



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO  
Y SECTORIAL 2020:  
PERSPECTIVAS HACIA  
EL CUARTO TRIMESTRE

**MAPFRE** Σconomics



**Panorama económico  
y sectorial 2020:  
perspectivas hacia el  
cuarto trimestre**

Este estudio ha sido elaborado por MAPFRE Economics.  
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:

MAPFRE Economics (2020), *Panorama económico y sectorial 2020: perspectivas  
hacia el cuarto trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

MAPFRE Economics - [mapfre.economics@mapfre.com](mailto:mapfre.economics@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)

Octubre, 2020.

## MAPFRE Economics

### **Manuel Aguilera Verduzco**

Director General

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

### **Gonzalo de Cadenas Santiago**

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

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

### **Ricardo González García**

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

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

### **José Brito Correia**

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

### **Begoña González García**

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

### **Isabel Carrasco Carrascal**

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

### **Fernando Mateo Calle**

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

### **Rafael Izquierdo Carrasco**

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

### **Eduardo García Castro**

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



# Contenido

<b>Resumen ejecutivo</b> .....	9
<b>1. Panorama económico</b>	
1.1 El panorama económico global .....	13
1.1.1 El Covid-19 y la crisis global: actualización .....	13
1.1.2 Balance de riesgos .....	32
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas .....	34
1.2.1 Estados Unidos .....	34
1.2.2 Eurozona .....	37
1.2.3 España .....	39
1.2.4 Alemania .....	41
1.2.5 Italia .....	43
1.2.6 Reino Unido .....	45
1.2.7 Japón .....	47
1.2.8 Turquía .....	50
1.2.9 México .....	52
1.2.10 Brasil .....	54
1.2.11 Argentina .....	56
1.2.12 China .....	58
1.2.13 Indonesia .....	60
1.2.14 Filipinas .....	62

<b>2. Panorama sectorial</b>	
2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización .....	65
2.1.1 Mercados globales .....	65
2.1.2 Eurozona .....	65
2.1.3 Alemania .....	67
2.1.4 Italia .....	67
2.1.5 España .....	68
2.1.6 Reino Unido .....	68
2.1.7 Estados Unidos .....	69
2.1.8 Brasil .....	70
2.1.9 México .....	71
2.1.10 Argentina .....	72
2.1.11 Turquía .....	72
2.1.12 China .....	73
2.1.13 Japón .....	74
2.1.14 Filipinas .....	75
2.2 Tendencias regulatorias .....	75
<b>Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas</b> .....	77
<b>Índice de gráficas, tablas y recuadros</b> .....	81
<b>Referencias</b> .....	85





# Resumen ejecutivo

## Panorama económico y sectorial 2020: perspectivas hacia el cuarto trimestre

### Panorama económico

En un contexto de abrupta caída en la dinámica de la actividad global activada por un *shock* totalmente diferente a los que habían producido las más recientes crisis económicas, nos encontramos ahora en la fase de estabilización y eventual recuperación. No obstante, esta será lenta y llena de riesgos a la baja que se exacerbarán por la propia dinámica de la pandemia del Covid-19. En este marco, hemos revisado nuestras previsiones de crecimiento económico para 2020, considerando, por una parte, los efectos positivos de la acción de las políticas monetaria y fiscal y, por la otra, la relativa menor astringencia de la política sanitaria. A pesar de ello, no debe dejar de tomarse en cuenta la resiliencia del virus y la escasa preparación de muchas economías, lo que podría hacer que la mejora en la dinámica de la actividad económica global sea transitoria y que la atonía se traslade hacia final de año e inicios de 2021. Por ese motivo, hemos revisado al alza las previsiones de este año, pero con un cierto deterioro en las del próximo que será más tenue y asimétrico a escala global.

El crecimiento global para 2020 se prevé en el entorno de -4,4% durante el 2020 y 5,2% durante el 2021. Es previsible que prácticamente todas las

economías del orbe (a excepción de China) registren una caída en su producto interior bruto. Asimismo, países emergentes y desarrollados verán los niveles de apalancamiento soberano alcanzar niveles hasta ahora rara vez alcanzados (por encima del 120% del PIB en 2021), a causa del ingente déficit necesario para paliar las consecuencias de la pandemia. Así, el espacio fiscal para un mayor impulso fiscal parece agotado.

La política monetaria, pro su parte, ha sido la clave para estabilizar los mercados y la economía real al inicio de la crisis, pero actualmente centra sus esfuerzos en garantizar las expectativas y la liquidez a fin de contener el fuerte repunte de la aversión al riesgo global. Precisamente este último, exacerbado por las vulnerabilidades de cada economía, está produciendo problemas de estabilidad en la balanza de pagos, ya sea por déficit soberano abultado o por una fuerte corrección de flujos de cartera con efectos inmediatos sobre la cuenta corriente, el tipo de cambio y las reservas de muchas economías emergentes. En definitiva, el mundo se enfrenta a una crisis sin precedentes, con enormes retos para salir de ella y, en todo caso, con una recuperación que, además de lenta y frágil, nos conducirá a una nueva normalidad que plantea desafíos que las sociedades deberán enfrentar.

## Panorama sectorial

Como resultado de la pandemia del Covid-19, la economía mundial está sufriendo una contracción abrupta sin precedentes, aunque mejoran ligeramente las previsiones en cuanto al fuerte retroceso económico estimado para el año 2020. Sin embargo, la recuperación prevista será más lenta, sujeta a gran incertidumbre a consecuencia de los rebrotes de la enfermedad, desigual por países y por sectores de actividad, haciendo que el sector asegurador resulte afectado de forma negativa, pero en menor medida que otros sectores más vulnerables a los riesgos de la crisis sanitaria provocada por la pandemia.

A diferencia de otras crisis económicas, las medidas que están adoptando las autoridades monetarias y los gobiernos a nivel mundial tampoco tienen precedentes. La rápida intervención de los bancos centrales de las principales economías, han conseguido estabilizar los mercados financieros (en los que el sector asegurador es uno de los grandes inversores institucionales), con las medidas de expansión cuantitativa aplicadas a través de amplios programas de adquisición de activos. Al mismo tiempo, están aplicando políticas monetarias acomodaticias en apoyo de la economía real, con bajadas de tipos de interés, acompañadas de paquetes de medidas de expansión fiscal de los gobiernos, en función de las posibilidades de cada país, entre las que se aprecian diferencias significativas por el menor espacio inicial de maniobra de los países emergentes y de algunos países desarrollados. Todas estas medidas resultarán de gran ayuda al sector asegurador, que depende en gran medida del desempeño ciclo económico y del buen funcionamiento de los mercados financieros, aunque el entorno de bajos tipos de interés que se va a prolongar por largo tiempo impactará de forma negativa en sus balances, en su rentabilidad y en el desarrollo del negocio de los productos de Vida ahorro.

En España, el comportamiento del negocio asegurador en los ocho primeros meses de 2020 continúa mostrando pautas muy similares a las

de las últimas crisis económicas, con una caída pronunciada en el negocio de autos y un retroceso de los multirriesgos del comercio. El segmento más afectado sigue siendo el negocio de Vida ahorro, que ya venía sufriendo con anterioridad a la crisis derivada de la pandemia. Los seguros de salud, sin embargo, se comportan de forma anticíclica y continúan creciendo, ayudados por la propia naturaleza sanitaria de la presente crisis. Los seguros del hogar y comunidades, por su parte, solo se desaceleran, mostrándose resistentes, y sufren otras líneas de negocio de menor peso como los seguros de asistencia en viaje, con fuertes retrocesos.

Por último, en el ámbito supervisor, es de destacar que el pasado 4 de septiembre, el Comité Conjunto de las Autoridades Europeas de Supervisión de banca, valores y seguros (EBA, ESMA y EIOPA) publicó su informe sobre riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero en la Unión Europea de 2020. El informe pone de relieve que el brote de coronavirus ha traído consigo importantes interrupciones sociales y retos para la economía que tendrán un impacto inevitable en el sector financiero, concretando los problemas a los que se enfrentarán la banca, los fondos de inversión, las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones. La intervención de los bancos centrales, así como los mensajes de las autoridades fiscales de un amplio rango de medidas de apoyo a la economía, tanto a nivel nacional como de la Unión Europea, ha devuelto estabilidad a los mercados financieros, que sufrieron durante los meses de febrero y marzo una de las caídas más rápidas de la historia moderna. En parte, esta caída estuvo motivada por el rápido movimiento de los inversores hacia la liquidez ("*dash for cash*").

Sin embargo, la prolongación del entorno de bajos tipos de interés por más tiempo supone un reto para la rentabilidad de la banca, para las compañías aseguradoras de Vida y para los fondos de pensiones. Apunta también el informe que, desde el mes de mayo, los inversores han empezado a diferenciar entre emisores y clases de activos, en un entorno de deterioro de los fundamentales económicos, en el que las

preocupaciones sobre el riesgo de crédito empiezan a materializarse. Pone igualmente de relieve que los bancos europeos partían antes de la crisis de una fuerte posición de capital, pero advierte que la dispersión en las posiciones de solvencia individuales permanece alto y algunos bancos que entraron en la crisis con menores niveles de capital y mayores exposiciones de riesgo pueden enfrentarse a importantes retos. En cuanto a las entidades aseguradoras, el informe pone también de relieve su razonable posición de solvencia antes del shock provocado por la pandemia, con un ratio de solvencia agregado del 213% al cierre de 2019. No obstante, los bajos tipos de interés libres de riesgo, las mayores primas de riesgo ("*double-hit scenario*"), el deterioro crediticio de los activos y la incertidumbre económica pueden tener un impacto negativo en su solvencia y en su rentabilidad en el medio y largo plazo.



# 1. Panorama económico

## 1.1 El panorama económico global

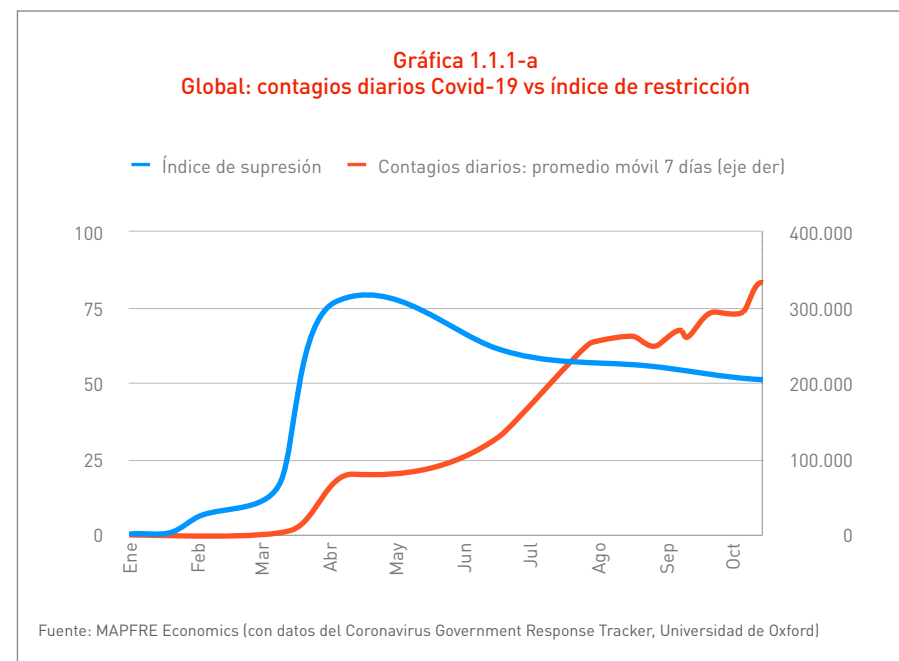
### 1.1.1 El Covid-19 y la crisis global: actualización

Nueve meses después de que fuera identificada como tal, la pandemia del Covid-19 ha demostrado ser ese disruptivo evento de cola que se temía pudiera llegar a ser<sup>1</sup>. La aparición de este «cisne negro» ha generado un *shock* sin precedentes en la economía global que se ha traducido en una abrupta caída en los niveles de actividad, el cual se ha caracterizado por ser totalmente diferente por su naturaleza *exógena, global e incierta*.

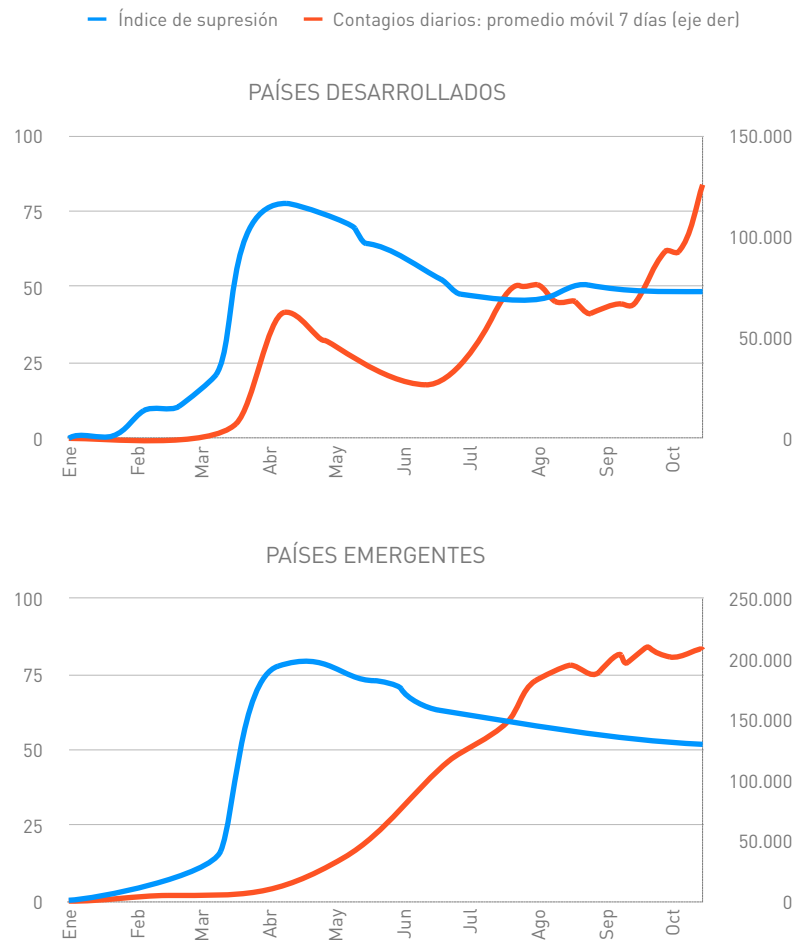
#### **Shock exógeno**

En primer término, se trata de un *shock exógeno* y auto infringido por derivarse de decisiones y medidas preeminentemente sanitarias (confinamiento y distanciamiento social) que han llevado a la dislocación de la actividad a través de las restricciones a la interacción social tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes (véanse las Gráficas 1.1.1-a, 1.1.1-b y 1.1.1-c). Este *shock* tendrá efectos de diferente orden. En una primera instancia, efectos directos sobre la oferta y la demanda que han conducido al colapso de la actividad y de las expectativas (por incertidumbre). En un segundo orden, y en función de la extensión en el tiempo que finalmente adopten las medidas de contención social, estas medidas producirán deterioros de la renta de los agentes, creciente

pesimismo sectorial y de los consumidores, y ambos enfrentando crecientes problemas de liquidez. Y, finalmente, los efectos de tercer orden de este *shock* se sitúan en el largo plazo, en la normalidad que se impondrá con la recuperación incompleta que se avista y que se podrán

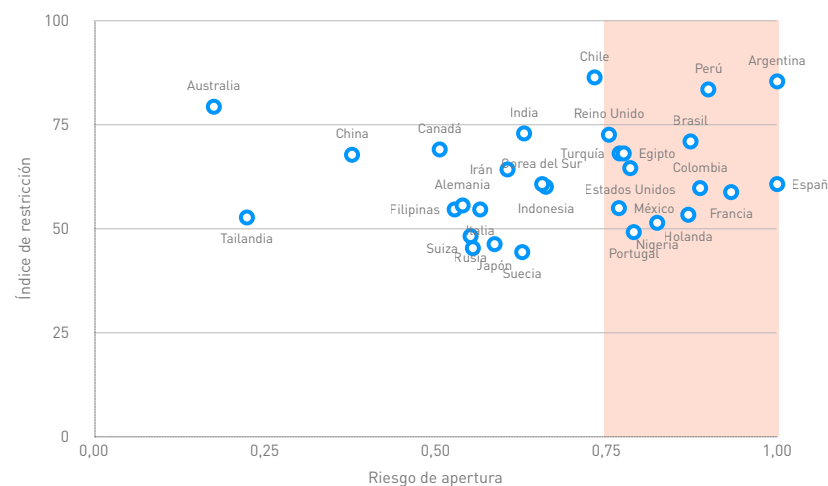


**Gráfica 1.1.1-b**  
**Desarrollados y emergentes: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford)

**Gráfica 1.1.1-c**  
**Países seleccionados: índice de restricción vs riesgo de apertura**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford)

traducir en problemas de solvencia soberana y financiera, distorsiones en el precio de los activos, reducción de la capacidad de crecimiento a largo plazo (menor capital físico, humano y productividad) y elevada deuda pública, entre otros aspectos.

**Shock global**

En segundo lugar, se trata de un *shock global* que supondrá una reducción del PIB en el 90% de las economías del mundo (véase la Gráfica 1.1.1-d y la Tabla A-1 del apéndice de este informe). Los efectos serán asimétricos, condicionados por la estructura productiva de cada país, y por las vulnerabilidades económicas y sanitarias de cada sistema. En términos de

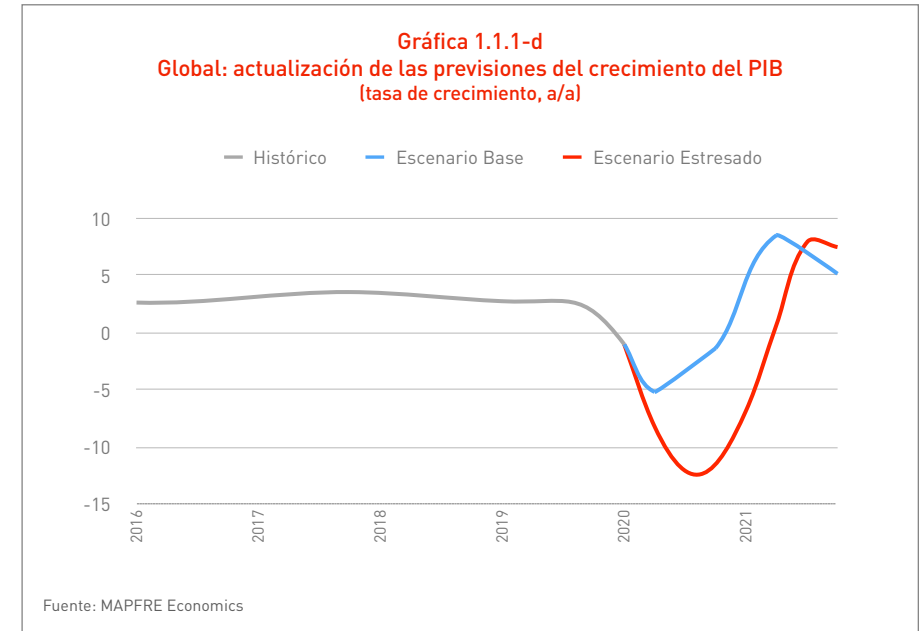
PIB, el *shock* supondrá una corrección durante 2020, en el escenario base, en torno al -4,4% a/a, con divergencias significativas entre regiones, elevará el nivel de desempleo (el Fondo Monetario Internacional estima que se perderán 400 millones de empleos globalmente) y ampliará la brecha de la pobreza. En términos de renta disponible, es previsible que a escala global se pierdan las ganancias de clase media realizadas desde el inicio del milenio, en especial en América Latina.

Por otra parte, en términos de los efectos financieros, el *shock* podrá implicar problemas de financiación de la cuenta corriente de muchos mercados emergentes, presionando su tipo de cambio y erosionando sus reservas (véase el Recuadro 1.1.1-a). Asimismo, podrá distorsionar el precio de muchos activos que actúan como refugio (oro, bonos soberanos, etc.), así como alterar las preferencias de inversión internacional en virtud de un creciente efecto *crowding out*. Además, el *shock* propiciará la permanencia de un entorno de volatilidad y fragilidad financiera, así como la distorsión del correcto funcionamiento de los mercados tanto por los efectos de la crisis *per se* como de las medidas tomadas para atajarla por parte de los gobiernos y bancos centrales.

### Shock de incertidumbre

Y, en tercer término, la propia naturaleza de esta crisis económica hace que la *incertidumbre* sea elevada, lo que se aprecia en las confianzas de productores y consumidores, a la vez que trasciende a la percepción del riesgo global y sus derivados regionales (VIX y EMBI). Este fenómeno es perceptible en la gestión de las carteras globales y en la migración masiva de flujos que se experimentó desde inicios de la pandemia, en consonancia con el repunte de la prima de riesgo emergente, alterando las entradas netas de flujos de cartera en países claves para la financiación de su cuenta corriente (véase la Gráfica 1.1.1-e).

