	10,7	8,8	9,9	10,6	9,6	9,6
USD: precios corrientes	6,0	2,5	5,2	12,3	11,0	10,8
Pesos: precios constantes	8,5	5,6	3,8	9,0	6,4	6,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2020.

tendencia a deteriorarse, al ser una economía netamente importadora.

En cualquier caso, el panorama de crecimiento económico en Filipinas 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 ese país. La inflación está controlada, lo cual apoya la rentabilidad de estas líneas de negocio al moderarse el crecimiento del coste de los siniestros de las compañías aseguradoras. En este marco, se estima que las primas de seguros de No Vida en 2019 crecerán, en término nominales, en torno al 10,6% (9,0% en términos reales), estimando un crecimiento nominal para 2020 en el entorno del 9,6%, es decir, de un 6,4% en términos reales (véanse la Tabla 2.1.14 y la Gráfica 2.1.14).

Por otra parte, la relajación de la política monetaria restrictiva que venía aplicando el banco central ha dejado el tipo de interés de referencia de política monetaria en el 4% (desde el 4,75% de principios de año) y la rentabilidad del bono soberano a diez años, que se situaba en el 7% en diciembre de 2018, se estima que puede quedar en niveles en torno al 4,4% a finales de 2019. Este contexto de tipos de interés, con bajadas de tipos que se esperaban y que ya se están materializando, junto con el aplanamiento de la curva de tipos libre de riesgo, podría complicar el ulterior desarrollo de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias en el mercado asegurador filipino.

### 2.1.15 Reaseguro

Las estimaciones de los principales reaseguradores sobre las pérdidas económicas por catástrofes naturales en la primera mitad de 2019 las sitúan alrededor de 40.000 millones

de dólares, de los cuales 15.000 millones se corresponderían con daños asegurados, cifra inferior a los 21.000 millones de dólares del primer semestre de 2018. Los países en desarrollo han sido los más afectados por estos eventos catastróficos en 2019, con un nivel de aseguramiento para este tipo de riesgos que sigue siendo bajo. Cabe destacar que el ciclón Idai, que causó fuertes vientos e inundaciones severas en Mozambique, Malawi, Zimbabwe y Madagascar, ha sido la catástrofe más mortal del periodo analizado.

En lo que concierne a las pérdidas aseguradas, los mayores daños se produjeron por tormentas eléctricas e inundaciones que afectaron a varias regiones del mundo, destacando una temporada de tornados más activa de lo habitual en Estados Unidos, una ola de calor y tormentas eléctricas severas con granizadas violentas en Europa, e inundaciones en Australia.

En la segunda mitad de 2019 se han producido otros fenómenos catastróficos de gran envergadura, entre los que cabe destacar el huracán Dorian, que afectó a Bahamas en el mes de septiembre, y los tifones Faxai y Hagibis, ocurridos en Japón en los meses de septiembre y octubre. El coste estimado para el sector asegurador de estos dos últimos eventos supera los 20.000 millones de dólares.

Respecto a España, a lo largo de 2019 se han producido varios episodios de tempestad ciclónica atípica e importantes inundaciones en los meses de julio, agosto y septiembre. Sobre las inundaciones producidas entre los días 11 y 15 de septiembre principalmente en el sureste de España, el Consorcio de Compensación de Seguros (CCS) ha recibido 63.034 solicitudes de indemnización de asegurados afectados, con un coste estimado de 426 millones de euros. El CCS espera recibir cerca de 65.000 solicitudes

de indemnización, cuyo coste se estima que podría estar en el entorno de 435 millones de euros.

## 2.2 Tendencias regulatorias

### 2.2.1 Tendencias globales

#### El marco armonizado de supervisión de grupos de la IAIS

El 14 de noviembre de 2019, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS) aprobó la reforma del marco armonizado para la supervisión transfronteriza de solvencia de los grupos aseguradores internacionalmente activos (*Internationally Active Insurance Groups*, IAIGs)<sup>5</sup>.

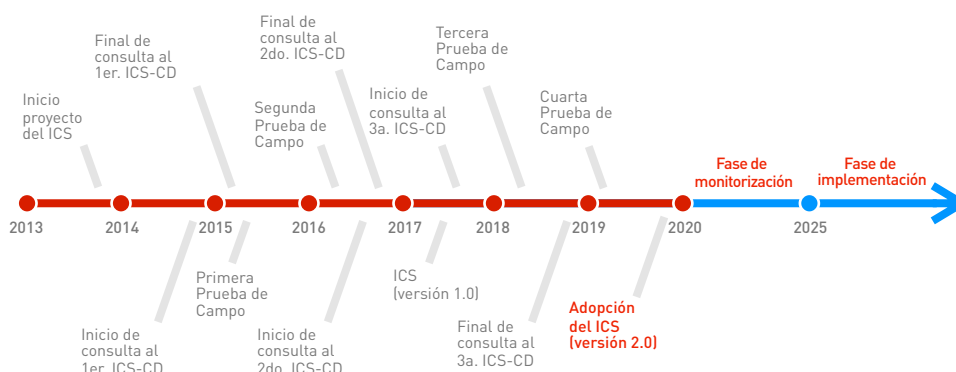
El objetivo de este marco armonizado (*The Common Framework*, ComFrame) es servir de guía y proporcionar un lenguaje común para el proceso de supervisión a las autoridades supervisoras de los distintos países donde operan los IAIGs. El ComFrame contiene una serie de principios centrales (*Insurance Core Principles*, ICPs) aplicables en la supervisión de los IAIGs y un estándar de cálculo de capital para estos grupos aseguradores (*International Capital Standard*, ICS, Versión 2.0). Este estándar será aplicable a los IAIGs que tengan un volumen mínimo de actividad internacional,