En la actualidad, la aversión al riesgo se mantiene elevada, aunque se ha moderado, y los flujos de financiación se sitúan en el nivel alcanzado en



abril, deteniendo su deterioro gracias, en buena parte, a la acción de los bancos centrales en los países desarrollados. Además, a esta incertidumbre se suma la posibilidad en este momento de que se manifiesten riesgos nuevos, que aún son desconocidos, pero que pueden estar motivados por la interacción de los riesgos preexistentes y la crisis activada por la pandemia del Covid-19.

### Acción sin precedentes de la política económica

La acción sin precedentes de la política económica a nivel global, aunque con diferentes intensidades regionales y locales, constituyó un factor que ayudó a que en el segundo y tercer trimestres de año no se presentara un verdadero colapso económico. Como se muestra en las Gráficas 1.1.1-f y 1.1.1-g, a partir de mayo los PMI (encuestas de gestores de compras)

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

**Análisis de la vulnerabilidad emergente**

En 2019, la economía mundial enfrentaba una desaceleración generalizada bajo un contexto de debilidad manufacturera, crecientes tensiones comerciales y una perspectiva generalizada de la inminencia del cambio cíclico desde mediados de 2018. No obstante, la creciente laxitud monetaria activada por la Reserva Federal y sucesivas economías desarrolladas dieron cierto respaldo a los países emergentes transfiriendo unas condiciones financieras más favorables, frenando el deterioro de ciertas monedas emergentes, dinamizando la corriente de flujos de inversión hacia dichos países y, en general, creando la expectativa de una previsible reactivación económica.

Bajo este nuevo escenario, los países emergentes (que anteriormente estaban más expuestos y eran penalizados) se vieron favorecidos por el renovado impulso monetario global. Así lo recoge la mayor parte de las mediciones nacionales que alimentan nuestro Índice de Riesgo Emergente (ERI) hasta la fecha. Esa renovada laxitud permitió reactivar la relocalización de flujos hacia los mercados emergentes, estabilizar temporalmente las monedas y ganar margen para mejorar la posición exterior. Sin embargo, la pandemia del Covid-19 ha vuelto a truncar todos estos esfuerzos, en un contexto de fuerte deterioro cambiario, crecientes desequilibrios corrientes, elevada deuda denominada en dólares y un deterioro extremo de la actividad como consecuencia de las restricciones en materia de confinamiento y distanciamiento social impuestas para aplacar el contagio de la pandemia.

El *shock* del Covid-19, a pesar de tener una naturaleza global, tendrá efectos diferenciados sobre las economías emergentes, exacerbando la debilidad de aquellas con peores posiciones externas y depreciando sus

monedas a lo largo de 2020 y parte de 2021. Además, los países con mayores vulnerabilidades acumuladas son más sensibles al ciclo y a la aversión al riesgo global, lo que añade dificultad a su capacidad de honrar deudas con el exterior, aumentando la percepción de que pueden dar lugar a un *default* o a una quita implícita sobre la deuda emitida en moneda local (ante devaluaciones progresivas), por lo que las coberturas frente a este riesgo de contraparte aumentan la necesidad de monedas fuertes (USD) presionando aún más las monedas locales y recrudeciendo el problema.

Cabe señalar que, pese a que el análisis recogido en el ERI emplea datos de 2019, su sentido es *forward looking*, puesto que remarca debilidades que afectaran el desarrollo de la estabilidad nominal de los países emergentes a lo largo de 2020 y 2021, y muestra los efectos diferenciales del Covid-19.

**Principales conclusiones del análisis**

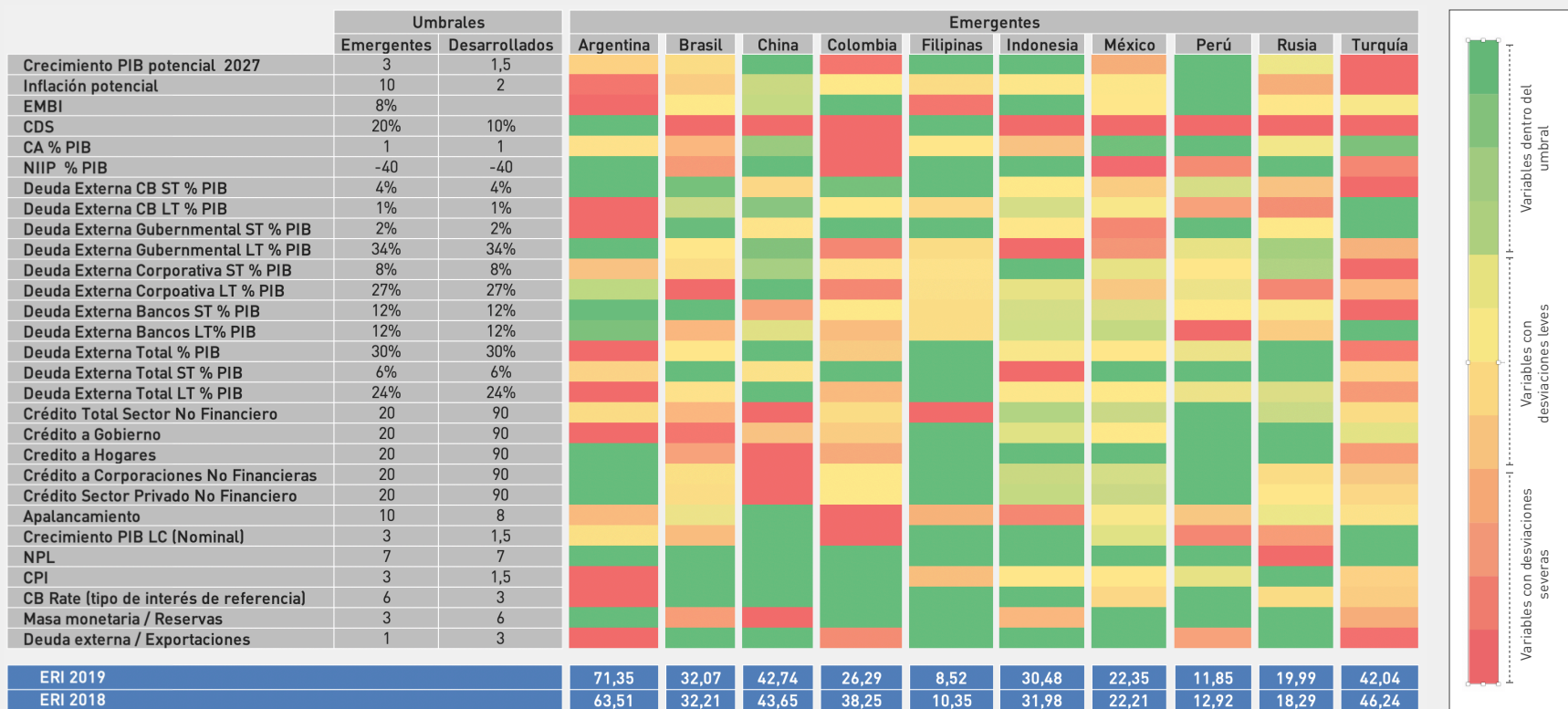
El estudio de las vulnerabilidades de una serie de mercados a partir de la construcción del ERI, ha permitido extraer las siguientes conclusiones generales para el grupo de economías seleccionadas a las que se ha venido dando seguimiento en informes previos (véanse las Gráficas A a G de este Recuadro).

- En el caso de Argentina, las vulnerabilidades estructurales continúan siendo una cuenta corriente deficitaria financiada vía endeudamiento exterior en dólares, elevado apalancamiento en el sector financiero y una alta inflación que excede los umbrales recomendados. A pesar de los esfuerzos del banco central para defender la divisa vía tipos de interés y restricciones a la compra de divisa extranjera, la depreciación del peso argentino ha continuado profundizándose. En Turquía, por su



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

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



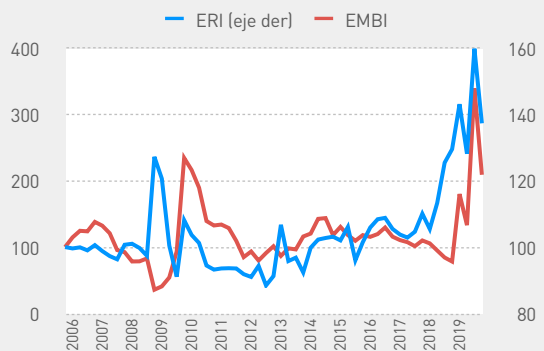
Fuente: MAPFRE Economics (estimaciones a partir de datos de OEF, Haver, FMI, BIS, Bloomberg y Banco Mundial)

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

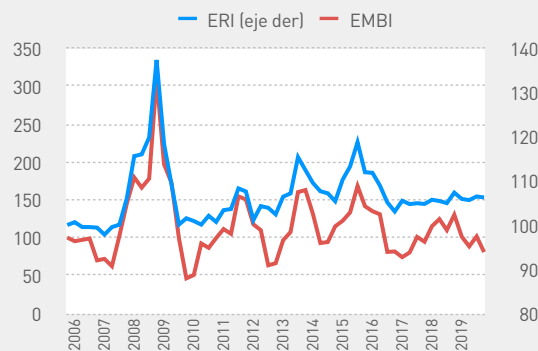
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

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

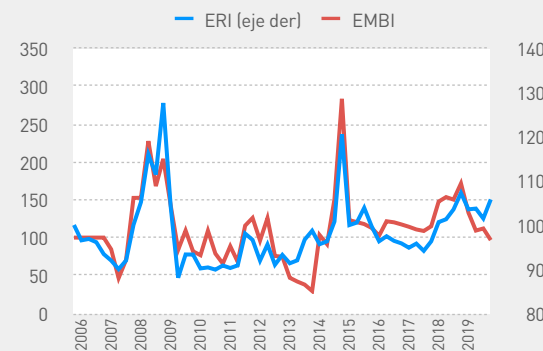
**Gráfica B.**  
**Argentina: ERI vs EMBI**



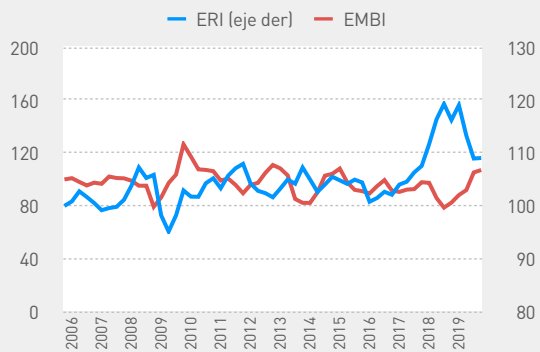
**Gráfica C.**  
**Perú: ERI vs EMBI**



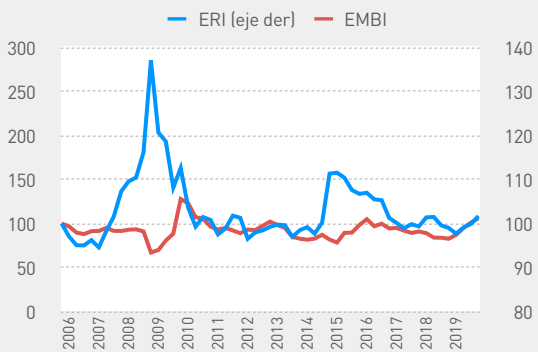
**Gráfica D.**  
**Indonesia: ERI vs EMBI**



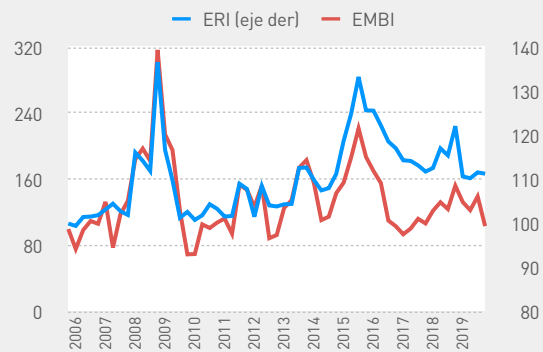
**Gráfica E.**  
**Turquía: ERI vs EMBI**



**Gráfica F.**  
**Rusia: ERI vs EMBI**



**Gráfica G.**  
**Colombia: ERI vs EMBI**



Fuente: MAPFRE Economics (estimaciones propias y datos de OEF, Haver)

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

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

parte, a raíz de la devaluación de la moneda, la cuenta corriente pasó a registrar superávit y, en consecuencia, consiguió una mejora en la NIIP permitiendo al valor del ERI cerrar parte de su brecha con respecto al EMBI (Indicador de Bonos de Mercados Emergentes). Sin embargo, la vulnerabilidad sigue latente dado el apalancamiento de la de economía turca, cuyo incremento continúa supeditado en gran medida a las entradas de flujos en divisa extranjera.

- Las economías de Perú y Rusia, por su parte, mantuvieron estables sus niveles de vulnerabilidad, con ligeras variaciones a la baja en la economía peruana dado su equilibrio en los indicadores de riesgo, y al alza la economía rusa que, aunque en líneas generales continúa

mostrando una posición estable, las vulnerabilidades se concentran en el sector financiero donde un deterioro del crédito podría repercutir en un sistema bancario cuyos NPL's (*non performing loans*) se encuentran ya en niveles elevados.

- Por último, las economías de Indonesia y Colombia continúan siendo un posible foco de inestabilidad en el futuro. Aunque los valores del ERI cerraron a la baja en 2019 (principalmente en Colombia) dotando de cierta resiliencia a ambas economías, la irrupción de la pandemia del Covid-19 podría evidenciar ciertas vulnerabilidades a lo largo de 2020, aunque menores que en otros países.

Fuente: MAPFRE Economics

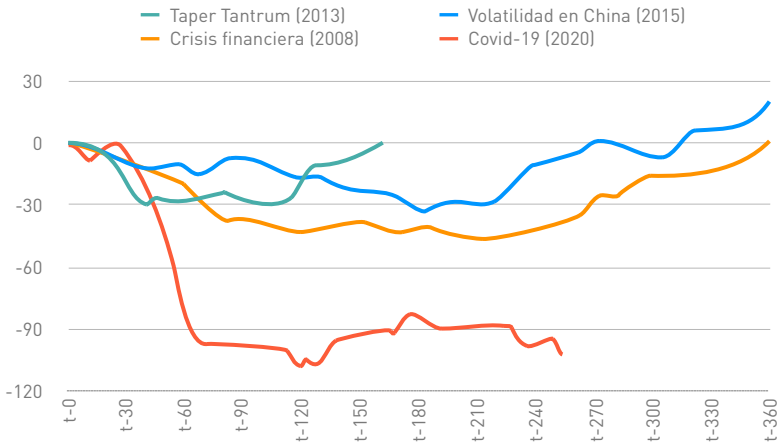
comenzaron a mostrar un cambio de tendencia, logrando, a partir de julio, exceder el umbral de contracción económica. Esta situación, en conjunto, ha permitido revisar, con un menor pesimismo que al inicio de la pandemia, las previsiones de crecimiento del PIB para 2020.

Por una parte, la política monetaria dio una respuesta masiva generalizada, con bajadas de tipos de interés y extensiones del sesgo ultra acomodaticio por parte de todos los bancos centrales del globo, incluso activando mayores y más variados programas de compra de activos (incluyendo renta fija corporativa). Tales fueron los casos de Estados Unidos y, sobre todo, la Eurozona con el PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*). Así, se mantuvieron, e incluso ampliaron, los programas de liquidez, como los *swaps* en dólares y los TLTROs en la

Eurozona, y se reforzó el canal comunicación y gestión de expectativas acerca de la senda futura de tipos de interés (inmóvil hasta 2024). Incluso, se adecuó la tolerancia a la inflación, con los cambios en el mandato de la Reserva Federal, y la flexibilización del objetivo y presentación de la propuesta de reforma del marco de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). Más aún, algunos países emergentes se sumaron también a la expansión cuantitativa, como los casos de Colombia y Chile (véase el Recuadro 1.1.1-b).

La respuesta masiva de política monetaria ha consolidado un proceso que había iniciado durante la crisis financiera de 2008. Los bancos centrales han pasado de ser prestamistas de último recurso, a compradores y creadores de mercado (*market makers*) llenando un hueco que no ocupa el

**Gráfica 1.1.1-e**  
**Mercados emergentes: flujos de inversión de cartera**  
**(miles de millones de USD)**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del IIF)

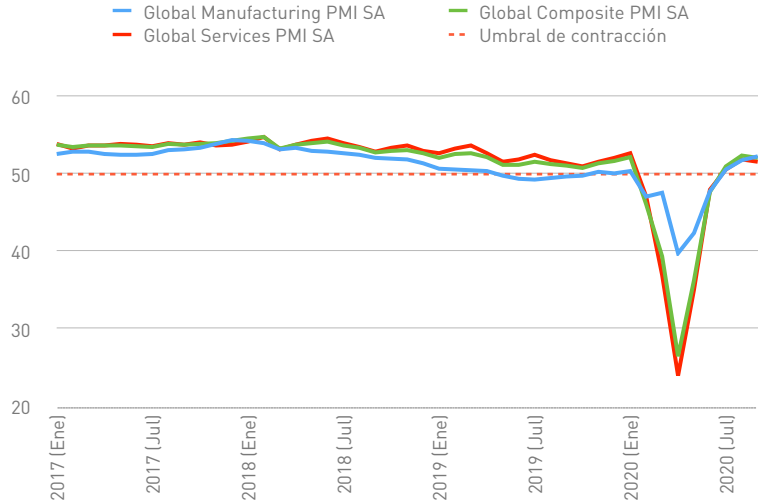
sector privado. Así, en esta ocasión, la acción de los bancos centrales ha sido un factor clave para evitar el colapso financiero, frenar el problema de liquidez y garantizar un nivel mínimo en la caída del precio de los activos, a la par que amortiguaron las tensiones soberanas en los países más vulnerables de la Eurozona (la periferia). De esta forma, la acción oportuna de la política monetaria ha permitido que la crisis económica producida por la pandemia no se haya transformado en un evento equivalente a la gran crisis financiera de Lehman (2008) o a la crisis soberana de la Eurozona de 2010.

No obstante, debe tenerse en consideración que esta acción masiva de la política monetaria podría también tener efectos no deseados, al haber

abundado en las distorsiones que ya se encontraban presentes en los mercados financieros antes de la pandemia: (i) acotando artificialmente el precio del riesgo soberano y crediticio de algunos países y mercados; (ii) reduciendo los tipos de interés a largo plazo y poniendo en riesgo los modelos de negocio basados en la gestión de pasivos, y (iii) creando distorsiones visibles entre el mundo financiero y real, en donde se han enfrentado enormes crecimientos del PER corporativo en sectores con caídas continuadas de ingresos y EBIDTA.

Por otra parte, la acción de las políticas fiscales y cuasi-fiscales también ha sido ingente (véanse la Tabla 1.1.1 y la Gráfica 1.1.1-h). Esta acción de política económica se ha formalizado mediante programas de diferimiento

**Gráfica 1.1.1-f**  
**Global: comportamiento de los PMIs**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de JPMorgan)

### Recuadro 1.1.1-b Actualización de política monetaria

#### Banco Central Europeo

En su reunión de septiembre, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios su postura de política monetaria. En primer lugar, dejó sin variación tanto los tipos de interés oficiales (0,0% préstamo y -0,5% depósito), aunque con la apreciación de que estos se mantendrían en el tiempo en niveles iguales o inferiores. Asimismo, mantuvo el estado actual del programa de compra de activos, sin introducir novedades respecto al *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). La única notificación relevante, que se anunció con posterioridad a la reunión, fue la decisión de extender los requisitos aplicables del Reglamento (UE) 2020/852 del 22 de junio, con lo que se amplía la elegibilidad a bonos con estructuras de cupón vinculadas a determinados objetivos ESG (*Environmental, Social and Governance*) que cumplan con los requerimientos establecidos en el Reglamento de Taxonomía de la UE, o con alguno de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas relacionados con el cambio climático o la degradación ambiental a aplicar desde el 1 de enero de 2021. Bajo este acuerdo, se amplía el universo de instrumentos elegibles, en línea con los objetivos propuestos por el fondo de reconstrucción para orientar la recuperación hacia prioridades sostenibles que impliquen la transición hacia la neutralidad climática.

En el plano macroeconómico, las perspectivas del BCE respecto al crecimiento del PIB mejoraron para 2020 al -8,0%, desde -8,7% que habían planteado en junio. Sin embargo, las cifras para 2021 y 2022 disminuyeron hasta el 5,0% y 3,2% respectivamente, desde el 5,2% y 3,3% de la reunión precedente. Las proyecciones de inflación, por su parte, se mantuvieron prácticamente sin cambios, destacando un ligero repunte en la inflación esperada en 2022 cuyas proyecciones se elevaron del 0,9% a 1,1%.

Tras la reunión de junio, comenzaba la senda de la recuperación económica de la Eurozona despegando con un robusto impulso que invitaba al optimismo en la primera mitad del periodo estival. Sin embargo, desde agosto esta dinámica se ha venido diluyendo perjudicada por la creciente preocupación entorno a la evolución del Covid-19 y sus efectos en la movilidad y consumo. De esta forma, y tal como recogen las últimas encuestas de gestores de compras (PMIs), las expectativas de una recuperación intensa han perdido la tracción inicial tanto por el lado del sector manufacturero como por el lado del sector servicios, este último mostrando síntomas de agotamiento más evidentes. A su vez, la reciente fortaleza del Euro suma presión a la baja sobre las perspectivas de inflación, perjudicando a las exportaciones en un momento clave y, por ende, a la recuperación económica. A pesar de esto, el BCE no mostró excesivas preocupaciones al respecto, manteniendo su postura de no intervención en el mercado de divisas pese a su potestad para ello.

#### *Revisión estratégica*

Las primeras consideraciones en torno al proceso de revisión estratégica en curso desde el pasado mes de enero, desvelan los puntos centrales del debate sobre el futuro de la política monetaria, dirigiendo el marco hacia los siguientes aspectos: (i) la redefinición de la inflación; (ii) la relación entre inflación y economía real, y (iii) la transmisión y efectividad de la política monetaria. Con unas perspectivas de inflación con permanente bajas en el horizonte temporal, fuerzas estructurales de carácter global y una brecha del producto potencialmente subestimada, las primeras conclusiones apuntan hacia subsanar la inconsistencia temporal de expectativas de inflación a través de un ajuste simétrico del objetivo, donde las desviaciones al alza y a la baja de menor plazo se neutralicen y graviten en torno al promedio del 2%, así como hacia normalizar el uso de las

**Recuadro 1.1.1-b (continuación)  
Actualización de política monetaria**

herramientas no convencionales como la compra de activos y la política de forward guidance como mecanismos de estabilidad para los plazos más largos.

*Hacia adelante*

Las señales contradictorias de recuperación mantienen las perspectivas de recuperación en línea con las proyecciones anteriores, dificultando las perspectivas de la presencia de catalizadores de cambio en el terreno económico. La respuesta al choque de la pandemia del Covid-19 continúa bajo una incertidumbre solo mitigable bajo la coordinación de respuestas de control a la propagación del virus, efectivas y preventivas, salvaguardando las opciones de política económica y relegándolas hacia un enfoque más reactivo que amortigüe la creciente posibilidad de que nuevos brotes impacten en la economía. En este sentido, la posibilidad de nuevos estímulos se aplaza a la espera de la evolución de los datos, dotando de tiempo al BCE para avanzar en su revisión estratégica, y cuya herramienta de actuación, en caso necesario, se espera continúe siendo la vía de la ampliación del balance.

Por el lado fiscal, el histórico plan de estímulo sujeto a una menor condicionalidad ha supuesto un prometedor respaldo al ampliamente demandado apoyo por parte del BCE. No obstante, la necesidad de continuar avanzando hacia una unión fiscal cuya consolidación fortalezca los mecanismos de respuesta conjunta permanece vigente. A pesar de ello, un potencial deterioro económico más acusado al inicialmente previsto que evidenciara la necesidad de materializar mayores estímulos sin avanzar en ese punto, podría suponer un desincentivo para acometer reformas estructurales limitadas bajo el reciente esquema de recomendaciones específicas.

**Reserva Federal**

*Conferencia de Jackson Hole*

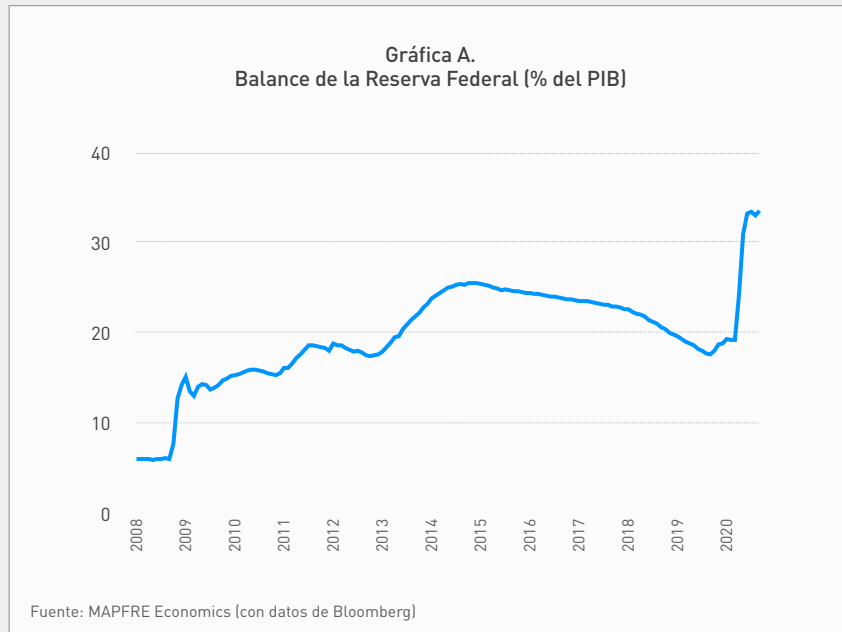
A finales de agosto, el presidente de la Reserva Federal presentó las conclusiones de la Revisión de la Política Monetaria ("*long run-goals*"). En primer lugar, anunció un cambio en el objetivo inflación, cuya meta del 2% pasa a promediar a largo plazo a través de la inflación promedio flexible (*average inflation target*, FAIT). En segundo lugar, ajustó el lenguaje relativo al objetivo de pleno empleo; bajo este nuevo enfoque, las decisiones sobre tipos de interés se desmarcan del anterior objetivo de cubrir las desviaciones en la fuerza laboral y se centra en las deficiencias que permitan alcanzar niveles de máximo empleo. Por último, la evolución de estas nuevas metas pasará a revisarse de forma quinquenal.

La modificación de este nuevo marco de políticas sugiere que, una mayor flexibilidad en las metas de inflación y empleo, emplaza a la Reserva Federal hacia una postura más pro-cíclica o pro-inflacionaria. En este sentido, se trataría de reavivar la teoría de la curva de Phillips, permitiendo que el desempleo se sitúe por debajo de su tasa natural para generar presiones inflacionarias lo suficientemente robustas como para conseguir promediar en torno al 2% de forma constante, postura que podría generar cierta credibilidad en las expectativas.

*Reunión de septiembre*

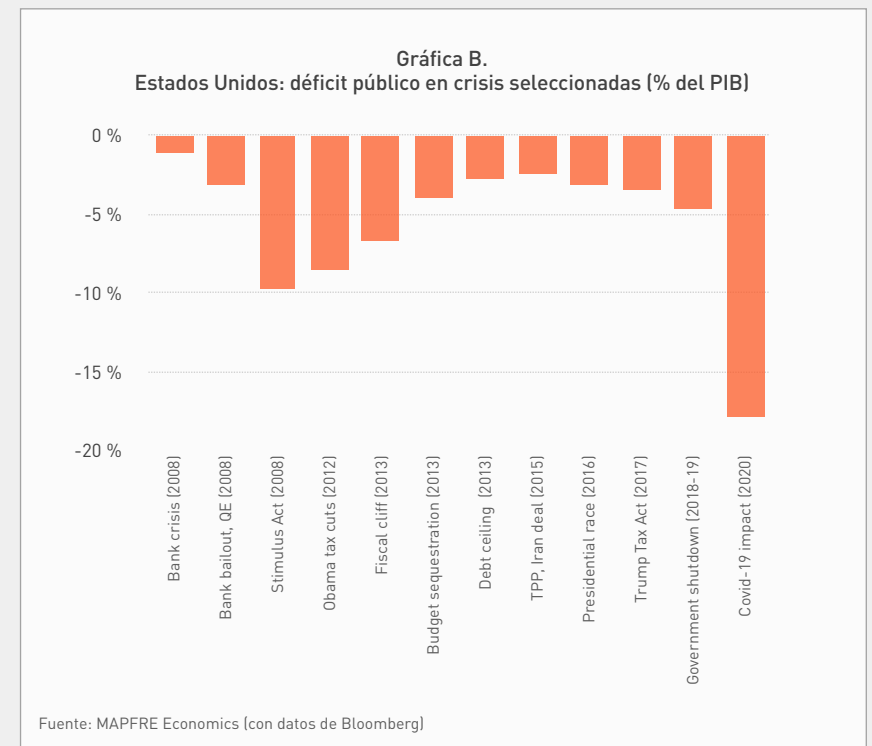
En su reunión del septiembre, la Reserva Federal mantuvo estática su política monetaria dejando los tipos de interés en el rango del 0,0%-0,25%, y manteniendo el ritmo mensual de su programa de compra. En sus declaraciones, Jerome Powell volvió a insistir en su compromiso de

**Recuadro 1.1.1-b (continuación)**  
**Actualización de política monetaria**



mantener los tipos de interés bajos al menos hasta 2023 (previamente 2022), a pesar del acompañamiento de unas perspectivas macroeconómicas ligeramente al alza. En este sentido, el resumen de proyecciones refleja un desempeño económico más optimista, donde la proyección media del PIB de 2020 pasa al -3,7% (frente al -6,5% anterior), la inflación subyacente se ubicaría en 1,5% (frente al 1,0% previo) y la tasa de desempleo se espera en el 7,6% (contra el 9,3% anterior).

En el terreno fiscal, expresó la posibilidad de nuevos estímulos en el futuro como apoyo necesario, aunque sin una mención específica dado el contexto de los recientes desencuentros en el Congreso en esta materia y la cercanía de las próximas elecciones. En resumen, aportó poca información



**Recuadro 1.1.1-b (continuación)  
Actualización de política monetaria**

adicional a las revisiones de la política monetaria anunciadas durante la conferencia de Jackson Hole, adormeciendo las expectativas sobre profundizar en la flexibilidad monetaria actual.

*Hacia adelante*

Si bien la Reserva Federal ha dado un paso evolutivo importante permitiendo un rebasamiento y holgura de la inflación por encima del 2%, hasta consolidarse en la tasa promedio, así como enfatizar en el objetivo de empleo máximo, podría considerarse que se trata de un marco incompleto, en tanto que las herramientas de política monetaria no convencionales, aún activas desde la anterior crisis, continúan sin ocupar una mención específica en el proceso de revisión.

Bajo este prisma, se espera que el efecto real de política monetaria continúe dominado por la compra de activos, dejando los tipos de interés en el límite inferior actual, y busque mantenerse coordinada con estímulos fiscales del gobierno. Sin embargo, la vía de financiación de déficits excesivos podría señalar el final de la política monetaria actual y el detrimento de la *Modern Monetary Theory* (MMT) cuyos pilares se apoyarían en decisiones de gasto discrecional de los gobiernos sin importar los niveles de déficit o deuda, quedando supeditados únicamente al comportamiento de la inflación.

Fuente: MAPFRE Economics (con información del BCE y la Reserva Federal)

**Internacionalización de la política monetaria expansiva**

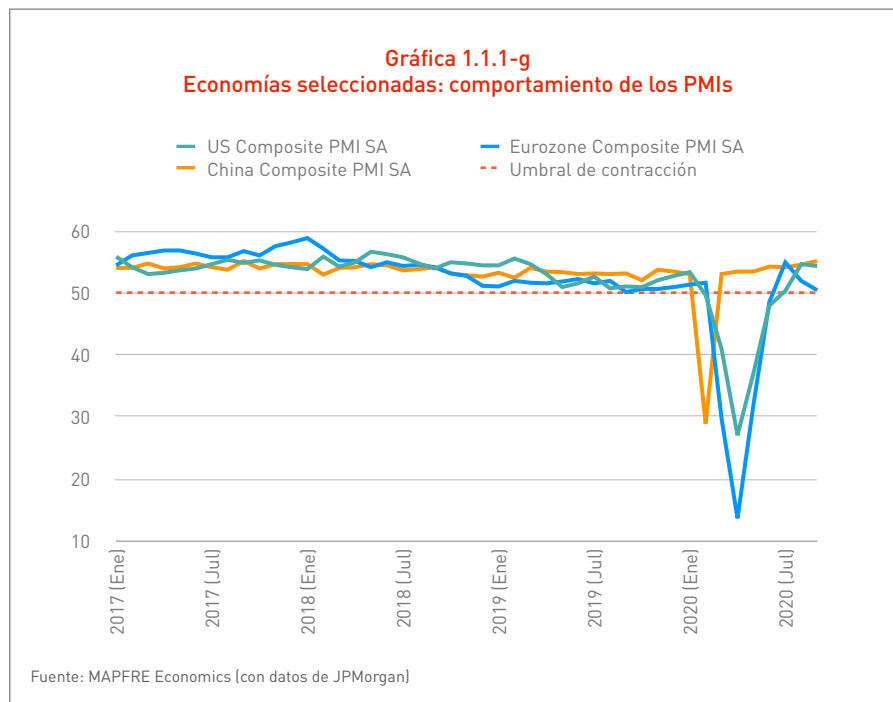
Las políticas monetarias de expansión cuantitativa, introducidas por las principales economías desarrolladas a raíz de la crisis de 2008, han ampliado su alcance y escala ante la necesidad de una rápida respuesta al *shock* inducido por las medidas de confinamiento y distanciamiento social implementadas para frenar la pandemia. Así, y dado el carácter global de la crisis provocada por el Covid-19, se ha desencadenado un proceso de internacionalización de estas herramientas no convencionales en las principales economías emergentes de todo el mundo.

Aunque bajo esquemas diversos y con una magnitud todavía modesta, el llamamiento generalizado a la política monetaria como mecanismo para cubrir las necesidades de financiación, puede llegar a entrañar una serie de riesgos más allá del ámbito económico-financiero, especialmente en las economías emergentes (véase el Recuadro 1.1.1-a), implicando riesgos de naturaleza institucional en donde la credibilidad e independencia efectiva del banco central se presuponen como factores imprescindibles.

de impuestos, de garantías o de ayuda directa en forma de transferencias. En este rubro han destacado las ayudas implementadas (y que posiblemente serán ampliadas) en Estados Unidos por 2 billones de dólares (15% del PIB), así como la activación de los programas de rescate

y ayuda Europeos (en forma de créditos y garantías) como el SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) y el *Next Generation EU* que pretende emplear 750 millardos de euros en la recuperación de la región. Ambos programas, junto al marco financiero





plurianual, suman casi 2,4 billones de euros, aproximadamente 17 % del PIB de la Unión Europea (véase el Recuadro 1.1.1-c).

A pesar de que la respuesta fiscal excepcional ha sido exclusiva de los pocos países que tenían espacio fiscal para implementarla, los estímulos implementados tendrán efectos sobre la sostenibilidad fiscal, pues el déficit se planea ahora de dos dígitos durante el 2020 y 2021 a la par que la deuda pública de muchos países superará el 120% del PIB. Así, el mundo vivirá con niveles elevados de deuda durante mucho tiempo, algo que hace apenas unos años era impensable.

### Una crisis en dos fases

A manera de síntesis de conclusión, la cronología del desarrollo de la crisis provocada por la pandemia del Covid-19, puede conceptualizarse en un proceso en dos fases. Primero, una *fase de contención* (durante el segundo y tercer trimestres de 2020), la cual ha estado marcada inicialmente por el distanciamiento social y restricciones a la movilidad. Durante esta fase, se presentaron *shocks* de oferta sobre las cadenas de valor globales, restricciones a la demanda, en especial de servicios, y una elevada incertidumbre que produjo aumentos en la tasa de ahorro y caída del consumo. No obstante, a medida que las restricciones se flexibilizaron y la política económica (monetaria y fiscal) mostró sus efectos, la situación mejoró hasta el punto en que, en general, se revisaron con mayor optimismo las previsiones iniciales de crecimiento económico para el 2020.

Y, segundo, una fase de transición (que se extendería desde el último trimestre de 2020 y a lo largo de todo 2021), durante la cual el mundo se adentraría en una segunda ola de contagios, con aumento del número de casos de coronavirus y, consecuentemente, de las restricciones nuevamente, y con efectos dispares sobre la actividad global dependiendo de la especialización y del renovado pesimismo de consumidores y productores. Esto ocurriría en un entorno de menor margen monetario y fiscal para activar políticas públicas y, por lo tanto, una menor capacidad para sorpresas positivas en el futuro.

Es a partir de esta potencial situación que hemos reformulado nuestros escenarios base y estresado, tal y como los definimos en el informe anterior, pero ahora con mayor probabilidad de adentrarnos en el estresado y viendo su efecto en la capacidad de recuperación del 2021 que sería notablemente inferior. Es necesario señalar que no se trata de un escenario pesimista y poco probable; este sería, en todo caso, un escenario en el que el entorno recesivo se convierte en depresión a raíz de

Tabla 1.1.1  
Resumen de medidas fiscales en respuesta a la pandemia del Covid-19  
[% PIB 2019]

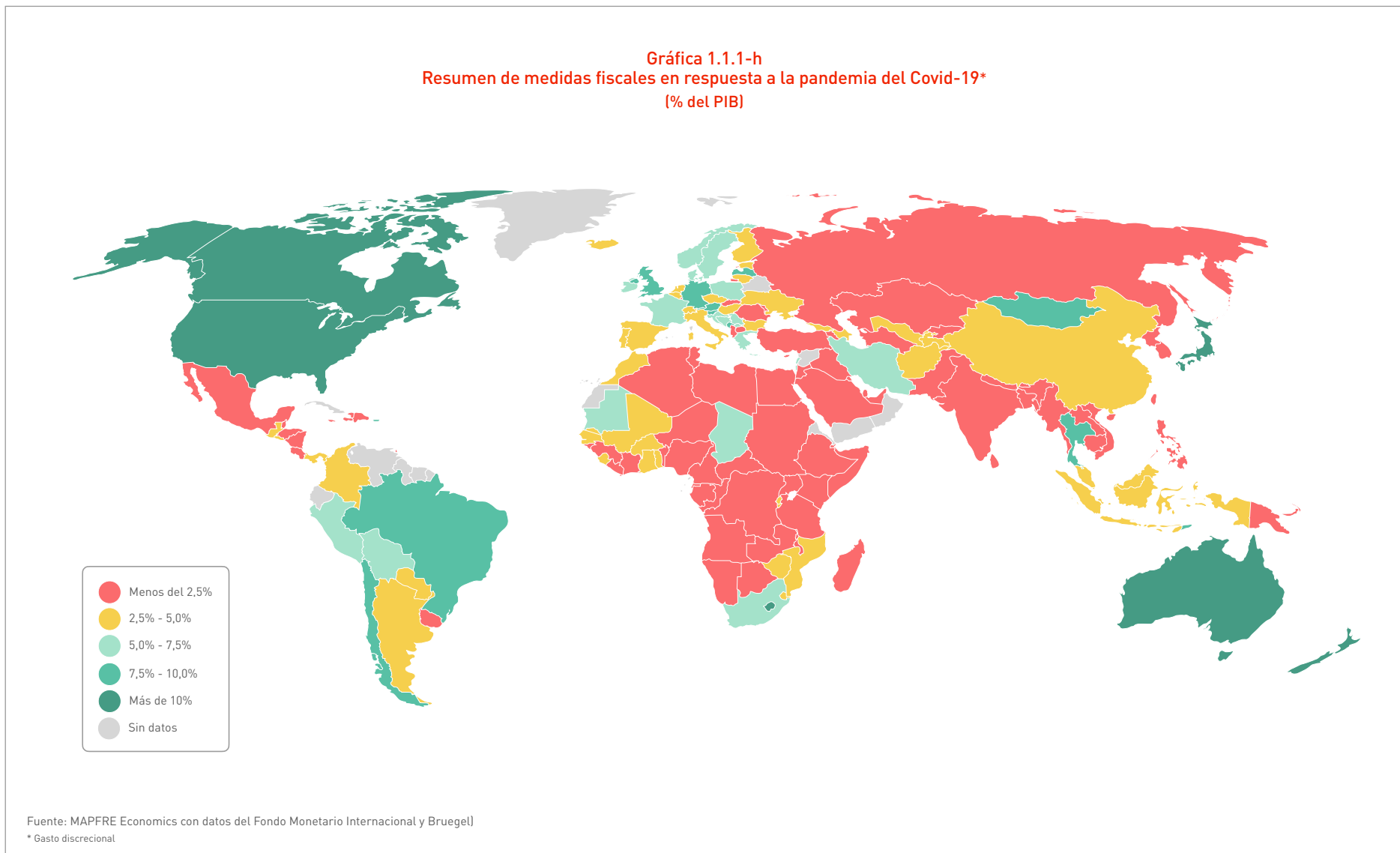
	Total	Gasto discrecional				Apoyo a la liquidez			
		Gastos adicionales o ingresos no percibidos			Gastos acelerados / ingresos diferidos	Subtotal	Inyecciones de capital, préstamos, compra de activos o asunción de deudas	Pasivos contingentes	
		Subtotal	Sector sanitario	Sector no sanitario				Garantías	Operaciones cuasi-fiscales
Estados Unidos	14,2	11,8	1,5	10,3	0,1	2,5	0,3	2,2	
Estados Unidos*	4,8	4,8							
Unión Europea	10,7	3,8	0,0	3,8		6,9	6,3	0,6	
Unión Europea**	5,2	2,6				2,6			
Francia	21,0	5,2	0,6	4,6	2,5	15,7	0,9	14,8	
Alemania	39,2	8,3	0,7	7,7		30,8	6,0	24,8	
Italia	37,9	4,9	0,4	4,5	0,4	33,0	0,2	32,8	
España	17,7	3,5	0,5	3,0		14,2	0,1	13,2	0,9
Japón	35,0	11,3	1,0	10,3	4,9	23,7		3,0	20,7
Reino Unido	25,7	9,2	1,5	7,6	0,2	16,6	0,0	16,5	
Turquía	13,8	0,8	0,3	0,5	1,5	13,0	0,4	10,2	2,4
Argentina	6,0	3,9	0,2	3,7	0,0	2,1		2,1	
Brasil	14,6	8,3	0,9	7,4	2,9	6,3	1,0		5,3
México	1,1	0,6	0,2	0,5	0,2	0,5	0,2		0,3
China	5,9	4,6	0,1	4,5	1,6	1,3		0,4	0,9
Indonesia	3,8	2,7	0,5	2,2		1,2	0,2	0,9	
Filipinas	3,4	2,3	0,4	2,0		1,1	0,4	0,7	0,0

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Fondo Monetario Internacional y Bruegel)

\* Si, tras elecciones, se aprueba 1 billón de USD propuesto por la administración Trump.