conforme a tres criterios: (i) que cuenten con al menos 50.000 millones de dólares de activos o 10.000 millones de dólares de primas; (ii) que realicen actividades en al menos tres jurisdicciones, y (iii) que al menos un 10% de las primas hayan sido suscritas fuera de la jurisdicción de origen.

La implementación de este marco armonizado de supervisión se realizará en dos fases: una primera fase de monitorización de cinco años, que se extenderá a lo largo del período 2020-2025, a la que seguirá una fase de implementación a partir de 2026 (véase la Gráfica 2.2.1). En la fase de monitorización, el cálculo del capital de solvencia mínimo necesario para las IAIGs será utilizado para su discusión en los colegios de supervisores de forma confidencial y no dará lugar a acciones de supervisión basadas en los resultados de la aplicación de este estándar. La información proporcionada por los supervisores en este proceso ayudará a efectuar mejoras adicionales, previas a la implementación del estándar como requisito de capital obligatorio (*Prescribed Capital Requirement*, PCR).

Por último, como parte de las medidas regulatorias y de supervisión orientadas a contribuir a la preservación de la estabilidad financiera global, la IAIS adoptó el denominado "*Holistic Framework*" para la valoración y mitigación del riesgo sistémico, que se implementará desde el comienzo de 2020. Este marco consiste en una serie de medidas reforzadas de política

**Gráfica 2.2.1**  
Avance en el cronograma del proyecto para el ICS de la IAIS



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con información de la IAIS)

supervisora y de poderes de intervención, un ejercicio de control anual por parte de la IAIS, así como una discusión colectiva de los resultados de este ejercicio, de las respuestas adecuadas y de su implementación.

## 2.2.2 Unión Europea

### Solvencia II: revisión del marco normativo prevista para 2020

El calendario previsible para la reforma del marco normativo de Solvencia II dará lugar, a finales de 2020, a la propuesta de reforma elaborada por la Comisión Europea. El consejo técnico preparado por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), que debe remitirlo a la Comisión el próximo mes de junio, servirá de apoyo a la Comisión para su elaboración. Una vez preparada la propuesta de la Comisión, esta deberá someterse al proceso de discusión y aprobación por parte de los colegisladores (Consejo y Parlamento Europeo), por lo que la publicación definitiva de la reforma en el Diario Oficial de la Unión Europea podría demorarse hasta el año 2022.

Cabe destacar que EIOPA lanzó el día 15 de octubre de 2019 la consulta pública previa a la remisión a la Comisión Europea para la elaboración de su consejo técnico definitivo<sup>6</sup>. Las partes interesadas podrán enviar sus comentarios hasta el 15 de enero de 2020. Tras el análisis de las respuestas recibidas y de los datos adicionales recopilados en los próximos meses sobre su impacto cuantitativo, EIOPA elaborará el consejo definitivo a remitir a la Comisión en junio de 2020.

Adicionalmente, EIOPA publicó el 16 de diciembre otro documento que servirá de apoyo a la Comisión Europea para la elaboración de su propuesta de reforma, el cual contiene un análisis de la gestión de activos y pasivos por parte de las entidades aseguradoras, en relación a la liquidez de sus pasivos<sup>7</sup>. Este informe fue solicitado por la Comisión a EIOPA en abril de 2018, con la idea de utilizarlo como un documento adicional técnico para la elaboración de la reforma de 2020 de Solvencia II.

Finalmente, es también de destacar que el 17 de diciembre EIOPA publicó el cuarto informe anual que debe remitir al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión sobre el impacto de

la aplicación de las medidas de garantía a largo plazo y de las medidas sobre el riesgo de renta variable, que tienen por objeto proporcionar información adicional sobre el funcionamiento del marco normativo de Solvencia II, aplicable a las entidades aseguradoras de la Unión Europea y sus grupos, para su futura reforma<sup>8</sup>.

### Stress Test 2019 a los fondos de pensiones de empleo

El pasado 17 diciembre, EIOPA presentó los resultados del estudio del test de estrés a los fondos de pensiones de empleo (*Institutions for Occupational Retirement Provisions*, IORPs), que realiza con una periodicidad bienal. En esta ocasión, se han analizado 176 IORPs de 19 países que cubren más del 60% de los planes de prestación definida (DB) nacionales y el 50% de los planes de contribución definida (DC), por volumen de activos. Es de destacar que en este ejercicio no han participado IORPs de prestación definida o híbridas del Reino Unido, como fue el caso en el anterior ejercicio, los cuales gestionan en torno a 1.600 millardos de euros en activos, aproximadamente la mitad de los activos de los fondos de prestación definida del sistema empleo del actual Espacio Económico Europeo.

El escenario base (o pre-estrés) utiliza los balances de cierre de 2018, reflejando las condiciones actuales del mercado. El escenario adverso simula una caída en los mercados de valores de la Unión Europea (-40% de descenso en media), combinado con una caída en los precios de la renta fija (aumento de rendimientos y de diferenciales) y en otros activos de riesgo.

Las IORP europeas de la muestra con planes de DB/híbridos tienen, a nivel agregado en el escenario base, activos suficientes para cubrir sus compromisos por pensiones con una cobertura del 102% (frente a la insuficiencia del -3% en 2017). El excedente, equivalente al 2% de los activos, ascendía a 19 millardos de euros. En el caso del escenario adverso (estresado), esta cobertura baja al 82% (frente al 79% de 2017), o sea una insuficiencia del 18% sobre compromisos, valorado en 180 millardos de euros, según las metodologías nacionales y de 216 millardos de euros según la metodología común.

En el ejercicio realizado por EIOPA, la situación financiera de los planes de empleo de prestación definida o híbridos se vería fuertemente afectada a corto plazo, lo que provocaría tensiones sustanciales en las empresas promotoras a los pocos años de la crisis y efectos potenciales a largo plazo en los ingresos de jubilación de los beneficiarios a lo largo de décadas (en caso de que los efectos a corto plazo se hicieran permanentes). En este sentido, bajo los supuestos de la metodología común, las insuficiencias en el escenario adverso habrían provocado reducciones en las prestaciones agregadas en torno a 173 millardos de euros y las empresas patrocinadoras tendrían que proporcionar un apoyo financiero de 49 millardos de euros.

Por último, cabe destacar que, por primera vez, este ejercicio cubre también el análisis de la aplicación de factores ESG (medioambientales, sociales y de gobernanza) a las IORPs. El análisis indica en las inversiones de capital de la muestra una elevada huella de carbono, en relación con la economía de la Unión Europea. La mayoría de las IORPs indican que tienen en cuenta los factores ESG, pero menos del 20% de la muestra evalúan actualmente su impacto como parte de la valoración de riesgos y rendimientos.



## Apéndice 1: previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	1,6	2,4	2,9	2,3	1,6	1,7
<b>Eurozona</b>	1,9	2,7	1,9	1,2	1,0	1,3
Alemania	2,1	2,8	1,6	0,6	0,6	1,3
Francia	1,1	2,3	1,7	1,2	1,3	1,3
Italia	1,4	1,8	0,7	0,2	0,3	0,5
España	3,0	2,9	2,4	2,0	1,7	1,5
Reino Unido	1,9	1,9	1,4	1,3	1,0	1,9
Japón	0,6	1,9	0,8	0,8	0,2	0,9
Mercados emergentes	4,6	4,8	4,5	3,9	4,6	4,8
<b>América Latina<sup>1</sup></b>	-0,6	1,2	1,0	0,2	1,8	2,4
México	2,6	2,4	2,1	0,0	0,9	1,8
Brasil	-3,3	1,3	1,3	1,1	2,0	2,3
Argentina	-2,0	2,7	-2,4	-3,0	-1,3	1,3
<b>Emergentes europeos<sup>2</sup></b>	4,8	3,3	6,0	3,6	0,8	2,8
Turquía	3,3	7,4	3,1	0,2	2,8	3,4
<b>Asia Pacífico<sup>3</sup></b>	6,2	6,2	6,0	5,6	5,5	5,5
China	6,7	6,8	6,6	6,1	5,7	5,7
Indonesia	5,0	5,1	5,2	5,0	4,9	5,2
Filipinas	6,9	6,7	6,2	5,8	6,0	5,7
<b>Mundo</b>	3,4	3,8	3,6	3,0	3,1	3,4

	Escenario de Riesgo					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	1,6	2,4	2,9	2,3	1,4	1,2
<b>Eurozona</b>	1,9	2,7	1,9	1,2	-0,2	-0,6
Alemania	2,1	2,8	1,6	0,6	-0,4	-0,6
Francia	1,1	2,3	1,7	1,2	-0,2	-0,5
Italia	1,4	1,8	0,7	0,2	-1,0	-1,2
España	3,0	2,9	2,4	2,0	-0,1	-0,5
Reino Unido	1,9	1,9	1,4	1,3	-0,1	0,6
Japón	0,6	1,9	0,8	0,8	0,0	0,5
Mercados emergentes	4,6	4,8	4,5	3,9	4,3	3,9
<b>América Latina<sup>1</sup></b>	-0,6	1,2	1,0	0,2	0,9	2,0
México	2,6	2,4	2,1	0,0	0,8	1,5
Brasil	-3,3	1,3	1,3	1,1	1,9	2,3
Argentina	-2,0	2,7	-2,4	-3,0	-1,6	0,9
<b>Emergentes europeos<sup>2</sup></b>	4,8	3,3	6,0	3,6	0,7	2,6
Turquía	3,3	7,4	3,1	0,2	2,6	2,8
<b>Asia Pacífico<sup>3</sup></b>	6,2	6,2	6,0	5,6	5,3	4,8
China	6,7	6,8	6,6	6,1	5,5	4,7
Indonesia	5,0	5,1	5,2	5,0	4,8	4,7
Filipinas	6,9	6,7	6,2	5,8	5,8	5,0
<b>Mundo</b>	3,4	3,8	3,6	3,0	2,5	1,4

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

<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: 8 enero 2019.