\*\* Corresponde al *Next Generation EU* (aún no desembolsado).

Gráfica 1.1.1-h  
Resumen de medidas fiscales en respuesta a la pandemia del Covid-19\*  
(% del PIB)



**Recuadro 1.1.1-c**  
**Plan Europeo de Recuperación y Resiliencia**

**El plan**

El 21 de julio pasado, tras la reunión más larga en la historia del Eurogrupo, fue aprobado el *Recovery and Resilience Facility* (RRF), el cual fue promovido por la Comisión Europea y que complementa la elaboración del Presupuesto Europeo Plurianual (MFP 2021/2027) que, con este acuerdo, también vio sentadas sus bases. Cabe señalar que, aunque la propuesta debe ser todavía sancionada en el Parlamento Europeo y por los respectivos parlamentos nacionales, es casi una certeza que el acuerdo saldrá adelante.

El también denominado *Next Generation EU*, es un programa que representa un esfuerzo fiscal adicional orientado a contrarrestar los efectos económicos de largo plazo generados por la pandemia del Covid-19, y complementa al plan de emergencia y corto plazo, SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), aprobado hace tres meses. Además, la medida tiene un objetivo transformacional para la economía europea, el cual es coherente con los objetivos de sostenibilidad, sostenibilidad, transición digital y reducción de la desigualdad.

Se trata, en síntesis, de la mayor iniciativa en la arquitectura de la Unión Europea desde la creación del mercado único hace 30 años, no solo por las dimensiones del esfuerzo financiero realizado, sino también por las consecuencias económicas y políticas que tendrá sobre el futuro de la Unión. Por sus características, este importante fuerza fiscal puede valorarse tanto desde una perspectiva política, como desde un punto de vista de sus efectos y consecuencias de naturaleza económica

**Valoración política**

Desde la primera de estas perspectivas, el RFF representa un hito político en el marco de la Unión Europea, en la medida en que revalida el proyecto regional basado en la solidaridad y consolida el liderazgo franco-alemán (artífices iniciales del proyecto), en un momento en el que emergían dudas sobre el proyecto europeo y acechaba nuevamente el riesgo de fragmentación. El plan acordado no solamente ayudará a estabilizar y reencauzar la economía de la región, sino que, además, será clave para diluir el creciente euroescepticismo que, sin duda, crecería de ampliarse la brecha de bienestar al interior de la región (la cual podría incrementarse de no mitigarse los efectos de la pandemia).

Por otro lado, aunque este movimiento dista de ser un “momento Hamilton” y no resultará de manera inminente en la creación de una política fiscal común, sí es un primer paso para lograr ciertos objetivos intermedios:

- a) establecer objetivos presupuestarios centralizados y consistentes con las necesidades de cada región,
- b) fijar un grado aceptable de armonización fiscal, y
- c) el inicio de la transferencia de algunas competencias necesarias para crear en el futuro un Tesoro Europeo.

Debe señalarse que, aunque se trata de un propósito que permanece en el horizonte del largo plazo, no cabe duda que es una señal fundamental para legitimar el proyecto de la Unión Europea.

**Recuadro 1.1.1-c (continuación)**  
**Plan Europeo de Recuperación y Resiliencia**

**Valoración económica**

Desde un punto de vista de sus características, efectos y consecuencias económicas, el RRF estará dotado con 750 millardos de euros que, sumados a los 540 millardos del SURE, supone un impulso fiscal adicional para la Unión Europea de más del 10% del PIB; impulso que más que duplica la capacidad financiera establecida para la Unión Europea durante los próximos 7 años.

En conjunto, el RRF (750 millardos de euros), el SURE (540 millardos de euros) y el Presupuesto de Largo Plazo (1.074 millardos de euros) suponen 17% del PIB de la Unión Europea, lo que es superior a la capacidad financiera movilizada por los Estados Unidos para enfrentar la pandemia (15% del PIB). Además, si a este esfuerzo se suma el realizado por el Banco Central Europeo (BCE), la munición monetaria y fiscal dispuesta para afrontar los efectos del Covid-19 supera el 25% del PIB de la región.

*Composición*

El RRF estará compuesto por 390 millardos de euros en transferencias a fondo perdido y 360 millardos bajo la forma de créditos. De este total:

- el 90% estará dedicado al fondo de resiliencia (es decir, recursos orientados a la transformación productiva y a la generación de empleo) y,
- el 10% restante a otras partidas de inversión como la adopción digital, la transición agraria y las consecuencias sectoriales del Covid-19 .

*Frontloading*

Un aspecto importante del programa es que está pensado para sobrepesar el corto plazo en las ayudas (*frontloaded*). Así:

- el 70% de estas llegarán en 2021-2022, y
- el 30% restante, en 2023.

Además, se hará una pre-concesión de 10% del dinero para que esté listo en 2021. De esta forma, todo el esfuerzo fiscal se hace durante los tres años próximos y, por lo tanto, supone más de 1% del PIB de la Unión Europea por año en esfuerzo fiscal complementario.

*Consistencia con los principios de la propuesta de la CE*

A pesar del complejo proceso de negociación que involucró su aprobación, la versión acordada del RRF es consistente con una gran parte de los principios recogidos en la propuesta original de la Comisión Europea de inicios de junio, aunque reduce sustancialmente el objetivo de fomentar la inversión privada a través de la coparticipación (PPP), cuyas partidas desaparecen. De hecho, el RRF difiere en 110 millardos de euros menos en forma de transferencias y garantías, los cuales han pasado a formar parte del epígrafe de los créditos.

*Condicionalidad*

La propuesta del RRF establece que este será acotado en el tiempo (para no generar incentivos perversos), limitado en su magnitud (para evitar

**Recuadro 1.1.1-c (continuación)**  
**Plan Europeo de Recuperación y Resiliencia**

desplazar a la iniciativa privada) y medido en su alcance (de acuerdo al daño causado por el Covid-19 y la necesidad de su reparación). Sin embargo, *de facto*, la propuesta tiene un carácter transformador del sistema productivo (en favor de la agenda de sostenibilidad, digitalización y equidad), criterio al que deben someterse los receptores de los fondos.

Por este motivo, los fondos se desembolsarán previa aprobación y revisión de los planes de transformación e inversión de cada país, pudiendo vetarse su financiación por mayoría cualificada en el Consejo si estos planes y su desarrollo no superan el dictamen de un comité técnico de la Comisión Europea. De esta forma, aunque no hay derecho de veto unilateral, el programa sí estará sometido a riesgos de bloqueo político, lo que podría generar cierto grado de incertidumbre en su implementación.

*Claves del reparto*

Las claves de los fondos a repartir entre 2021 y 2023 son las siguientes:

- El reparto del 70% de los fondos (a repartir entre 2021 y 2022) se hará teniendo en cuenta de manera preponderante la situación del mercado de trabajo (en función del desempleo registrado en 2015-2019), lo que beneficia a países como España e Italia.
- El 30% restante (a repartirse en 2023) se distribuirá empleando como referencia el producto perdido (la caída del PIB acumulada) en 2020-2021, lo que beneficiará a los países de Centroeuropa.

*La potencia de RFF no es la nominal*

Un aspecto que debe destacarse es que el nivel máximo al que los Estados Miembros se podrán endeudar es el 6,8% del PIB, sin olvidar que muchos de estos créditos competirán con créditos similares dados en el marco del SURE a tipos de interés más bajos bastante tiempo antes. Por este motivo, es previsible que parte de la potencia de fuego del RRF no sea exactamente la nominal, y que parte de esos 360 millardos de euros en realidad no lleguen finalmente a emplearse.

*Financiación del RFF*

La financiación del programa de gasto se hará mediante la contratación de empréstitos en el mercado de capitales (mecanismo inédito hasta ahora), es decir, mediante la emisión de bonos de renta fija soberana de máxima calidad por valor de 750 millardos de euros a precios de 2018. Todo el endeudamiento neto tendrá que hacerse antes de 2026 (lo que implícitamente introduce una carencia) y la amortización será totalmente previsible y estable hasta el año 2058.

Lo anterior implica que se creará un nuevo instrumento de largo plazo con una rentabilidad predecible y asegurada, de máxima calidad y totalmente líquido; instrumento que, por sus características, puede ser idóneo para completar los balances del sistema financiero en la situación actual (el sector asegurador podría ser un comprador abundante de este tipo de activos).

Por otro lado, este activo también podría ser susceptible de ser adquirido en las operaciones de balance del Banco Central Europeo (y por parte de

**Recuadro 1.1.1-c (continuación)**  
**Plan Europeo de Recuperación y Resiliencia**

otros bancos centrales), dando mayor potencia a los ejercicios de expansión cuantitativa y eliminando presión sobre los activos de máxima calidad tradicionales (como el Bund). Además, la mayor abundancia de activos denominados en euros necesariamente ampliará las necesidades de liquidez en esta divisa, lo que podría tener efectos relevantes en el comportamiento del tipo de cambio.

*Implicaciones fiscales*

Desde un punto de vista fiscal, el RFF tienen un carácter redistributivo, en la medida en que los países más afectados por la pandemia del Covid-19 serán los más beneficiados por el programa; países que, en su mayoría (salvo por el caso de Italia), son receptores netos de fondos del presupuesto europeo. Asimismo, el programa está diseñado para evitar que se traslade a una presión fiscal adicional evidente. Esto podría tener efectos no deseados de tipo *ricardiano* (depresión del consumo hoy con la expectativa de mayor presión fiscal futura); sin embargo, el mecanismo se reserva el derecho de ampliar el techo de recursos propios de la aportación al presupuesto de la Unión Europea por parte de cada Estado Miembro hasta el 2%.

Esta sería una medida de último recurso y se emplearía de manera fundamental con la creación de figuras fiscales nuevas. La única manera de no aumentar la presión fiscal en la Unión Europea sería gravar las fuentes de renta no europeas, la tasa digital, los ajustes fronterizos de CO2 y una posible tasa financiera cumplirían este requisito. En este

contexto, parecería deseable aprovechar la posible estructura fiscal adicional para crear el mecanismo de incentivos necesario para adoptar la transformación digital y verde en la Unión Europea. Así, en la medida en que los impuestos son instrumentos para internalizar las externalidades negativas, el RFF podría tener un carácter transformador por el lado de los incentivos fiscales, si se crearan los correctos.

**A manera de conclusión**

El RFF constituye un paso de gigante en el proyecto de la construcción europea a nivel político y económico. Sin duda, se trata de un instrumento que puede ayudar a transformar de manera activa el modelo productivo y la estructura económica de la Unión Europea haciéndola más justa, competitiva, equilibrada y sostenible, si se implementa de manera correcta por el lado de sus usos.

Por el lado de los recursos, su financiación implicará un primer paso en la creación de instrumentos financieros conjuntos que ofrezcan un nuevo mundo de posibilidades para el desarrollo financiero. Y, por el lado fiscal, el programa representa un paso aún distante, pero firme, hacia la coordinación futura en esta materia; esto es, un movimiento decisivo hacia la solidaridad europea.

Fuente: MAPFRE Economics

la quiebra sistémica, y la erosión de las confianzas, la actividad, la renta y el crecimiento a largo plazo.

En esta perspectiva de largo plazo se sitúa nuestra visión para lo que puede llegar a suceder más allá de 2021. Sin abundar en el pesimismo, creemos que el futuro estará dominado por tres elementos de nueva normalidad mencionados a lo largo del este texto: (i) niveles sustancialmente mayores de deuda; (ii) menor crecimiento económico de largo plazo, y (iii) menor participación del mercado en favor del sector público y los bancos centrales.

### 1.1.2 Balance de riesgos

La Gráfica 1.1.2 ilustra la actualización de nuestro mapa de riesgos, en el cual, además de los riesgos analizados en la edición previa de este informe, se ha incluido el relativo al desarrollo y difusión global de una vacuna en contra del Covid-19. El detalle de este análisis se presenta a continuación.

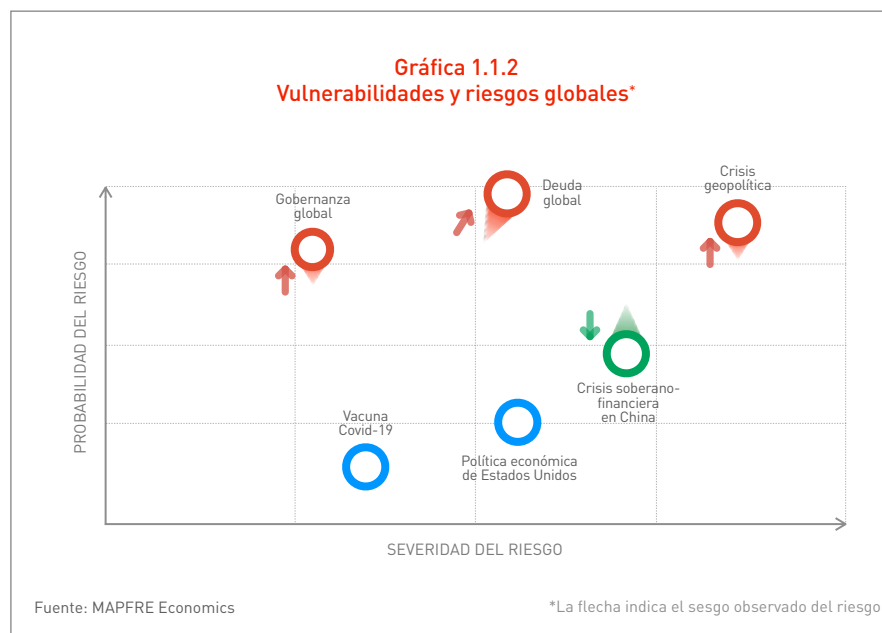
#### Gobernanza global

Las medidas para enfrentar la propagación de la pandemia del Covid-19 podrían enfrentar una segunda etapa, a medida que la pandemia eleva las cifras de contagios en su avance hacia una segunda ola. Con una implicación fiscal y monetaria generalizada de apoyo, las medidas políticas de restricciones para atajar la curva de contagios y las medidas laborales de protección de empleo representan el principal factor de incertidumbre, cuyas consecuencias podrían suscitar la necesidad de una mayor acomodación de la política económica, así como desencadenar un mayor clima de irritación social que alimente el riesgo de gobernanza. En este sentido, las mayores vulnerabilidades emergen de los países con los brotes más avanzados, regiones emergentes donde los sistemas de salud tienen deficiencias no subsanadas, y en países donde la relevancia de la

economía sumergida y la estructura, informalidad e inflexibilidad del mercado de trabajo exponen a la fuerza laboral a *shocks* más profundos y permanentes de los absorbibles por los mecanismos de protección de empleo planteados.

#### Deuda global

La recesión ocasionada por la implementación de las medidas de confinamiento y distanciamiento social necesarias para contener el crecimiento de la pandemia del Covid-19, ha traído consigo una serie de efectos no deseados. Entre ellos, destaca el impulso el ratio deuda/PIB mundial hasta un nuevo máximo histórico del 331% en el primer trimestre de 2020, frente al 320% en el cuarto trimestre de 2019. En el caso de los





mercados emergentes, el mayor apalancamiento se registró en el sector privado no financiero (principalmente el corporativo y solo en menor medida en los hogares), mientras que en los mercados desarrollados la mayor contribución se dio en el sector financiero y en los gobiernos. En general, el auge registrado en la dinámica del endeudamiento a lo largo de 2020 permite dotar a los agentes de una mayor flexibilidad financiera, al alargar los vencimientos y reducir los gastos por intereses en un entorno de política monetaria ampliamente acomodaticia. Sin embargo, el desafiante panorama actual implica un probable deterioro de las calificaciones crediticias y un incremento de los impagos, lo que podría implicar tensiones en la solvencia.

El mayor riesgo para las economías emergentes continúa siendo el incesante aumento de los niveles de deuda en dólares, dado el bajo apetito inversor por la deuda en divisa local, lo que aumenta el riesgo de exposiciones futuras no cubiertas, principalmente en aquellas con mayores vulnerabilidades acumuladas. En cuanto a las economías desarrolladas, la mayor respuesta en las últimas décadas de bancos centrales continúa amortiguando el *shock*, con una predisposición clara a seguir dando mayor apoyo monetario en caso necesario. A su vez, se encuentran acompañados de un apoyo fiscal de amplio alcance. No obstante, la duración de este pilar de apoyo está supeditada, a medio y largo plazo, a los límites a la previsible necesidad de reequilibrar las políticas hacia la senda de la sostenibilidad fiscal.

Por último, en Estados Unidos, así como en varios países de la Unión Europea, continúa inclinándose negativamente las perspectivas sobre el segmento de deuda corporativa de los CLO's (*Collateralized Debt Obligations*). Con el abrupto cambio de las condiciones financieras de marzo, los diferenciales de crédito ampliaron la brecha entre el grado especulativo y el grado de inversión. Sin embargo, y tras la actuación de los bancos centrales, la reacción al aumento de liquidez fue desigual, mostrando cómo la recuperación entre segmentos tuvo cierto desfase y señalando que el riesgo de refinanciamiento, ante nuevos eventos de

volatilidad, podría tener un efecto diferenciador más acusado al anteriormente sufrido.

### **Crisis soberano-financiera en China**

Tal como se avanzaba en el anterior informe, la economía china continúa recuperándose, acompañada por una batería de políticas económicas expansivas que permiten reactivar la acumulación de indicadores positivos tanto en la actividad manufacturera como en servicios. No obstante, en contraposición, los datos de demanda interna no terminan de reactivarse con la misma fuerza, mostrando unas tasas de recuperación mucho más limitadas en un momento, como el actual, de plena transición hacia un modelo económico con mayor reequilibrio interno, en el que una prolongada vulnerabilidad en fuentes de crecimiento internas podría lastrar el impulso de la producción.

### **Política económica de Estados Unidos**

La flexibilización monetaria en Estados Unidos, tal como ocurriera tras la crisis financiera de 2008, ha vuelto a aumentar sustancialmente su papel como estabilizador automático ante la crisis generada por la crisis del Covid-19, consolidando las herramientas empleadas hace más de una década en los países desarrollados como estímulo antes periodos recesivos y extendiendo mecanismos como los programas de compras de activos hacia otras economías en desarrollo de todo el mundo. Al mismo tiempo, la dinámica fiscal observada más recientemente se suma a la corriente de estímulo reequilibrando el protagonismo predominantemente monetario de los últimos años, cuya implicación en la política económica podría continuar creciendo en los próximos meses a través de recortes impositivos acompañados de mayores propuestas de gasto bajo una relajación temporal de la disciplina presupuestaria.

## Crisis geopolítica

La evolución de la pandemia no ha modificado la dirección en ascenso de las tensiones geopolíticas. Con el episodio entre Estados Unidos y China, la brecha entre ambas potencias se amplía ante las acusaciones sobre la responsabilidad de la pandemia, la nueva ley de seguridad nacional impuesta a Hong Kong y las frecuentes las desavenencias en torno al sector tecnológico. Al mismo tiempo, continúan acumulándose grandes superávits comerciales bilaterales en favor de China, así como una mayor participación en las exportaciones mundiales, a pesar de la fase 1 del acuerdo entre embaís países, la cual continúa sin progresos constructivos. En el golfo pérsico, la presión sigue escalando tras la muerte del general Qasem Soleimani y la inestabilidad regional producida por el reciente acuerdo árabe-israelí. En el continente europeo, renovadas perspectivas sobre un Brexit duro vuelven a tomar relevancia, cristalizando un problema que parece lejos de avanzar y en un momento de vulnerabilidad económica en el que la Unión Europea trata de avanzar por la senda opuesta, esto es, hacia políticas de consolidación del bloque y el desarrollo de mecanismos de respuesta conjunta en la región.

## Vacuna Covid-19

A medida que la economía global se recupera de las consecuencias de la primera ola de contagios producidos por la pandemia del Covid-19, la presión por un resurgimiento de casos que obligue a nuevos cierres y medidas de distanciamiento aumenta, desvaneciendo las expectativas de que una vacuna o tratamiento seguro y eficaz se encuentren disponibles en los meses críticos de la segunda ola. A pesar del tremendo esfuerzo por su desarrollo y al optimismo político, las estimaciones de las propias compañías según los últimos ensayos clínicos muestran un calendario más conservador, cuya aprobación podría dilatarse hasta la primera mitad de 2021.