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

	Escenario Base					
	2016	2017	2018	2019 <sup>(e)</sup>	2020 <sup>(p)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
Estados Unidos	1,8	2,1	2,2	2,0	1,7	2,0
Eurozona	0,7	1,4	1,9	1,0	1,1	1,4
Alemania	1,5	1,4	1,6	1,3	1,4	1,5
Francia	0,5	1,1	1,9	1,1	1,2	1,3
Italia	0,1	0,9	1,4	0,4	0,8	1,1
España	1,0	1,4	1,7	0,5	1,0	1,5
Reino Unido	1,2	3,0	2,3	1,6	1,6	1,6
Japón	0,3	0,6	0,9	0,9	0,3	0,6
Mercados emergentes	4,3	4,3	4,8	4,7	4,7	4,6
América Latina <sup>1</sup>	5,6	6,0	6,2	7,2	5,6	4,9
México	3,2	6,6	4,8	2,9	3,3	3,4
Brasil	7,0	2,8	4,1	2,9	3,7	3,7
Argentina	37,5	23,3	47,4	52,0	35,1	23,9
Emergentes europeos <sup>2</sup>	5,5	5,4	6,2	6,8	8,3	7,4
Turquía	7,6	12,3	22,4	10,3	10,8	10,5
Asia Pacífico <sup>3</sup>	2,6	2,6	3,0	3,0	3,3	2,8
China	2,2	1,8	2,2	3,9	2,0	2,1
Indonesia	3,3	3,5	3,2	3,0	3,2	2,9
Filipinas	2,0	3,0	5,9	1,5	3,0	3,2
Mundo	2,8	3,0	3,3	3,7	3,4	3,2

	Escenario de Riesgo					
	2016	2017	2018	2019 <sup>(e)</sup>	2020 <sup>(p)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
Estados Unidos	1,8	2,1	2,2	2,0	1,6	1,6
Eurozona	0,7	1,4	1,9	1,0	1,0	0,4
Alemania	1,5	1,4	1,6	1,3	1,4	0,8
Francia	0,5	1,1	1,9	1,1	1,2	1,4
Italia	0,1	0,9	1,4	0,4	0,5	-0,1
España	1,0	1,4	1,7	0,5	0,7	0,0
Reino Unido	1,2	3,0	2,3	1,6	1,6	1,2
Japón	0,3	0,6	0,9	0,9	0,3	0,2
Mercados emergentes	4,3	4,3	4,8	4,7	4,6	4,5
América Latina <sup>1</sup>	5,6	6,0	6,2	7,2	5,4	4,6
México	3,2	6,6	4,8	2,9	3,0	3,1
Brasil	7,0	2,8	4,1	2,9	4,4	3,6
Argentina	37,5	23,3	47,4	52,0	35,0	23,2
Emergentes europeos <sup>2</sup>	5,5	5,4	6,2	6,8	8,1	7,2
Turquía	7,6	12,3	22,4	10,3	10,4	9,8
Asia Pacífico <sup>3</sup>	2,6	2,6	3,0	3,0	3,1	3,1
China	2,2	1,8	2,2	3,9	2,1	1,7
Indonesia	3,3	3,5	3,2	3,0	3,3	2,8
Filipinas	2,0	3,0	5,9	1,5	3,2	2,7
Mundo	2,8	3,0	3,3	3,7	2,5	2,0

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

<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: 8 enero 2019.

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

	Escenario Base					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	2,45	2,40	2,69	1,75	1,79	1,95
Eurozona	0,93	1,13	1,17	0,18	0,34	0,75

	Escenario de Riesgo					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	2,45	2,40	2,69	1,75	1,60	1,33
Eurozona	0,93	1,13	1,17	0,18	0,42	0,81

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

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

	Escenario Base					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
USD-EUR	0,95	0,83	0,87	0,92	0,92	0,89
EUR-USD	1,05	1,20	1,15	1,09	1,09	1,13
GBP-USD	1,23	1,35	1,28	1,33	1,35	1,35
USD-JPY	116,80	112,90	110,83	109,00	106,00	105,98
USD-CNY	6,94	6,51	6,88	7,06	7,07	6,92

	Escenario de Riesgo					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
USD-EUR	0,95	0,83	0,87	0,92	0,92	0,89
EUR-USD	1,05	1,20	1,15	1,09	1,09	1,13
GBP-USD	1,23	1,35	1,28	1,33	1,33	1,35
USD-JPY	116,80	112,90	110,83	109,00	105,90	106,21
USD-CNY	6,94	6,51	6,88	7,06	7,02	6,96

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

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

	Escenario Base					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	0,75	1,50	2,50	1,75	1,50	1,50
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	2,59	3,09	3,07	2,53	2,53	2,75

	Escenario de Riesgo					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	0,75	1,50	2,50	1,75	2,25	2,50
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	2,59	3,09	3,07	2,53	2,59	2,21

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



## Apéndice 2: previsiones de crecimiento de primas No Vida

Tabla A-6  
Previsiones de crecimiento de primas No Vida: moneda local y precios corrientes  
(%)

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	3,7	5,2	5,1	2,4	2,2	2,2
Australia	3,7	4,4	3,7	2,4	2,1	1,7
Canadá	3,0	5,1	6,7	2,7	1,9	1,4
Dinamarca	2,8	2,8	4,6	1,4	1,0	0,9
Japón	1,3	-8,0	0,4	1,7	1,8	2,0
Reino Unido	-5,0	6,8	3,0	1,5	1,3	1,2
Promedio Otros Mercados Desarrollados	1,2	2,2	3,7	2,0	1,6	1,4
Francia	1,1	1,0	2,0	1,6	2,0	2,0
Alemania	1,8	6,5	2,8	2,4	2,0	2,0
Italia	-0,2	1,2	2,3	1,8	1,2	1,3
Holanda	-2,7	2,5	1,8	2,5	2,4	2,5
Portugal	5,8	7,0	7,3	1,7	1,4	1,6
España	4,5	3,8	4,1	2,8	2,0	2,5
Promedio Eurozona	0,9	3,6	2,6	2,2	2,0	2,1
Polonia	13,1	15,7	6,7	16,0	13,9	12,6
Rusia	7,9	-2,0	8,5	21,3	19,1	17,8
Turquía	25,6	8,6	17,2	8,6	2,7	1,7
República Checa	-3,7	4,2	6,6	13,9	12,5	11,7
Hungría	12,7	13,6	10,5	18,7	15,2	13,2
Arabia Saudita	1,0	-1,2	-2,9	5,9	7,1	8,1
Suráfrica	-9,2	17,8	4,8	-0,4	3,6	6,9
Promedio EEMEA*	6,8	8,1	7,3	12,0	10,6	10,3
Argentina	34,9	26,3	30,5	19,5	17,2	16,4
Brasil	2,7	2,3	5,1	5,1	7,0	7,8
Chile	6,0	4,8	9,5	8,2	8,7	7,5
Colombia	7,8	7,2	6,6	9,2	9,9	11,6
Ecuador	-7,2	-0,8	1,2	9,8	11,2	11,2
México	11,5	15,4	4,3	10,6	9,0	9,2
Perú	0,6	-2,3	10,3	10,1	10,4	10,5
Uruguay	2,5	9,7	5,6	10,7	10,6	10,4
Promedio América Latina	7,4	7,8	9,1	10,4	10,5	10,6
China	22,4	11,9	14,3	14,6	14,0	13,6
Hong Kong	0,3	3,6	6,3	7,3	9,2	9,5
Filipinas	10,7	8,8	9,9	10,6	9,6	9,6
Corea del Sur	5,3	4,6	3,1	8,1	9,9	9,8
Tailandia	2,1	4,0	6,6	9,1	10,0	9,8
Indonesia	4,5	3,3	8,8	9,1	10,5	9,9
Total Asia Emergente (ex-China)	4,6	4,9	6,9	8,8	9,8	9,7
Promedio general	5,8	6,3	7,1	8,6	8,3	8,2

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

\* Para efectos de este análisis: Polonia, Rusia, Turquía, República Checa, Hungría, Arabia Saudita y Sudáfrica.