## 1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

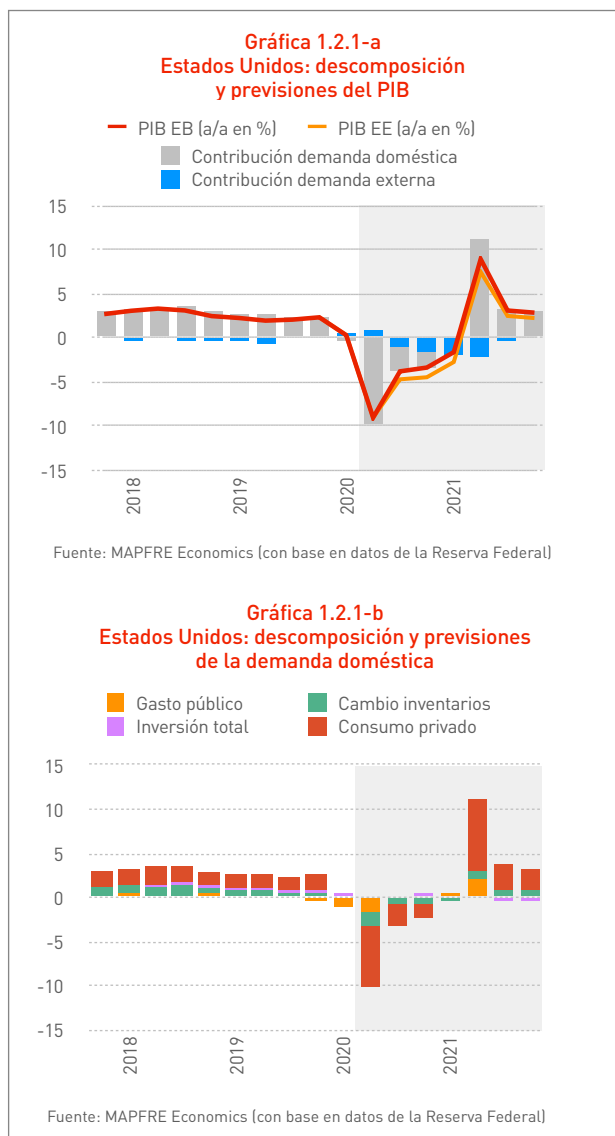
### 1.2.1 Estados Unidos

**Los estímulos apoyan una eventual recuperación, pero no una vuelta a la normalidad.**

La economía de los Estados Unidos se contrajo -9,1% a/a en el segundo trimestre de 2020 (la mitad que la mayoría de países de América y Europa), principalmente gracias a los ingentes estímulos fiscales y monetarios implementados, en una estrategia de monetización del déficit cada vez menos titubeante. Esta estrategia ha propiciado una fuerte ampliación del déficit (transferencias directas, subvenciones y exenciones que han supuesto un incremento del gasto público del 2,1%), de la deuda (131% del PIB) y del balance de la Reserva Federal (34% del PIB,) casi a las puertas de la compra directa de activos. Cabe señalar que, hasta la fecha, el esfuerzo fiscal realizado supone aproximadamente el 15% del PIB.

- Se ha revisado al alza la previsión de crecimiento de los Estados Unidos en 2020, al -4,0%.
- Los estímulos fiscales y monetarios apoyan al comercio y manufacturas, aunque persiste la incertidumbre sobre la duración del efecto.
- Un posible estímulo fiscal adicional queda postergado hasta después de las elecciones.

En los meses estivales, el final de las restricciones apoyó un incremento importante del consumo de bienes duraderos (sobre todo autos), en señal de relativa mejora de las expectativas de consumo y de reanudación de la actividad. Esto ocurre, además, en un contexto en el que la tasa de paro ha descendido casi hasta la mitad (7,9%) de lo que registraba en abril (14,7%). Así, las encuestas de los PMIs generales, manufactureros y de servicios han regresado al terreno positivo desde el verano.



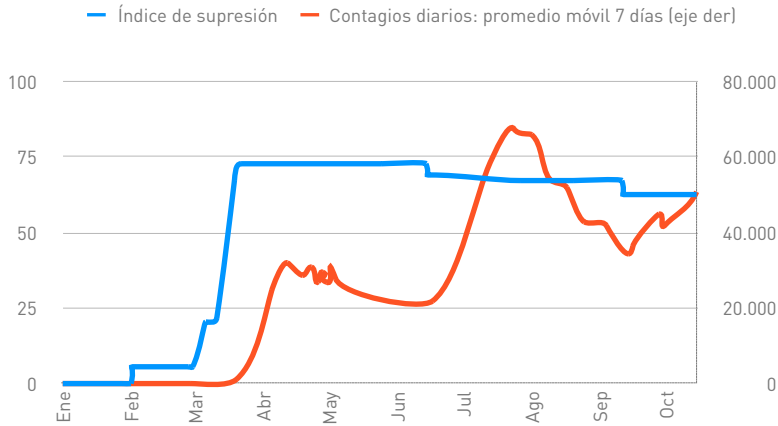
**Tabla 1.2.1**  
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020(e)	2021(p)	2020(e)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	3,1	1,7	2,3	3,0	2,2	-4,0	3,3	-4,5	2,4
Contribución de la demanda doméstica	3,9	1,9	2,6	3,3	2,4	-3,7	4,5	-3,8	3,9
Contribución de la demanda externa	-0,8	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	-0,7	-1,5
Contribución del consumo privado	2,6	1,9	1,8	1,9	1,7	-2,7	3,5	-2,7	3,4
Contribución de la inversión total	0,7	0,4	0,7	1,0	0,5	-0,6	0,4	-0,6	0,1
Contribución del gasto público	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,2	-0,1
Consumo privado (% a/a, media)	3,8	2,8	2,6	2,7	2,4	-3,9	5,0	-3,9	4,8
Consumo público (% a/a, media)	1,6	1,8	0,6	1,5	1,8	1,8	-1,0	1,8	-1,0
Inversión total (% a/a, media)	3,7	1,8	3,5	4,8	2,3	-2,7	1,9	-2,7	0,2
Exportaciones (a/a en %)	0,4	0,3	3,9	3,0	-0,1	-14,0	4,6	-14,1	4,3
Importaciones (a/a en %)	5,2	1,6	4,7	4,1	1,1	-11,7	6,9	-11,7	6,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,0	4,8	4,1	3,8	3,5	7,6	6,3	7,7	6,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,7	2,1	2,1	1,9	2,3	1,1	1,6	1,2	1,6
Balance fiscal (% PIB)	-4,7	-5,4	-4,2	-6,2	-6,6	-15,7	-8,1	-15,7	-8,3
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-4,4	-4,1	-4,3	-4,4	-4,1	-4,0	-4,2	-4,0	-4,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,2	-2,1	-1,9	-2,2	-2,2	-2,9	-2,8	-2,9	-2,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,75	1,50	2,50	1,75	0,20	0,20	0,20	0,20
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,61	1,00	1,69	2,81	1,91	0,20	0,20	0,20	0,20
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,27	2,45	2,40	2,69	1,92	0,79	1,33	0,79	1,33
Tipo de cambio vs USD (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,18	1,18	1,18	1,18
Crédito privado (% a/a, media)	2,4	3,3	6,9	4,7	5,8	9,3	3,9	9,3	4,1
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	2,1	3,4	3,5	3,1	3,6	4,9	3,6	4,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	6,0	5,4	6,7	8,9	6,5	7,7	0,6	7,7	0,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,1	4,3	2,9	2,2	2,2	2,0	1,4	2,0	1,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	7,5	6,9	7,2	7,8	7,5	16,1	9,7	16,0	9,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)  
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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

Gráfica 1.2.1-c  
Estados Unidos: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford)

De esta forma, el efecto de los estímulos, una relativa laxitud en las restricciones originadas por el control de la pandemia (véase la Gráfica 1.2.1-c) y una mejora de las confianzas, llevan a una revisión de las previsiones de crecimiento económico, dando cuenta ahora de un menor deterioro esperado durante el 2020 (-4,0% vs -8,0% inicial) y de 3,3% en 2021 (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b). No obstante, debe señalarse que las previsiones están sujetas a un elevado nivel de incertidumbre en función no solo del desarrollo de la pandemia, sino también del resultado electoral de noviembre próximo.

La inflación subyacente de agosto (1,7% a/a) dio cuenta del impulso a la demanda derivado de los estímulos, pero la atonía ineludible de este año obliga esperar una IPC general creciendo por debajo de 1% en 2020, lo

que refuerza dinámicas deflacionarias que abiertamente preocupan a la autoridad monetaria, como lo expresó Jerome Powell durante su intervención en la conferencia de Jackson Hole, cuando compartió la intención de la Reserva Federal de flexibilizar el objetivo de inflación (véase el Recuadro 1.1.1-b). En su reunión del mes de septiembre, la Reserva Federal mantuvo sin cambios la política monetaria, dejando los tipos de interés en el rango del 0,0%-0,25% y manteniendo el ritmo mensual de su programa de compra de activos. En sus declaraciones, J. Powell insistió en su compromiso de mantener los tipos de interés bajos hasta que el mercado laboral alcance niveles considerados “pleno empleo” y la inflación esté bien encaminada para superar los 2% durante algún tiempo. Se espera que el banco central mantenga el ritmo de compras de activos de 80 millardos de dólares mensuales en títulos del Tesoro, y 40 millardos de dólares mensuales en títulos hipotecarios hasta final de 2020.

El Congreso aprobó el CARES Act, movilizandando un impulso fiscal adicional de 2 billones de dólares (15% del PIB), para reducir las tensiones financieras de hogares y negocios. Una extensión de 1,2 billones de dólares está ahora mismo en negociación, pero su decisión se ha postergado (y posiblemente condicionado) hasta después de las elecciones de noviembre.

La incertidumbre que ha causado la pandemia del Covid-19 seguirá pesando sobre la confianza de los consumidores y negocios. El alargamiento de esta en el tiempo pondrá a prueba la solvencia de muchos negocios y la fortaleza del mercado de trabajo. En este sentido, se podrá ver un repunte de la morosidad tanto de los hogares como de empresas. De alargarse mucho en el tiempo, podrían producirse daños estructurales en el tejido empresarial, principalmente en los negocios relacionados con los viajes, alojamiento, transporte, hostelería y ocio. De esta forma, muchos estados registran cierto nivel de estrés en sus finanzas, y la caída de ingresos fiscales y el mayor gasto asociado a esta crisis puede poner también en dificultades el gasto y el empleo públicos.

## 1.2.2 Eurozona

### Leve mejoría de las perspectivas para 2020, pero riesgos a la baja para la actividad en 2021.

La Eurozona sufrió una contracción de la actividad económica del -14,7% a/a [-11,8% t/t] en el segundo trimestre del año, con disparidades entre países (España -21,5%, Italia -17,7%, Alemania -11,3%, Francia -18,9%) pero, en general, acusando una contracción autoinfligida y sin precedentes de la demanda doméstica, así como un cierre del sector exterior. Durante el tercer trimestre, se ha visto que los indicadores “duros” y las confianzas se han recuperado visiblemente desde lo registrado en el trimestre anterior. Las manufacturas caen en julio -7,0% [vs -30% en abril], mientras que los PMIs industriales entran en terreno positivo (53 puntos). El sector servicios, sin embargo, permanece rezagado (con un PMI en septiembre de 48 puntos) como resultado del confinamiento.

- **El PIB de la Eurozona se contraerá menos de lo previsto en 2020 (-7,6%); la implementación de planes de estímulo nacionales atenúa la contracción.**
- **Rebotes de los contagios, fatiga ante las medidas, retraso en la vacuna y bloqueo parlamentario para la aprobación del programa de recuperación y resiliencia, suponen riesgos a la baja para la recuperación en 2021.**
- **El BCE se ha centrado en mantener las condiciones financieras, así como sobre las expectativas sobre duración y tamaño de compras de activos.**
- **Hay indicios de una posible mayor tolerancia a la inflación.**

Esta relativa mejoría en el desempeño económico de la Eurozona se ha debido a la suavización de las medidas de restricción a la movilidad y a la

rápida implementación de los estímulos monetarios y fiscales tanto a nivel nacional como comunitario (véase la Gráfica 1.2.2-c). Por ello, hemos revisado nuestra estimación para crecimiento económico de 2020 a -7,6% (desde los -10,0%), pero con amplios riesgos a la baja como resultado de una recuperación desigual entre sectores y países, precisamente por las particularidades de cada uno de los mercados de la Eurozona (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

Por otra parte, presiones sobre la demanda, deterioro de las expectativas y niveles de incertidumbre muy elevados (tanto biológicos como económicos) presionan a los precios a la baja (-0,3% en septiembre). Lo que ha obligado al Banco Central Europeo (BCE) no solamente a apuntalar su gestión de expectativas sobre las medidas que puede tomar (despejando cualquier duda sobre los límites de su acción), sino también a anticipar una revisión de su *policy framework*, lo que abre la puerta, como en el caso de la Reserva Federal, a ser más tolerante con la inflación. A todas las autoridades monetarias les preocupa la dinámica perversa que pueda llegar a establecerse entre elevados niveles de deuda y crecimiento nominal bajo o incluso negativo. En este sentido, en su reunión de septiembre, el BCE mantuvo sin cambios la política monetaria. Los tipos de interés se mantuvieron sin cambios en 0,0% para los préstamos y -0,5% para los depósitos. No obstante, lo relevante son las orientaciones para la política a futuro para las cuales su presidente, Christine Lagarde, indicó que estos tipos se mantendrían en el tiempo en niveles iguales o inferiores a los actuales. Esto ha llevado a los mercados a extender el horizonte sobre la expectativa de las subidas. El banco central tampoco ha introducido alteraciones al programa de compra de activos activado para combatir la crisis provocada por la pandemia, el cual tiene un monto de 1.350 millardos de euros. Debido a la debilidad de los últimos datos de inflación, no se descarta que a lo largo del cuarto trimestre del año el banco central vea conveniente ampliar nuevamente el programa (véase el Recuadro 1.1.1-b).

La Comisión Europea, en su reunión del 21 de julio, aprobó la activación del mecanismo *Next Generation EU*. Este comprende diferentes partidas

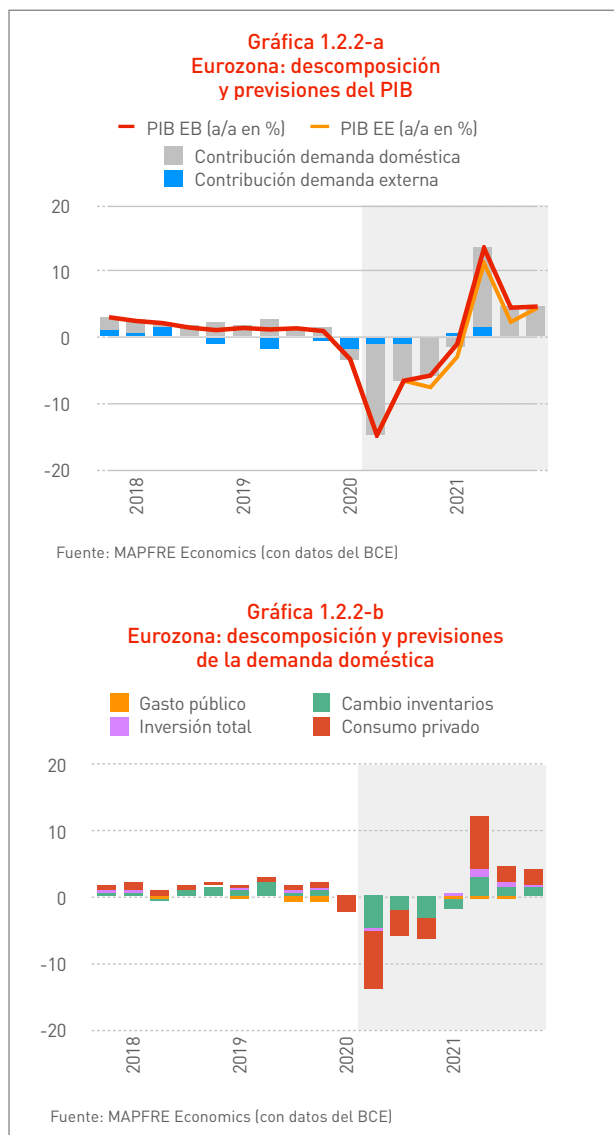
Tabla 1.2.2

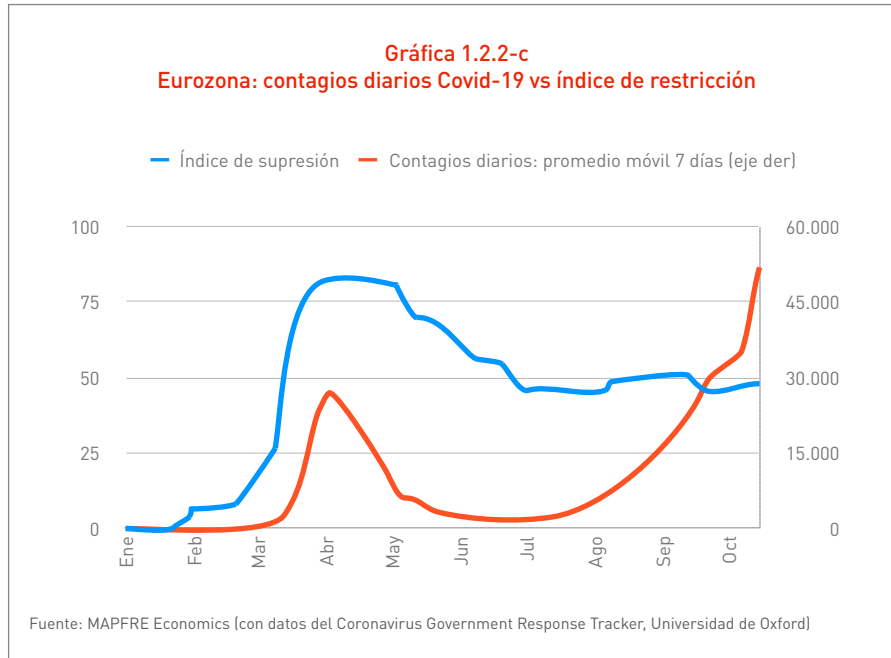
## Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020(e)	2021(p)	2020(e)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	1,9	1,8	2,7	1,9	1,3	-7,6	5,5	-8,0	3,8
Contribución de la demanda doméstica	2,1	2,3	2,3	1,6	1,8	-6,7	4,8	-7,3	3,5
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,4	0,4	0,2	-0,5	-0,9	0,6	-0,7	0,3
Contribución del consumo privado	1,0	1,1	1,0	0,8	0,7	-4,5	3,2	-4,9	1,9
Contribución de la inversión total	0,9	0,8	0,8	0,6	1,2	-2,3	1,2	-2,3	1,1
Contribución del gasto público	0,3	0,4	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,7	-0,1	0,7
Consumo privado (% a/a, media)	1,8	1,9	1,9	1,4	1,3	-8,3	6,0	-9,2	3,5
Consumo público (% a/a, media)	1,3	1,9	1,1	1,1	1,8	-0,2	3,0	-0,2	3,0
Inversión total (% a/a, media)	4,4	3,9	4,1	3,2	5,7	-10,6	5,8	-10,5	5,6
Exportaciones (a/a en %)	6,4	2,9	5,8	3,7	2,5	-11,1	9,8	-11,2	8,2
Importaciones (a/a en %)	7,5	4,2	5,3	3,5	4,0	-10,1	9,1	-10,2	7,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,5	9,7	8,7	7,9	7,4	9,4	9,0	9,6	9,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,3	0,7	1,4	1,9	1,0	0,1	1,4	0,1	0,8
Balance fiscal (% PIB)	-2,0	-1,4	-1,0	-0,5	-0,6	-8,3	-5,2	-8,4	-5,7
Balance fiscal primario (% PIB)	0,3	0,7	1,0	1,4	1,0	-6,6	-3,6	-6,7	-4,0
Balance comercial (% PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,8	3,0	3,1	2,9	2,3	1,8	2,2	1,8	2,2
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,01	-0,01	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,60	-0,63	-1,00	-0,92
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,26	0,93	1,13	1,17	0,32	-0,15	0,13	-0,19	0,33
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,18	1,18	1,17	1,18
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	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.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	0,9	1,5	2,3	2,8	3,3	2,6	3,6	2,6	3,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	8,8	2,9	2,1	3,7	2,3	1,3	-4,2	1,2	-5,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	17,1	3,3	2,7	-0,9	1,5	-0,2	1,9	-0,2	2,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	12,3	12,3	12,2	12,3	12,8	18,6	15,3	18,8	16,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)  
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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





entre las que destaca el Fondo de Recuperación y Resiliencia (*Recovery and Resilience Facility*, RRF), dotado con 750 millones de euros, orientado a promover la recuperación de la crisis y la transformación productiva de la Unión. La información más reciente acerca de este es que desencuentros entre el Parlamento y el Consejo Europeo retrasarán la puesta en marcha del mecanismo de apoyo fiscal, lo que obliga a ser más moderados con su efecto en 2021. La suma del esfuerzo fiscal realizado con *Next Generation EU*, el programa de rescate SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) implementado a inicios del segundo trimestre y la dotación presupuestaria de la Unión Europea, equivale a 2,4 billones de euros, esto es, 15% del PIB de la región (véase el Recuadro 1.1.1-c).