**Tabla A-7**  
**Previsiones de crecimiento de primas No Vida: moneda local y precios constantes**  
**(%)**

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	1,9	3,0	2,8	0,4	0,5	0,1
Australia	2,2	2,4	1,9	0,6	0,4	-0,3
Canadá	1,5	3,2	4,5	0,6	0,1	-0,7
Dinamarca	2,4	1,5	3,7	0,6	0,3	-0,2
Japón	0,9	-8,5	-0,4	0,8	1,6	1,4
Reino Unido	-6,1	3,7	0,7	-0,0	-0,3	-0,4
Promedio Otros Mercados Desarrollados	0,2	0,5	2,1	0,5	0,4	-0,0
Francia	0,6	-0,2	0,1	0,5	0,7	0,6
Alemania	0,8	5,0	0,8	1,1	0,6	0,5
Italia	-0,3	0,3	0,9	1,3	0,4	0,2
Holanda	-3,3	1,2	-0,2	1,4	1,6	1,1
Portugal	5,0	5,5	6,5	1,4	0,6	0,2
España	3,5	2,3	2,3	2,2	1,0	1,0
Promedio Eurozona	0,2	2,3	0,7	0,8	0,8	0,6
Polonia	12,8	13,1	5,1	13,0	10,9	9,8
Rusia	0,8	-4,6	4,2	17,9	14,9	13,6
Turquía	16,7	-3,3	-4,2	-1,5	-7,3	-8,0
República Checa	-5,1	1,6	4,4	11,6	10,4	9,5
Hungría	11,3	11,1	7,1	14,7	11,7	9,6
Arabia Saudita	-2,2	-7,3	-7,4	2,9	3,6	4,5
Suráfrica	-9,2	17,8	4,8	-0,4	3,6	6,9
Promedio EEMEA*	3,6	4,0	2,0	8,3	6,8	6,6
Argentina	-1,9	2,4	-11,4	-21,4	-13,3	-6,0
Brasil	-4,1	-0,5	0,9	2,2	3,1	4,0
Chile	3,1	2,7	6,9	5,6	5,7	4,4
Colombia	0,3	2,8	3,3	5,5	5,9	7,9
Ecuador	-8,8	-1,2	1,4	9,5	10,4	10,2
México	8,0	8,3	-0,5	7,4	5,5	5,6
Perú	-2,9	-4,9	8,8	7,7	8,2	7,9
Uruguay	-6,5	3,3	-1,9	2,8	3,1	3,6
Promedio América Latina	-1,6	1,6	1,0	2,4	3,6	4,7
China	19,8	9,9	11,9	10,3	11,7	11,3
Hong Kong	-0,9	1,9	3,6	4,0	7,3	7,4
Filipinas	8,5	5,6	3,8	9,0	6,4	6,2
Corea del Sur	3,8	3,1	1,3	8,0	8,5	7,7
Tailandia	1,4	3,1	5,7	8,5	8,8	8,4
Indonesia	1,1	-0,2	5,5	5,8	7,0	6,7
Promedio Asia Emergente (ex-China)	2,8	2,7	4,0	7,1	7,6	7,3
Promedio general	1,8	2,6	2,4	4,5	4,6	4,7

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

\* Para efectos de este análisis: Polonia, Rusia, Turquía, República Checa, Hungría, Arabia Saudita y Sudáfrica.

**Tabla A-8**  
**Previsiones de crecimiento de primas No Vida: USD (precios corrientes)**  
**(%)**

	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	3,7	5,2	5,1	2,4	2,2	2,2
Australia	2,7	7,6	1,1	-4,9	0,0	2,8
Canadá	-0,7	7,4	6,8	0,2	3,1	3,0
Dinamarca	2,7	4,8	9,3	-4,3	-1,3	2,8
Japón	12,8	-10,7	2,0	3,0	4,0	2,8
Reino Unido	-16,1	2,0	6,7	-3,2	5,3	2,4
Total Otros Mercados Desarrollados	-1,1	-0,7	4,5	-0,8	3,5	2,7
Francia	0,8	2,9	6,7	-4,1	-0,4	3,8
Alemania	1,5	8,5	7,7	-3,3	-0,4	3,8
Italia	-0,4	3,2	7,1	-3,9	-1,2	3,0
Holanda	-3,0	4,5	6,6	-3,2	0,1	4,3
Portugal	5,5	9,1	12,4	-3,9	-0,9	3,4
España	4,2	5,8	8,9	-2,9	-0,4	4,3
Total Eurozona	0,6	5,6	7,4	-3,5	-0,4	3,9
Polonia	8,1	20,9	11,6	8,3	12,6	16,0
Rusia	-1,9	12,7	1,0	17,3	19,2	20,2
Turquía	13,1	-10,1	-11,3	-7,8	-0,6	0,4
República Checa	-3,1	9,0	14,7	7,4	11,5	16,1
Hungría	11,8	16,5	12,3	9,8	9,0	15,3
Arabia Saudita	1,0	-1,2	-2,9	5,9	7,1	8,1
Suráfrica	-9,2	17,8	4,8	-0,4	3,6	6,9
Total EEMEA*	1,8	7,8	2,1	6,7	10,6	13,2
Argentina	-15,6	12,6	-22,3	-30,8	-21,1	-10,0
Brasil	-1,8	11,6	-8,2	-2,7	1,0	11,1
Chile	2,4	9,3	10,8	-2,0	-4,1	12,3
Colombia	-9,5	5,3	7,9	2,1	2,8	13,2
Ecuador	-7,2	-0,8	1,2	9,8	11,2	11,2
México	-5,3	14,1	2,6	10,0	8,7	8,7
Perú	-7,0	-2,2	11,2	8,6	9,4	10,1
Uruguay	-9,1	9,2	3,0	-1,2	-0,9	3,4
Total América Latina	-6,8	10,9	-5,6	-3,9	0,3	8,4
China	15,8	10,0	16,8	9,4	11,7	14,3
Hong Kong	0,2	3,2	5,7	7,3	9,5	10,1
Filipinas	6,0	2,5	5,2	12,3	11,0	10,8
Corea del Sur	2,6	7,4	6,0	1,3	5,7	12,1
Tailandia	-1,0	8,2	11,9	13,6	11,7	8,3
Indonesia	3,7	6,0	10,5	0,9	4,5	12,0
Total Asia Emergente (ex-China)	3,2	6,3	9,3	1,4	5,1	11,9
Mundo	3,0	5,2	6,8	1,5	3,7	6,0

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE  
 Fecha de cierre de previsiones: 8 enero 2019.