Los riesgos para la economía de la Eurozona son, en general, a la baja en vista del repunte de los contagios en toda la Eurozona (véase la Gráfica 1.2.2-c), las nuevas restricciones a la movilidad y sus efectos en la incertidumbre, y la actividad en un contexto de ya muy acotado espacio monetario y graves desequilibrios fiscales nacionales. Estos últimos no tardarán en presionar sobre los costes de financiación, en especial en la periferia europea. Adicionalmente, una crisis profunda y dilatada puede transformar los actuales problemas de liquidez en problemas de solvencia. La Autoridad Bancaria Europea (*European Banking Authority*, EBA) ha mostrado ya su preocupación por el repunte de la mora de las familias, en especial en el sur de Europa. El repunte de la mora se trasladaría, en un contexto de escasos ingresos, a un deterioro de los niveles de solvencia regulatoria de los bancos. Los ajustes financieros soberanos han sido dilatados y dolorosos en Europa (2010-2013).

### 1.2.3 España

#### **Aumenta incertidumbre sobre la economía por el repunte de contagios.**

El PIB de España se contrajo -21,5% a/a en el segundo trimestre del año, una caída de características diferenciales en el entorno de la Eurozona dado el peso de la demanda doméstica en España, su orientación comercial exterior en un contexto de límites a la exportación (especialmente de servicios) y, en general, el modelo productivo orientado a servicios que caracteriza al país. Aun así, las medidas fiscales adoptadas durante abril y mayo atenuaron el ajuste, a la par que se experimentó una cierta moderación en el deterioro de las manufacturas y servicios (turismo), que fue, sin embargo, de corta duración.

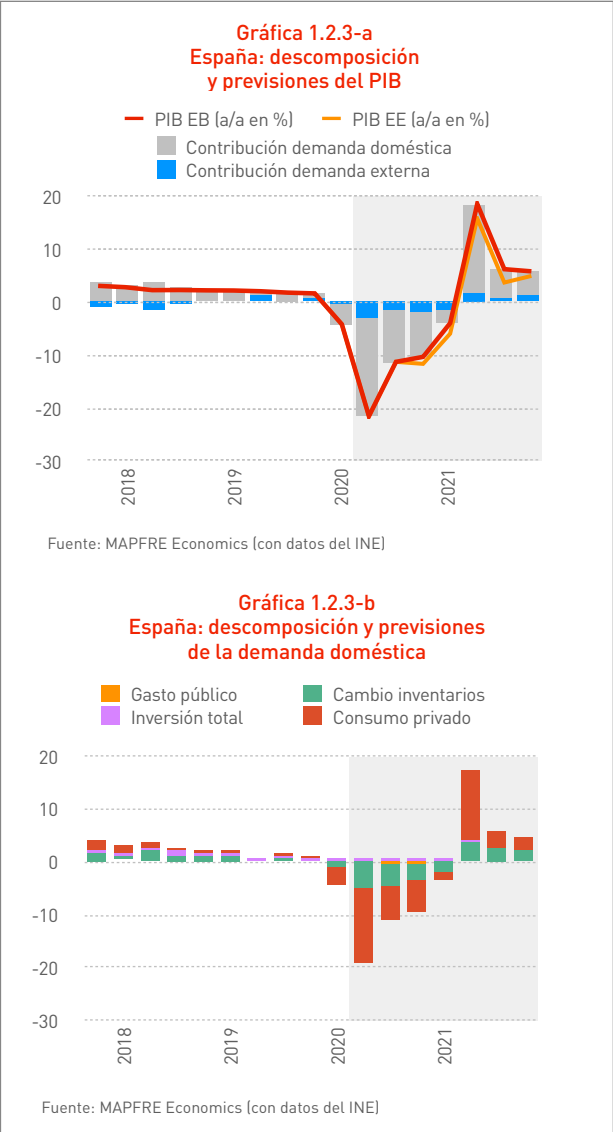
El repunte de casos de contagios de Covid-19 desde agosto (véase la Gráfica 1.2.3-c) obligó a la implementación de nuevas medidas de restricción de movilidad, empañando de nuevo las expectativas económicas, en espe-

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

	2015	2016	2017	2018	2019	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>	2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a, media)	3,8	3,0	3,0	2,4	2,0	-11,8	6,7	-12,1	4,7
Contribución de la demanda doméstica	3,9	2,0	3,1	3,0	1,4	-10,3	6,1	-11,0	3,6
Contribución de la demanda externa	-0,1	1,0	-0,2	-0,5	0,6	-1,5	0,6	-1,2	1,0
Contribución del consumo privado	1,7	1,6	1,8	1,0	0,5	-7,5	4,0	-8,1	2,9
Contribución de la inversión total	0,9	0,4	1,2	1,1	0,5	-3,2	1,5	-3,2	0,8
Contribución del gasto público	0,4	0,2	0,2	0,5	0,4	0,7	0,4	0,7	0,4
Consumo privado (% a/a, media)	2,9	2,7	3,0	1,8	0,9	-13,1	7,3	-14,2	5,2
Consumo público (% a/a, media)	2,0	1,0	1,0	2,6	2,3	3,8	2,0	3,8	2,0
Inversión total (% a/a, media)	4,9	2,4	6,8	6,1	2,7	-16,5	8,7	-16,8	4,9
Exportaciones (a/a en %)	4,3	5,4	5,5	2,3	2,3	-22,1	11,4	-22,2	10,2
Importaciones (a/a en %)	5,1	2,7	6,8	4,2	0,7	-19,9	9,6	-20,1	5,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	20,9	18,6	16,6	14,5	13,8	17,8	17,4	18,5	18,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,0	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,2	1,0	-0,3	-0,1
Balance fiscal (% PIB)	-5,2	-4,3	-3,0	-2,5	-2,9	-12,4	-7,6	-12,6	-8,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,2	-1,5	-0,5	-0,1	-0,5	-10,0	-5,4	-10,2	-6,3
Balance comercial (% PIB)	-1,9	-1,3	-1,9	-2,5	-2,1	-1,0	-1,5	-0,9	-0,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,0	3,2	2,8	1,9	2,1	0,9	1,4	0,9	2,2
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,01	-0,01	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,60	-0,63	-1,00	-0,92
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,77	1,35	1,51	1,41	0,46	0,19	0,52	0,25	0,89
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,18	1,18	1,17	1,18
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	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.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-3,7	-2,5	-1,4	-0,3	-0,2	0,5	3,3	0,5	2,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,0	-2,7	-1,2	-1,3	-0,2	3,5	0,5	3,0	-4,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-7,7	-17,1	-9,7	-3,5	-5,4	-1,1	2,7	-1,1	3,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	7,7	7,5	6,1	5,9	6,6	15,4	12,6	15,8	14,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)  
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información





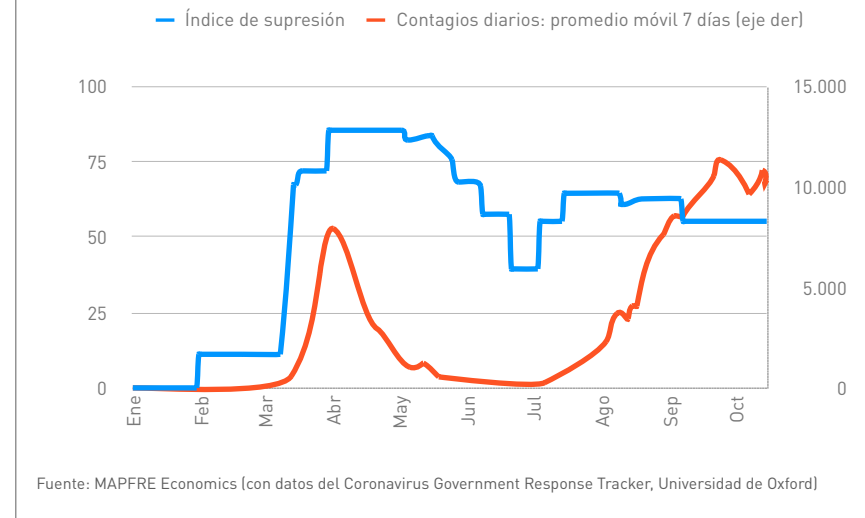
- Se prevé una contracción del PIB español en torno al -11,8%, con importantes riesgos a la baja (sanitarios, económicos y soberanos).
- El bloqueo político pone en riesgo el acceso a los fondos de recuperación de la Unión Europea, haciendo que la reactivación económica en 2021 sea incierta.
- La alta dependencia del sector de los servicios en el modelo productivo español es un factor de riesgo permanente derivado de la pandemia del Covid-19.

cial en el sector servicios (con un PMI en septiembre de 42,4 puntos). El deterioro sectorial está conduciendo al cese de la actividad minorista de manera acelerada. El desempleo, mitigado con los programas de despido temporal, se sitúa en 15,3%. De esta forma, nuestra estimación para el PIB en 2020, en el escenario base, es -11,8%. La recuperación para 2021 se mantiene (6,7%), pero moderada y elusiva dado el contexto de incertidumbre biológica y económica, en un contexto de bloqueo político y fuerte erosión institucional

que no ha permitido aprobar un plan financiero que dé acceso al fondo de recuperación de la Unión Europea (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

Los riesgos para la economía española son variados, entre los más importantes: el rebrote de la pandemia que trae el riesgo de nuevos parones económicos, la dificultad del gobierno en reunir las mayorías necesarias para aprobar presupuestos y los costes para las cuentas públicas de las medidas para paliar los efectos de la crisis. La caída de la actividad pondrá presión en los ingresos fiscales y hará que el déficit fiscal pueda superar el 14% del PIB, y que la deuda pública bruta llegue al 120% del PIB. De esta forma, las agencias de rating, mediante el cambio de perspectiva, ya están avisando que el perfil de crédito soberano podría sufrir una rebaja en la próxima revisión. Finalmente, en un ámbito más general y común a prácticamente todas las economías del orbe, de extenderse la crisis producida por la pandemia podría verse un repunte en las insolvencias

Gráfica 1.2.3-c  
España: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción

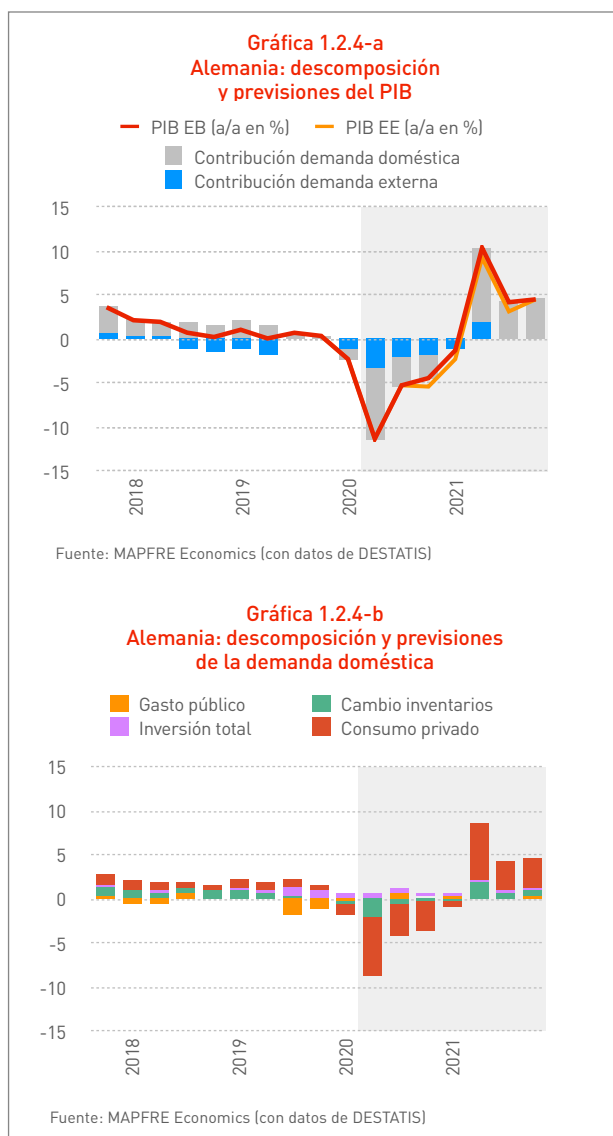


empresariales, la morosidad bancaria y mayores pérdidas de empleo que, por ahora, están contenidas gracias a las ayudas estatales a los despidos temporales (ERTEs) que, en España, han sido ampliadas hasta 31 de enero.

## 1.2.4 Alemania

**Moderada revisión al alza en el crecimiento, pero distante de los niveles previos al Covid-19.**

El PIB de Alemania se contrajo un récord de -11,3% a/a (-9,7% t/t) en el segundo trimestre, pero la estabilización de las cifras durante el tercer trimestre y la apertura del comercio global permitió reactivar la actividad y



**Tabla 1.2.4**  
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>	2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a, media)	1,2	2,1	2,9	1,3	0,6	-5,8	4,5	-6,0	3,7
Contribución de la demanda doméstica	1,1	2,8	2,7	1,7	1,2	-3,8	4,2	-4,2	3,9
Contribución de la demanda externa	0,2	-0,7	0,2	-0,4	-0,6	-2,0	0,2	-1,8	-0,2
Contribución del consumo privado	1,0	1,2	1,0	0,8	0,8	-3,7	3,1	-4,2	2,2
Contribución de la inversión total	0,2	0,7	0,6	0,7	0,5	-0,7	0,6	-0,7	1,4
Contribución del gasto público	0,6	0,8	0,3	0,2	0,5	0,6	0,2	0,6	0,2
Consumo privado (% a/a, media)	1,8	2,2	1,8	1,5	1,6	-7,0	5,9	-7,9	4,3
Consumo público (% a/a, media)	2,9	4,1	1,6	1,2	2,7	2,8	1,1	2,8	1,1
Inversión total (% a/a, media)	1,2	3,6	3,2	3,6	2,6	-3,4	3,0	-3,1	6,3
Exportaciones (a/a en %)	4,9	2,3	5,4	2,5	1,0	-11,2	10,3	-11,3	8,6
Importaciones (a/a en %)	5,4	4,4	5,8	3,8	2,6	-8,5	11,0	-8,7	9,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,3	6,0	5,5	5,0	5,0	6,3	5,7	6,5	6,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,7	1,4	1,4	1,6	1,5	0,0	2,0	0,0	1,6
Balance fiscal (% PIB)	1,0	1,2	1,4	1,8	1,5	-5,9	-2,6	-6,0	-3,1
Balance fiscal primario (% PIB)	2,3	2,4	2,2	2,8	2,2	-5,1	-1,9	-5,2	-2,4
Balance comercial (% PIB)	8,1	8,0	7,8	6,8	6,5	5,2	5,4	5,2	5,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	8,7	8,4	7,8	7,5	7,2	6,5	5,9	6,5	5,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,60	-0,63	-1,00	-0,92
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,63	0,21	0,43	0,25	-0,19	-0,58	-0,45	-0,65	-0,37
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,18	1,18	1,17	1,18
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	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.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,9	2,8	3,2	3,6	4,4	4,7	5,7	4,7	5,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,9	4,1	5,2	7,5	5,4	5,2	-1,2	5,2	-0,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	5,1	2,2	0,7	3,9	6,3	0,9	4,3	0,9	4,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	10,1	10,4	10,5	10,9	10,8	16,3	11,8	16,9	13,6

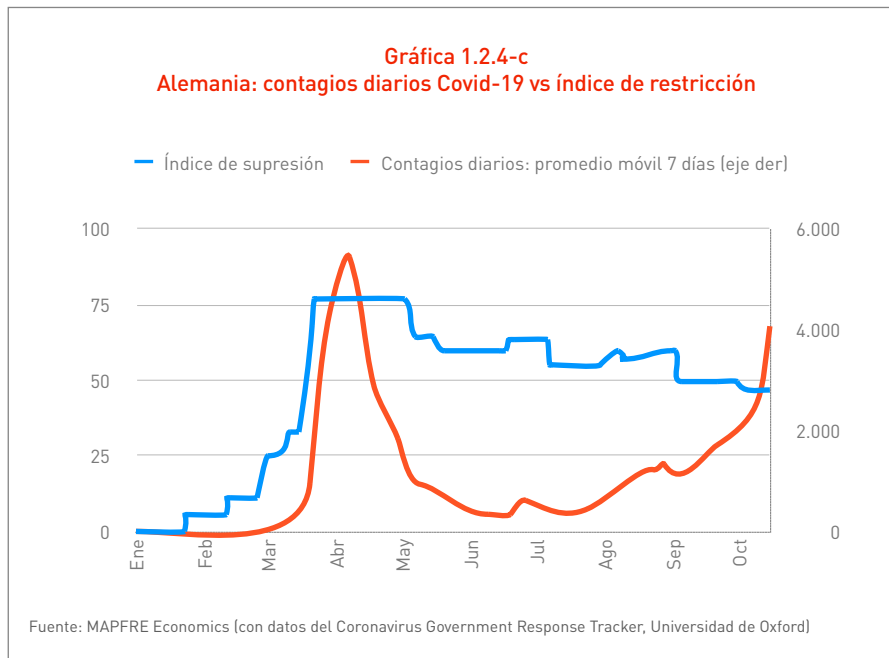
Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)  
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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

- Se ha revisado al alza el crecimiento de la economía alemana para 2020 (-5,8%).
- No obstante, persisten riesgos de renovado deterioro en el cuarto trimestre del año.
- Alemania ha activado nuevos impulsos adicionales para fomentar el consumo.

alentó una mejora de las expectativas. Sin embargo, el repunte de los nuevos casos de contagio del Covid-19 (véase la Gráfica 1.2.4-c) pesará nuevamente sobre el consumo, activando una nueva ola de ahorro con motivo precaución. Ante esto, el gobierno alemán ha decidido apoyar la actividad con una rebaja puntual del IVA hasta

final de año. De esta forma, estimamos que el PIB alemán será el que menos se contraiga de la Eurozona, -5,8% durante el 2020, para crecer un



4,5% en 2021 al tenor de la normalización de la actividad y las cadenas de valor globales (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

Los riesgos para la economía alemana se concentran en la debilidad de la demanda interna y de los productos de exportación, la contención de la inversión hasta que la utilización de la capacidad no vuelva a agotarse, el efecto de la crisis en el empleo y en la solvencia de particulares, empresas y, como consecuencia, del sistema bancario. Los bancos, a pesar de los bajos tipos de interés y las facilidades de financiación, en momentos de repunte de la morosidad suelen ser más cautelosos en la concesión de crédito, teniendo por tanto un comportamiento pro-cíclico, al contrario de lo que requeriría la economía en un momento como el actual.

## 1.2.5 Italia

**Actividad muy modesta, clave para los menores niveles de contagio.**

El PIB del segundo trimestre cayó un-12,8% t/t (-17,7% a/a), ante la atonía de la demanda doméstica y la dislocación de la demanda exterior. En un contexto de ausencia de espacio fiscal adicional para mayores estímulos fiscales tras los 125 millardos de euros ya implementados, las ayudas de la Unión Europea (209 millardos de euros), serán clave en la reactivación económica en 2021. Pese a que el PMI manufacturero mejoró, las expectativas generales siguen lastradas por los problemas que enfrenta el sector servicios y el turístico

- La debilidad de la demanda y el turismo obligan a revisar a la baja la previsión de crecimiento del PIB italiano en 2020 al -9,8%.
- Italia será el mayor beneficiario del fondo europeo de recuperación, con 209 millardos de euros.
- El impulso fiscal acometido y la caída de ingresos vuelven a despertar temores de sostenibilidad de la deuda.