\* Para efectos de este análisis: Polonia, Rusia, Turquía, República Checa, Hungría, Arabia Saudita y Sudáfrica.





# Índice de tablas, gráficas y recuadros

## Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos . . . . .	39
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos . . . . .	41
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos . . . . .	44
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos . . . . .	46
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	48
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos . . . . .	50
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos . . . . .	52
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos . . . . .	54
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos . . . . .	56
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos . . . . .	58
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos . . . . .	60
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos . . . . .	62
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	64
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos . . . . .	66
Tabla 2.1.1	Mercados globales: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	69
Tabla 2.1.2	Eurozona: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	70
Tabla 2.1.3	Alemania: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	71
Tabla 2.1.4	Italia: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	72
Tabla 2.1.5	España: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	72
Tabla 2.1.6	Reino Unido: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	73
Tabla 2.1.7	Estados Unidos: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	74
Tabla 2.1.8	Brasil: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	76
Tabla 2.1.9	México: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	77
Tabla 2.1.10	Argentina: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	78
Tabla 2.1.11	Turquía: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	79
Tabla 2.1.12	China: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	80
Tabla 2.1.13	Japón: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	81
Tabla 2.1.14	Filipinas: previsiones de crecimiento de primas No Vida . . . . .	83
Tabla A-1	Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto (PIB) . . . . .	87
Tabla A-2	Escenarios Base y de Riesgo: inflación . . . . .	88
Tabla A-3	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años . . . . .	89
Tabla A-4	Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio . . . . .	89
Tabla A-5	Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia . . . . .	89
Tabla A-6	Previsiones de crecimiento de primas No Vida: moneda local y precios corrientes . . . . .	91
Tabla A-7	Previsiones de crecimiento de primas No Vida: moneda local y precios constantes . . . . .	92
Tabla A-8	Previsiones de crecimiento de primas No Vida: USD (precios corrientes) . . . . .	93

## Gráficas

Gráfica 1.1-a	Global: PMIs, 2016-2019 . . . . .	15
Gráfica 1.1-b	Global: comercio y producción industrial, 2016-2019 . . . . .	15
Gráfica 1.1-c	Vulnerabilidades y riesgos globales . . . . .	38
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	39
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	39
Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: PMIs, 2017-2019 . . . . .	40

Gráfica 1.2.1-d	Estados Unidos: ISM, 2017-2019 . . . . .	40
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	41
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	41
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: PMIs, 2017-2019 . . . . .	42
Gráfica 1.2.2-d	Eurozona: índice ZEW de expectativas de crecimiento, 2017-2019 . . . . .	42
Gráfica 1.2.3-a	España: PMIs, 2017-2019 . . . . .	43
Gráfica 1.2.3-b	España: tasa de desempleo, 2017-2019 . . . . .	43
Gráfica 1.2.3-c	España: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	44
Gráfica 1.2.3-d	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	44
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: PMIs, 2017-2019 . . . . .	45
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: índice ZEW de expectativas de crecimiento y situación actual, 2017-2019 . . . . .	45
Gráfica 1.2.4-c	Alemania: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	46
Gráfica 1.2.4-d	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	46
Gráfica 1.2.5-a	Italia: comparación de la prima de riesgo . . . . .	47
Gráfica 1.2.5-b	Italia: Eurobarómetro, valoración de pertenencia a la Unión Europea . . . . .	47
Gráfica 1.2.5-c	Italia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	48
Gráfica 1.2.5-d	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	48
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: PMIs, 2017-2019 . . . . .	49
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: tipo de cambio, 2016-2019 . . . . .	49
Gráfica 1.2.6-c	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	50
Gráfica 1.2.6-d	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	50
Gráfica 1.2.7-a	Japón: PMIs, 2017-2019 . . . . .	51
Gráfica 1.2.7-b	Japón: activos del banco central, 2009-2019 . . . . .	51
Gráfica 1.2.7-c	Japón: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	52
Gráfica 1.2.7-d	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	52
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	54
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	54
Gráfica 1.2.8-c	Turquía: inflación y tipos de interés, 2016-2019 . . . . .	55
Gráfica 1.2.8-d	Turquía: tipo de cambio, 2016-2019 . . . . .	55
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	56
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	56
Gráfica 1.2.9-c	México: PMI Manufacturas, 2016-2019 . . . . .	57
Gráfica 1.2.9-d	México: inflación y tipos de interés, 2016-2019 . . . . .	57
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	58
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	58
Gráfica 1.2.10-c	Brasil: balance en cuenta corriente, 2016-2019 . . . . .	59
Gráfica 1.2.10-d	Brasil: inflación, 2016-2019 . . . . .	59
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	60
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	60
Gráfica 1.2.11-c	Argentina: inflación y tipos de interés, 2016-2019 . . . . .	61
Gráfica 1.2.11-d	Argentina: tipo de cambio, 2016-2019 . . . . .	61
Gráfica 1.2.12-a	China: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	62
Gráfica 1.2.12-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	62
Gráfica 1.2.12-c	China: tipos de interés, 2016-2019 . . . . .	63
Gráfica 1.2.12-d	China: tipo de cambio, 2016-2019 . . . . .	63
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	64
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	64
Gráfica 1.2.13-c	Indonesia: tipos de interés, 2016-2019 . . . . .	65
Gráfica 1.2.13-d	Indonesia: índice de condiciones financieras, 2016-2019 . . . . .	65
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB, 2015-2019 . . . . .	66
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2015-2019 . . . . .	66
Gráfica 1.2.14-c	Filipinas: PMI Manufacturas, 2016-2019 . . . . .	67
Gráfica 1.2.14-d	Filipinas: inflación y tipos de interés, 2016-2019 . . . . .	67
Gráfica 2.1.1	Mercados globales: crecimiento de primas No Vida . . . . .	69

Gráfica 2.1.2-a	Eurozona: crecimiento de primas No Vida . . . . .	70
Gráfica 2.1.2-b	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	70
Gráfica 2.1.3	Alemania: crecimiento de primas No Vida . . . . .	71
Gráfica 2.1.4	Italia: crecimiento de primas No Vida . . . . .	72
Gráfica 2.1.5	España: crecimiento de primas No Vida . . . . .	73
Gráfica 2.1.6-a	Reino Unido: crecimiento de primas No Vida . . . . .	73
Gráfica 2.1.6-b	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	74
Gráfica 2.1.7-a	Estados Unidos: crecimiento de primas No Vida . . . . .	75
Gráfica 2.1.7-b	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	75
Gráfica 2.1.8-a	Brasil: crecimiento de primas No Vida . . . . .	76
Gráfica 2.1.8-b	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	76
Gráfica 2.1.9-a	México: crecimiento de primas No Vida . . . . .	77
Gráfica 2.1.9-b	México: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	77
Gráfica 2.1.10	Argentina: crecimiento de primas No Vida . . . . .	78
Gráfica 2.1.11-a	Turquía: crecimiento de primas No Vida . . . . .	79
Gráfica 2.1.11-b	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	80
Gráfica 2.1.12-a	China: crecimiento de primas No Vida . . . . .	80
Gráfica 2.1.12-b	China: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	81
Gráfica 2.1.13-a	Japón: crecimiento de primas No Vida . . . . .	82
Gráfica 2.1.13-b	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	82
Gráfica 2.1.14	Filipinas: crecimiento de primas No Vida . . . . .	82
Gráfica 2.2.1	Avance en el cronograma del proyecto para el ICS de la IAIS . . . . .	84

## Recuadros

Recuadro 1.1-a	Política económica y ciclo global . . . . .	16
Recuadro 1.1-b	El debate de política económica actual: el caso de la Eurozona . . . . .	23
Recuadro 1.1-c	Ahorro en América Latina . . . . .	27
Recuadro 1.1-d	Demografía y ahorro: el concepto del <i>Ahorro Modigliani</i> . . . . .	35



## Referencias

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

2/ En este escenario de riesgo, los agentes económicos se verían directamente afectados por los resultados de las políticas y la incertidumbre sobre temas como el aumento de las barreras comerciales, la reducción de los acuerdos de libre comercio y la incapacidad de coordinar las respuestas multilaterales a cuestiones como la migración, el cambio climático y las crisis de seguridad internacional. Un escenario de este tipo nos colocaría en una realidad en la que los agentes tengan que adaptarse de manera perpetua a reacciones proteccionistas y restricciones arbitrarias en la cadena de suministro o acceso al mercado impuestas por políticas radicales que buscan respuestas inmediatas sin considerar los efectos de largo plazo.

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

4/ Las características técnicas del modelo para las previsiones del crecimiento de primas que se incluyen en esta sección pueden consultarse en: Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Previsiones de crecimiento de mercados aseguradores: No Vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.

5/ <https://www.iaisweb.org/page/news/press-releases//file/87183/media-release-iais-adopts-first-global-frameworks-for-supervision-of-internationally-active-insurance-groups-and-mitigation-of-systemic-risk-in-the-insurance-sector>

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

7/ [https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/EIOPA\\_Report\\_on\\_insurers\\_asset\\_and\\_liability\\_management\\_Dec2019.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/EIOPA_Report_on_insurers_asset_and_liability_management_Dec2019.pdf)

8/ <https://eiopa.europa.eu/Pages/News/EIOPA-publishes-its-fourth-annual-analysis-on-the-use-and-impact-of-long-term-guarantees-measures-and-measures-on-eq-ri.aspx>



## Otros informes del Servicio de Estudios de MAPFRE

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Previsiones de crecimiento de mercados aseguradores: No Vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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





## **AVISO**

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

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

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

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



Fundación  
**MAPFRE**

[www.fundacionmapfre.org](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