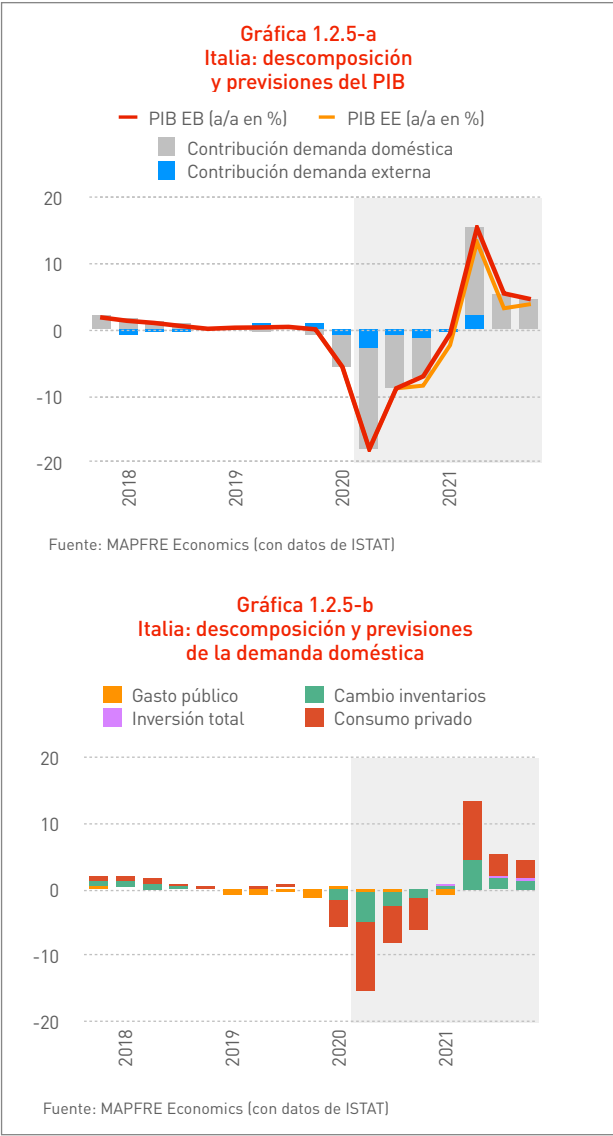
Tabla 1.2.5

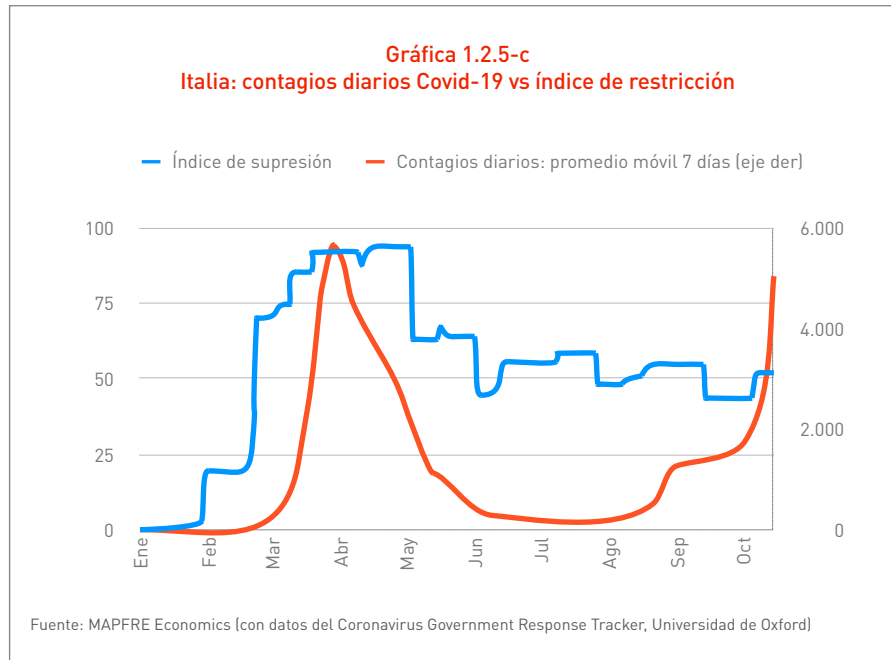
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020(e)	2021(p)	2020(e)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	0,7	1,4	1,7	0,8	0,3	-9,8	6,3	-10,2	4,6
Contribución de la demanda doméstica	1,1	1,9	1,7	1,2	-0,2	-8,6	5,8	-9,2	3,9
Contribución de la demanda externa	-0,4	-0,5	0,0	-0,3	0,5	-1,3	0,5	-1,0	0,7
Contribución del consumo privado	1,1	0,7	0,9	0,6	0,3	-6,3	3,7	-6,9	2,4
Contribución de la inversión total	0,3	0,7	0,6	0,5	0,3	-2,1	1,9	-2,2	1,4
Contribución del gasto público	-0,1	0,1	-0,0	0,0	-0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,3
Consumo privado (% a/a, media)	1,9	1,2	1,5	1,0	0,5	-10,4	6,1	-11,3	4,0
Consumo público (% a/a, media)	-0,6	0,7	-0,1	0,2	-0,2	-0,6	1,4	-0,6	1,4
Inversión total (% a/a, media)	1,6	4,2	3,4	2,9	1,6	-11,6	11,0	-11,9	8,0
Exportaciones (a/a en %)	4,1	1,9	6,0	1,6	1,3	-17,0	20,8	-17,1	18,9
Importaciones (a/a en %)	6,3	4,1	6,5	2,9	-0,4	-14,2	19,3	-14,4	15,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,5	11,8	11,0	10,5	9,5	10,1	10,4	10,3	11,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	0,5	0,9	1,1	0,5	-0,2	0,6	-0,3	-0,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-2,4	-2,4	-2,2	-1,6	-12,4	-7,0	-12,6	-7,9
Balance fiscal primario (% PIB)	1,5	1,5	1,4	1,4	1,8	-8,8	-3,6	-8,9	-4,4
Balance comercial (% PIB)	3,3	3,5	3,1	2,6	3,2	3,6	3,5	3,6	4,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,5	2,6	2,6	2,5	3,1	2,8	2,8	2,8	3,4
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,01	-0,01	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,60	-0,63	-1,00	-0,92
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,61	1,82	2,00	2,77	1,43	0,77	1,35	0,84	1,72
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,18	1,18	1,17	1,18
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	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.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-0,3	0,5	1,2	1,8	2,1	0,5	1,2	0,4	0,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,9	-2,1	-2,9	-0,4	-0,6	3,3	2,4	2,8	-1,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-3,0	-3,9	-13,2	25,1	-5,0	19,8	-0,7	19,3	-2,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	10,2	10,2	9,8	9,6	9,6	14,6	12,3	15,1	14,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)  
 Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información





en particular. Así, el PMI del sector de los servicios sigue por debajo de 50 puntos, abundando en la tónica europea de recuperación asimétrica sectorial y geográficamente.

De esta forma, hemos ajustado ligeramente a la baja nuestra proyección de crecimiento para el PIB de 2020 hasta el -9,8% (desde -9,3%), en virtud de los datos del segundo trimestre, de una más floja recuperación de las exportaciones y de un repunte de los contagios de la pandemia que podrían generar nuevas restricciones a la actividad económica (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a, 1.2.5-b y 1.2.5-c). Para 2021, por su parte, se prevé una recuperación del 6,3%; no obstante, debe señalarse que Italia sigue con el desafío de acometer reformas estructurales que le permitan elevar su crecimiento potencial y garantizar así la sostenibilidad fiscal de medio y largo plazo.

A los riesgos de la economía italiana, además de los habituales de elevado déficit, elevada deuda y la posible inestabilidad política, se añade la posibilidad de que la demanda externa tarde en recuperarse y también que la crisis afecte de sobremanera al desempleo. Hay esperanza en el impacto positivo de los fondos europeos, pero la vigilancia del uso de dichos fondos por parte de la Unión Europea y las condiciones estrictas para acceder a ellos, que será con base en proyectos, serán un desafío para el uso de la totalidad de los mismos.

## 1.2.6 Reino Unido

### Incertidumbre adicional por el final del periodo de transición del Brexit.

La economía del Reino Unido se contrajo -21,5% a/a en el segundo trimestre del año (-19,8% t/t), pero desde junio los indicadores de actividad se han recuperado moderadamente con los intentos de flexibilización del confinamiento y de las restricciones al turismo exterior. Como resultado, las ventas minoristas y las confianzas mejoraron moderadamente.

No obstante, la mejora parece ser, a la vista de los datos de crecimiento de los contagios (véase la Gráfica 1.2.6-c), poco duradera; el fuerte deterioro de la confianza (GfK) de los consumidores hasta septiembre así lo anticipa. De esta forma, hemos ajustado nuestra estimación de

- A la incertidumbre de la crisis originada por la pandemia, se añade el fin del periodo de transición del Brexit sin visos de un acuerdo comercial con la Unión Europea.
- Se ha revisado la previsión de crecimiento del PIB de 2020 hasta -9,6%, los riesgos a la baja crecen.
- El notable repunte de contagios del Covid-19 pone en entredicho la recuperación económica, incluso en 2021.

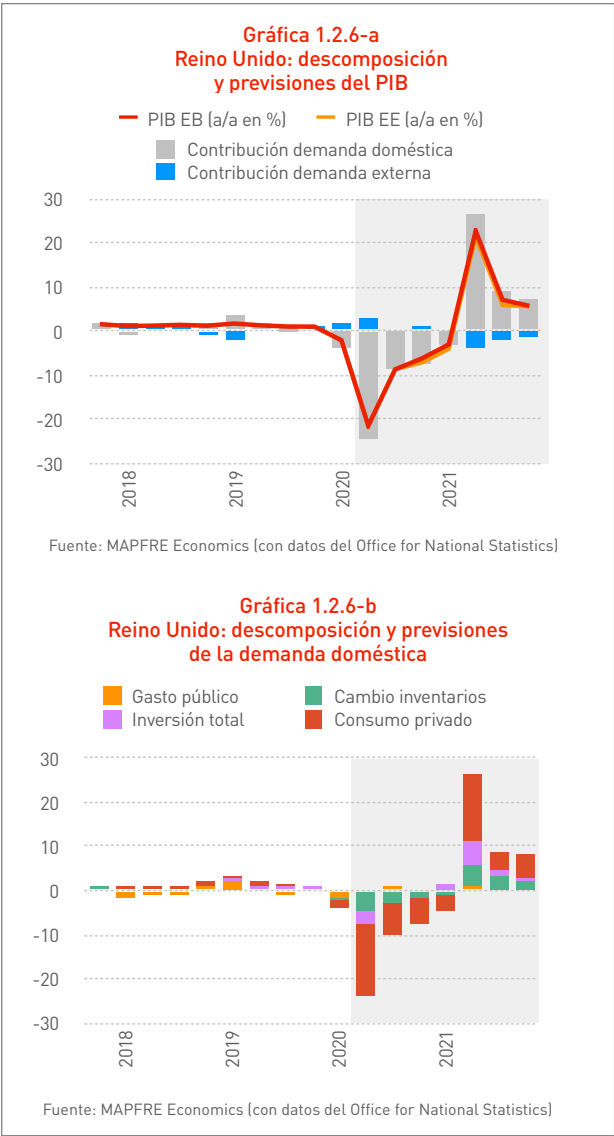
Tabla 1.2.6

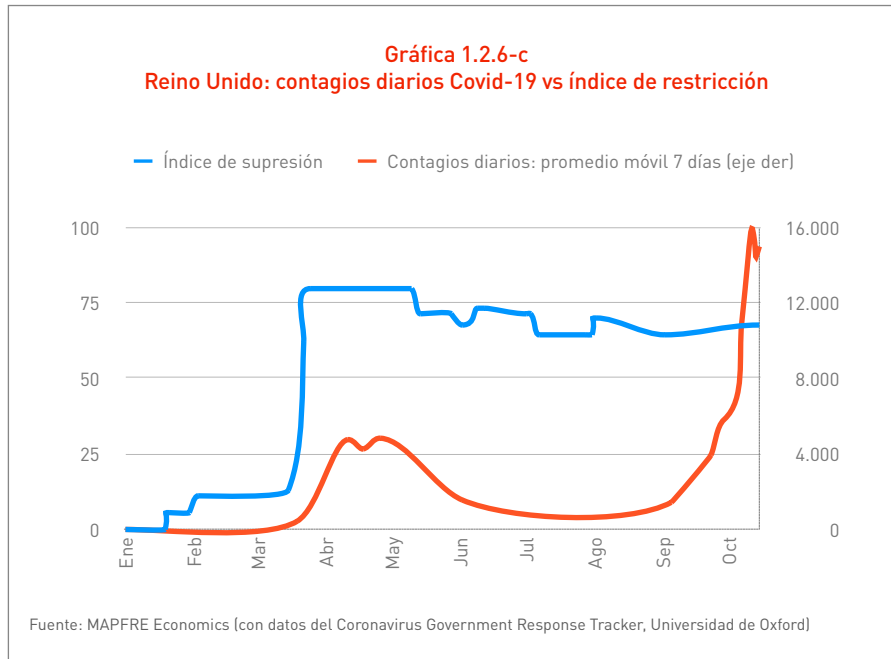
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 <sub>(e)</sub>	2021 <sub>(p)</sub>	2020 <sub>(e)</sub>	2021 <sub>(p)</sub>
PIB (% a/a, media)	2,4	1,7	1,7	1,3	1,3	-9,6	8,1	-9,8	7,2
Contribución de la demanda doméstica	2,9	3,1	1,5	0,3	1,6	-11,1	10,0	-11,3	9,1
Contribución de la demanda externa	-0,6	-1,4	0,2	0,9	-0,4	1,5	-1,8	1,5	-1,9
Contribución del consumo privado	1,8	2,3	0,6	0,8	0,5	-7,7	5,3	-7,9	4,8
Contribución de la inversión total	0,9	0,8	0,5	0,1	0,3	-2,3	2,1	-2,3	1,7
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,1	0,1	0,8	-0,9	2,3	-0,9	2,3
Consumo privado (% a/a, media)	3,0	3,7	1,0	1,3	0,8	-12,4	9,0	-12,7	8,3
Consumo público (% a/a, media)	1,8	1,0	0,7	0,6	4,1	-4,8	11,3	-4,8	11,3
Inversión total (% a/a, media)	5,3	4,5	2,8	0,4	1,5	-12,6	12,0	-13,1	10,0
Exportaciones (a/a en %)	2,8	2,7	5,5	3,0	2,8	-10,8	4,4	-10,9	3,1
Importaciones (a/a en %)	5,5	4,0	2,7	2,7	3,4	-16,8	13,4	-16,9	12,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,1	4,7	4,4	4,0	3,8	6,5	5,5	6,5	5,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,5	1,8	2,7	2,0	1,3	0,4	2,0	0,4	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-4,6	-3,3	-2,4	-2,2	-2,4	-15,4	-7,4	-15,4	-7,7
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,9	-0,5	0,5	0,5	0,1	-13,2	-5,3	-13,2	-5,5
Balance comercial (% PIB)	-6,0	-6,6	-6,5	-6,4	-5,9	-4,3	-4,6	-4,3	-4,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-5,0	-5,5	-3,8	-3,7	-4,3	-2,7	-3,7	-2,7	-3,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	0,10	-0,06	0,07	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,59	0,37	0,52	0,91	0,79	0,06	0,05	0,03	-0,04
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,02	1,28	1,25	1,33	0,91	0,27	0,37	0,20	0,36
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,48	1,23	1,35	1,28	1,32	1,32	1,33	1,32	1,33
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,36	1,17	1,13	1,11	1,18	1,12	1,12	1,13	1,13
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	3,0	3,7	4,0	3,1	2,1	3,1	3,2	3,1	3,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,9	4,5	9,4	7,1	-4,3	4,5	3,0	4,4	2,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-9,9	7,7	8,4	5,3	1,9	14,6	4,1	14,6	4,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	10,1	7,6	5,7	6,1	6,5	15,4	9,4	15,7	9,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)  
 Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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





crecimiento del PIB al -9,6% en 2020 y al 8,1% en 2021 (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

Debe destacarse que, para 2021, la incertidumbre respecto al desempeño de la economía del Reino Unido es más elevada que en los demás países de la región, por lo incierto de un eventual acuerdo comercial con la Unión Europea. Así, se mantiene la posibilidad de que, desde el 1 de enero de 2021, el Reino Unido deba someterse al protocolo de la Organización Mundial de Comercio (OMC) para establecer lazos comerciales con la Unión Europea, lo que le resta cualquier privilegio de acceso a la región.

Por otra parte, la inflación sigue moderándose, al 0,2% en agosto, con la subyacente bajando también al 0,9%, revelando la debilidad de la

demanda. Solo puede preverse una recuperación de la inflación cuando haya una clara recuperación de la demanda, pero esta crisis, que tendrá impacto en los salarios, hace difícil ver esa recuperación en estos momentos. De esta forma, nos preparamos para políticas monetarias laxas durante algún tiempo. En este sentido, en su reunión de septiembre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener los tipos de interés sin cambio en 0,10%. Es previsible que ahora las políticas de estímulo vendrán más por el lado fiscal y que, por tanto, el Banco de Inglaterra mantendrá el rumbo actual. Así, creemos que no habrá cambios, a menos que la economía se deteriore más de lo previsto, tanto si es por la pandemia como por la falta de acuerdo comercial con la Unión Europea.

Los riesgos para la economía británica se concentran tanto en una agravación de la crisis pandémica (que vuelva a forzar las restricciones a la movilidad y contacto social), como en el riesgo de no-acuerdo comercial con la Unión Europea, lo que cambiaría totalmente el panorama para el comercio exterior y las inversiones, en cuyo caso se tendría que revisar totalmente las expectativas de desempeño económico de ese país.

## 1.2.7 Japón

### Débil recuperación después de tres trimestres de contracción.

El PIB japonés se ha contraído en el segundo trimestre un -9,9% a/a (-7,9% t/t), la tercera contracción trimestral consecutiva, ya que el último trimestre de 2019 ya había sufrido una contracción por la subida de impuestos de octubre 2019. Así, el crecimiento trimestral deberá ir recuperándose, pero de una forma muy débil, y no será sino hasta el segundo trimestre de 2021 que podrán verse crecimientos interanuales positivos. El impulso económico solo se ha apoyado en la expansión fiscal y monetaria, ya que el consumo y la inversión seguirán mermadas por las caute-las de los agentes económicos ante un futuro poco claro. El nivel de

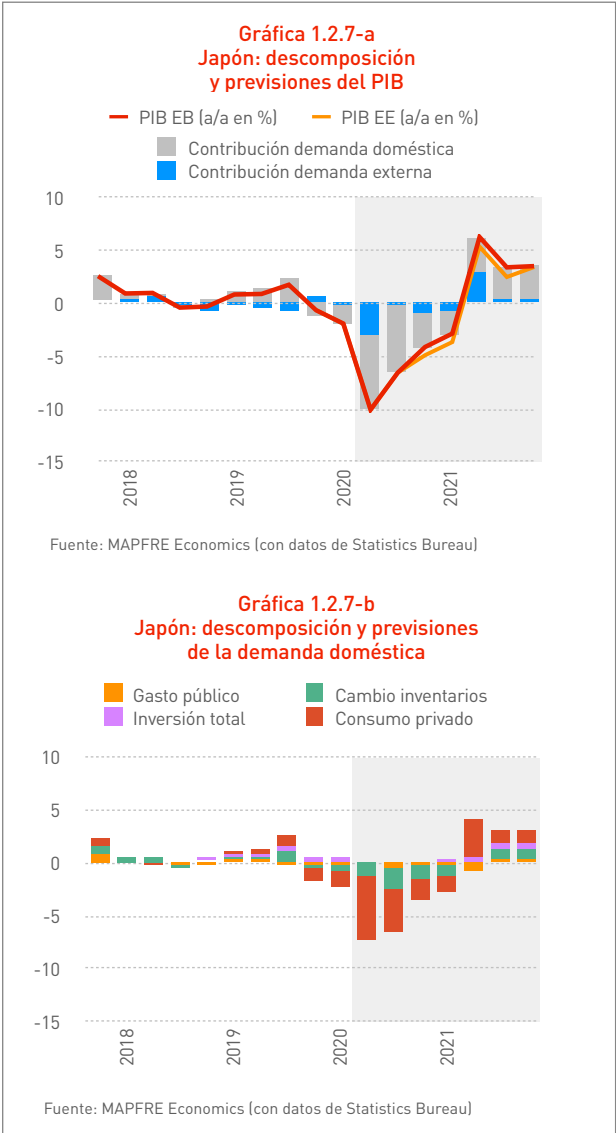
Tabla 1.2.7

Japón: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Base [EB]		Estresado [EE]	
						2020(e)	2021(p)	2020(e)	2021(p)
<b>PIB (% a/a, media)</b>	1,3	0,5	2,2	0,3	0,7	-5,7	2,6	-5,9	1,9
<b>Contribución de la demanda doméstica</b>	0,9	-0,1	1,6	0,3	0,9	-4,6	1,8	-4,8	1,4
<b>Contribución de la demanda externa</b>	0,4	0,6	0,6	0,0	-0,2	-1,1	0,8	-1,0	0,5
<b>Contribución del consumo privado</b>	-0,1	-0,2	0,8	-0,0	0,1	-3,4	1,2	-3,5	1,1
<b>Contribución de la inversión total</b>	0,4	-0,1	0,7	0,1	0,3	-1,2	0,3	-1,3	0,0
<b>Contribución del gasto público</b>	0,3	0,3	0,0	0,2	0,4	0,2	0,4	0,2	0,4
<b>Consumo privado (% a/a, media)</b>	-0,2	-0,3	1,3	-0,0	0,2	-6,0	2,2	-6,2	2,0
<b>Consumo público (% a/a, media)</b>	1,5	1,4	0,1	0,9	1,9	1,1	1,7	1,1	1,7
<b>Inversión total (% a/a, media)</b>	1,7	-0,3	3,0	0,6	1,3	-5,0	1,4	-5,5	0,2
<b>Exportaciones (a/a en %)</b>	3,0	1,7	6,8	3,5	-1,6	-14,5	7,4	-14,6	4,7
<b>Importaciones (a/a en %)</b>	0,7	-1,6	3,4	3,7	-0,6	-8,3	1,9	-8,5	0,9
<b>Tasa de paro (% , último trimestre)</b>	3,3	3,0	2,7	2,4	2,3	3,3	2,7	3,4	2,9
<b>Inflación (% a/a, último trimestre)</b>	0,2	0,3	0,6	0,9	0,5	-1,0	0,0	-1,0	-0,4
<b>Balance fiscal (% PIB)</b>	-3,6	-3,5	-3,0	-2,4	-2,6	-12,7	-9,0	-12,7	-9,2
<b>Balance fiscal primario (% PIB)</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Balance comercial (% PIB)</b>	-0,2	1,0	0,9	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
<b>Balance cuenta corriente (% PIB)</b>	3,1	3,9	4,2	3,6	3,6	2,9	3,5	3,0	3,5
<b>Tipo de interés oficial (final período)</b>	0,04	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,05	-0,12	-0,48	-0,50
<b>Tipo de interés a 3 meses (final período)</b>	0,08	-0,05	-0,02	-0,07	-0,05	-0,04	-0,11	-0,48	-0,50
<b>Tipo de interés a 10 años (final período)</b>	0,27	0,04	0,05	0,01	-0,02	-0,02	-0,05	-0,16	-0,15
<b>Tipo de cambio vs USD (fin período)</b>	120,50	116,80	112,90	110,83	109,12	105,89	106,07	106,81	106,58
<b>Tipo de cambio vs Euro (fin período)</b>	131,19	123,12	135,40	126,90	122,59	124,82	125,38	124,91	125,52
<b>Crédito privado (% a/a, media)</b>	2,0	2,2	4,2	2,9	2,4	5,8	3,0	5,7	2,1
<b>Crédito familias (% a/a, media)</b>	1,4	1,5	2,5	3,0	2,4	2,1	-0,7	2,1	-0,6
<b>Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)</b>	0,4	1,8	2,2	1,9	3,4	7,8	1,6	7,8	1,6
<b>Crédito S.P. financiero (% a/a, media)</b>	7,8	-0,2	8,0	6,3	3,0	15,6	-3,2	15,6	-3,0
<b>Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)</b>	1,2	2,9	2,5	4,3	4,9	9,3	7,0	9,5	7,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)  
 Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información





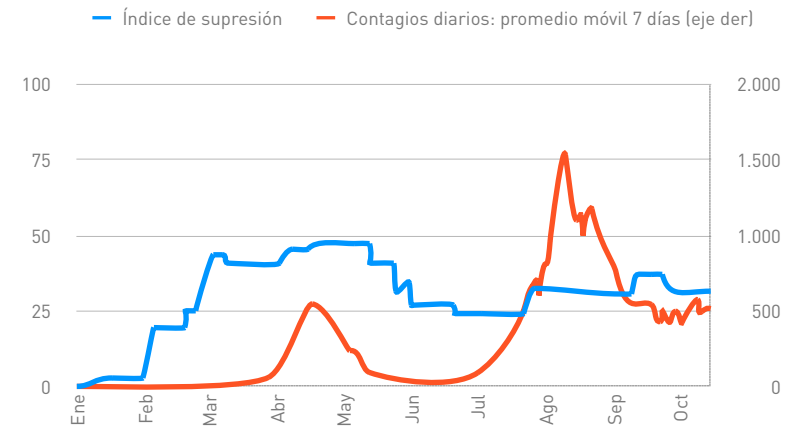
- El nuevo primer ministro de Japón, Yoshihide Suga, deberá seguir con las políticas económicas de su antecesor.
- Se prevé una contracción del PIB del -5,7% en 2020 y un rebote débil en 2021 del 2,6%.
- El Banco de Japón seguirá apoyando la economía con la compra de activos.
- El gobierno también piensa ampliar su programa de inversión y financiación con cargo a la emisión de deuda.

ahorro de las familias es alto (repunta al 9% del PIB en 2020), tanto por el menor movimiento en los comercios como por convicción (cultura de ahorro). Adicionalmente, Japón ha logrado un control bastante efectivo de los contagios de la pandemia, lo que ha limitado las medidas de confinamiento y distanciamiento social y, en consecuencia, afectaciones adicionales al desempeño económico (véase la Gráfica 1.2.7-c). Con base en lo anterior, hemos ajustado nuestra previsión de crecimiento económico para el 2020 al

-5,7%, y 2,6% en 2021, desde los -6,0% y -2,8% previos, respectivamente (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

En este contexto de atonía de la actividad, la inflación se situó en 0,2% en septiembre, con la subyacente en -0,2%, y se prevé que siga muy cercana a cero en los próximos trimestres, al menos mientras no se fortalezca la demanda. El Banco de Japón mantuvo tipos de interés en el -0.10% en su reunión septiembre y, por ahora, Haruhiko Kuroda, gobernador del Banco de Japón, no tiene intenciones de cambiar la política monetaria, pero ha indicado su voluntad de estar alineado con las políticas del gobierno, mostrando una continuidad con el ejecutivo anterior. El banco central seguirá con el programa de compras de activos en marcha. Con la inflación tan baja, la tendencia será continuar apoyando a la economía con políticas monetaria y fiscal expansivas.

Gráfica 1.2.7-c  
Japón: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford)

El Primer Ministro Yoshihide Suga asumió el cargo el 16 de septiembre, tras ganar las elecciones del Partido Liberal Democrático (PLD) para reemplazar al ex primer ministro Shinzō Abe, quien renunció al puesto por razones de salud. La política del nuevo primer ministro se espera que sea de continuidad con la anterior. Cabe señalar que Suga tiene un mandato corto hasta septiembre de 2021, ya que está en sustitución de Abe, y cuando lleguen esas fechas se deberán realizar nuevas elecciones.

Los riesgos para la economía de Japón son los de la continuación de la atonía, por una demanda débil y, en consecuencia, baja necesidad de inversión. La política monetaria es expansiva desde hace años y tiene ya un espacio muy limitado para incrementarse. Así, el impulso solo puede venir de la expansión fiscal que, a su vez, tiene el riesgo de aumentar la

carga futura en los ciudadanos en un momento en que el envejecimiento poblacional y el aumento de los costes de seguridad social es ya una preocupación.

## 1.2.8 Turquía

### La vulnerabilidad externa, el talón de Aquiles.

Tras la contracción de la economía turca durante el segundo trimestre del año (-10% a/a) como resultado de la fuerte depreciación de la lira y de los efectos de la pandemia, se han registrado señales de alta frecuencia (movilidad y consumo con tarjetas) que indican una recuperación durante el tercer trimestre.

Creemos, sin embargo, que esta recuperación es temporal y sostenida por el relajamiento de las medidas de restricción en materia sanitaria, y que podrían diluirse al tenor de los nuevos casos de infección de Covid-19 (véase la Gráfica 1.2.8-c). Esto, sumado a la creciente incertidumbre de política económica, nos hace pensar que tras la pausa del tercer trimestre, la economía volverá a contraerse durante el cuarto trimestre del año y adentrándose en el siguiente. De esta forma, se prevé una caída en el crecimiento del PIB del -2,7% en 2020 y una recuperación de 4,6% en 2021 (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

- Se han registrado mejores datos de actividad y de consumo entre el segundo y tercer trimestre del año, lo que permite ser menos pesimista para el 2020.
- Se ha revisado el crecimiento del PIB al -2,7% para 2020; la recuperación de 2021 (4,6%) estará condicionada por la vulnerabilidad externa.
- Los riesgos sobre la sostenibilidad de la posición externa y el tensionamiento de la balanza de pagos arrastrarán a la lira turca.

Por otra parte, pese a la atonía de la demanda, la fuerte dependencia externa en un entorno de depreciación del tipo de cambio, llevó a la inflación a situarse en 11,7% en septiembre y la subyacente en 11,3%, lo que indica que las expectativas de inflación siguen lejos de estar ancladas en el objetivo del Banco Central. Ante la fuerte depreciación cambiaria y con la inflación lejos de la zona objetivo, el Banco Central de Turquía ha endurecido en septiembre su sesgo monetario subiendo +200 puntos básicos el Repo a 1 semana, hasta 10,25%, lo que, en términos de coste ponderado de financiación, supone un tipo efectivo superior al 11%. Se trata de un giro en la postura monetaria que la lleva al terreno restrictivo en mitad de la pandemia, lo que abunda en nuestra opinión de que 2020 será complejo en términos de actividad.

Gráfica 1.2.8-c  
Turquía: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción

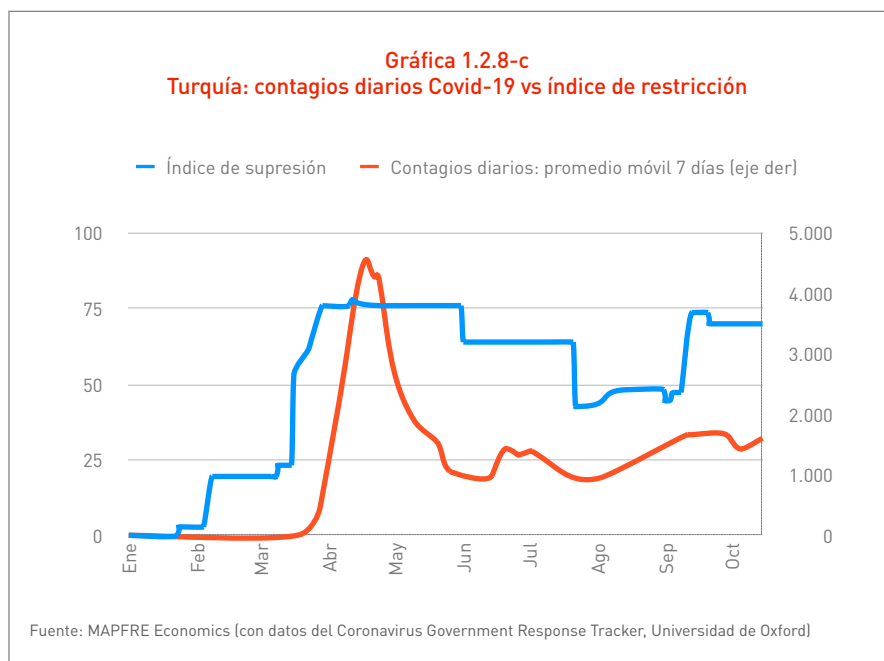
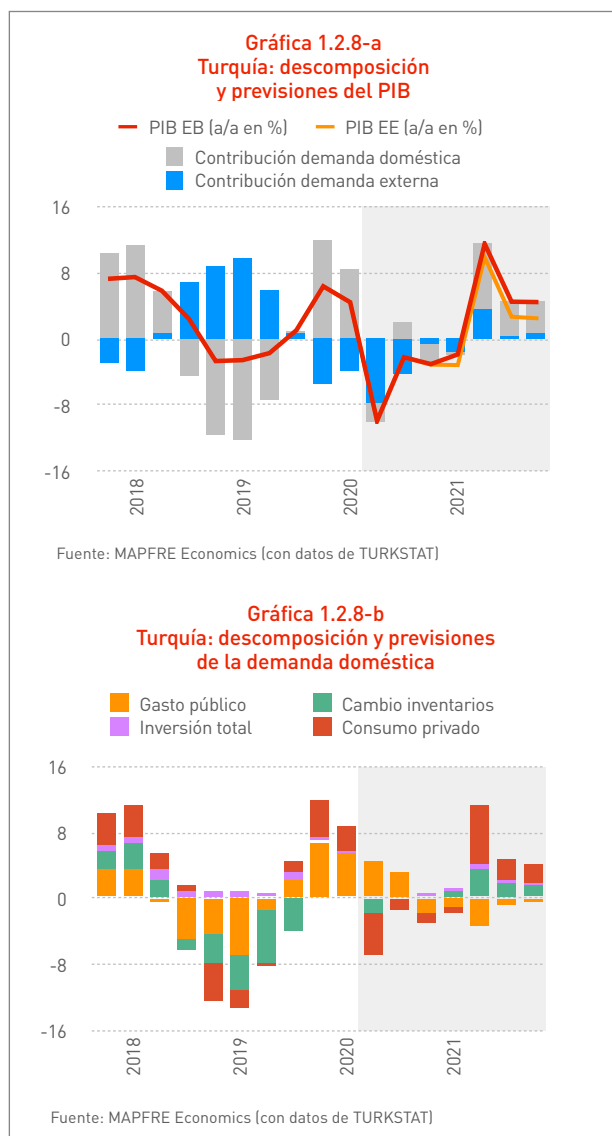


Tabla 1.2.8

Turquía: principales agregados macroeconómicos



	2015	2016	2017	2018	2019	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>	2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a, media)	6,0	3,4	7,4	3,3	0,8	-2,7	4,6	-2,7	3,0
Contribución de la demanda doméstica	5,4	4,6	7,0	0,1	-1,9	1,5	3,9	1,5	3,3
Contribución de la demanda externa	0,6	-1,1	0,4	3,2	2,6	-4,1	0,7	-4,2	-0,3
Contribución del consumo privado	3,3	2,3	3,5	0,6	0,8	-1,2	2,9	-1,2	2,6
Contribución de la inversión total	2,6	0,7	2,4	0,2	-3,6	-0,5	1,9	-0,5	1,6
Contribución del gasto público	0,5	1,3	0,7	0,9	0,6	0,2	0,5	0,2	0,4
Consumo privado (% a/a, media)	5,4	3,8	5,9	0,9	1,5	-2,0	4,9	-2,0	4,4
Consumo público (% a/a, media)	3,5	9,8	5,2	6,6	4,6	1,6	3,2	1,6	2,9
Inversión total (% a/a, media)	9,1	2,4	8,2	0,5	-12,1	-2,0	7,5	-2,0	6,5
Exportaciones (a/a en %)	3,2	-1,6	12,5	8,7	5,1	-17,6	13,7	-17,7	12,3
Importaciones (a/a en %)	0,7	3,0	10,5	-4,9	-4,2	-0,7	9,1	-0,8	8,0
Tasa de paro (% último trimestre)	10,5	12,1	10,3	12,3	13,3	14,6	12,1	14,6	12,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	8,8	8,5	11,9	20,3	11,8	11,1	8,8	11,1	8,4
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-1,3	-1,6	-1,9	-2,9	-4,7	-2,8	-4,7	-2,9
Balance fiscal primario (% PIB)	1,2	0,7	0,2	0,0	-0,6	-1,6	1,0	-1,6	0,9
Balance comercial (% PIB)	-5,7	-4,6	-6,8	-5,2	-2,2	-4,1	-4,3	-4,1	-4,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,2	-3,1	-4,7	-2,6	1,2	-4,2	-3,7	-4,2	-3,8
Tipo de interés oficial (final período)	8,81	8,31	12,75	24,06	11,43	12,59	11,17	12,57	10,47
Tipo de interés a 3 meses (final período)	11,47	9,90	14,61	24,07	10,76	12,76	11,27	12,84	11,56
Tipo de interés a 10 años (final período)	10,74	11,40	11,72	16,53	11,95	12,35	11,28	11,96	10,85
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,92	3,52	3,79	5,29	5,95	7,89	8,13	7,89	8,19
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3,18	3,71	4,55	6,06	6,68	9,30	9,61	9,23	9,65
Crédito privado (% a/a, media)	22,9	13,1	20,9	20,2	8,5	23,9	6,6	23,9	6,5
Crédito familias (% a/a, media)	12,5	7,1	17,5	9,8	3,3	41,2	16,3	41,2	15,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	29,9	14,7	24,3	20,9	5,4	25,9	5,5	25,9	3,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	26,4	9,0	27,2	25,1	18,3	27,7	17,5	27,7	15,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	28,3	32,8	30,9	30,1	28,6	21,4	24,8	21,4	24,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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

A los desequilibrios estructurales que tradicionalmente han pesado sobre la lira turca (que se explican en el Recuadro 1.1.1-a y en el análisis sobre vulnerabilidad cambiaria emergente presentado en nuestro informe del trimestre anterior<sup>2</sup>), se ha unido la reciente sequía de flujos de cartera y crédito como respuesta a la fase de fuerte aversión al riesgo global vivido, empujando la lira turca más allá de lo que actualmente indicarían sus fundamentales (en torno a los 7,80 TRY/USD), y con visos de que siga así durante un tiempo por razones tanto idiosincrásicas como globales. Además, la fuerte dolarización de depósitos en dólares y la dependencia de flujos en monedas duras, suponen aún mayor presión a la moneda.

## 1.2.9 México

### Una caída más acusada del crecimiento en 2020 y sin espacio fiscal para contrarrestarla.

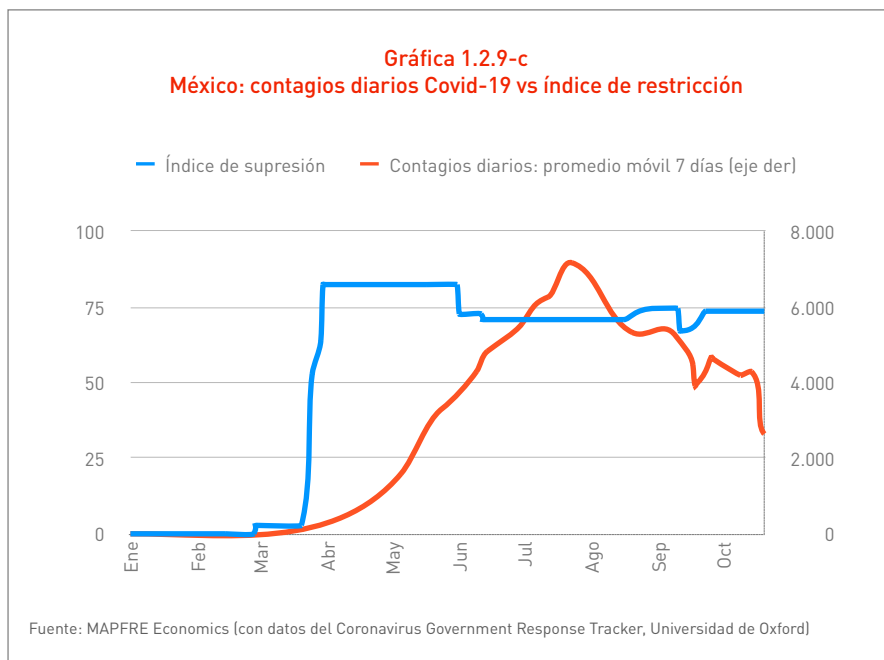
La economía mexicana se contrajo -18,7% a/a en el segundo trimestre de año, con severas caídas en todas las rúbricas de la contabilidad nacional como resultado del *shock* global y de los efectos directos e indirectos de la pandemia que aún no se halla controlada (véase la Gráfica 1.2.9-c). Aunque los indicadores más recientes muestran una relativa estabilización en el tercer trimestre, la recuperación que resta será lenta y frágil, y no devolverá a la economía mexicana a los niveles de 2019

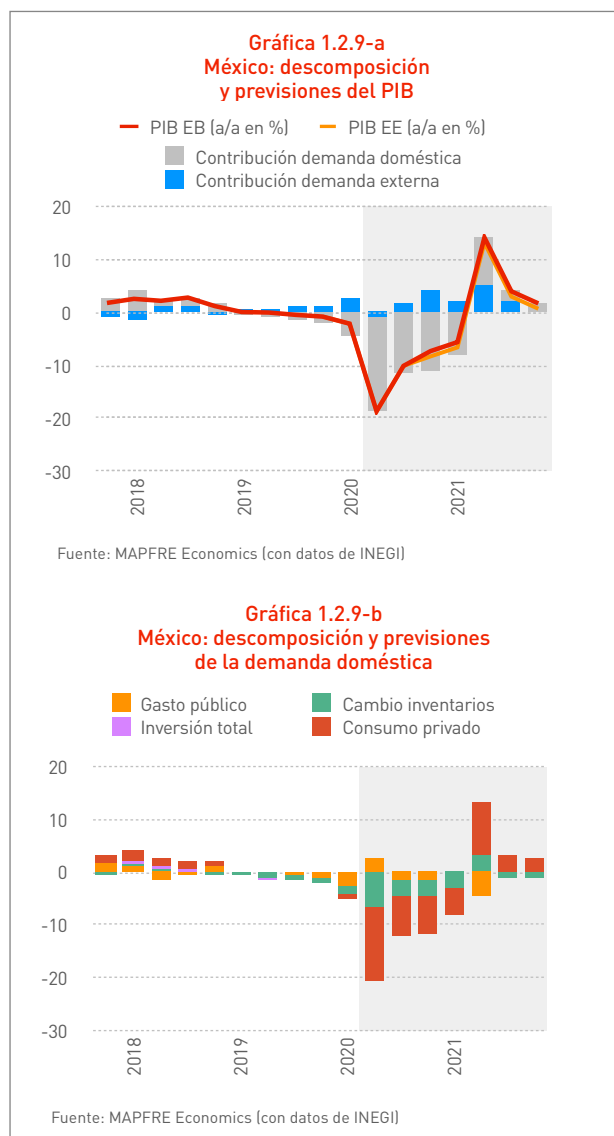
- Con base en los datos de actividad del segundo trimestre, así como los adelantados del tercer trimestre, se ha revisado la previsión de crecimiento del PIB de México para 2020 hasta -9,6%; se avista una recuperación más débil en 2021.
- El reducido precio del crudo y el esfuerzo fiscal realizado podría obligar a ajustes fiscales, al tiempo que se agota el margen para los estímulos monetarios.
- La depreciación del peso a lo largo de la crisis provocada por la pandemia se percibe en la inflación.

sino hasta 2023, en el mejor de los casos. De esta forma, hemos ajustado a la baja el crecimiento económico para 2020 en -9,6%, así como la recuperación de 2021 al 3,6% (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Una inflación relativamente controlada y la estabilización del peso en el entorno de 21,5 MXN/USD, junto al sesgo acomodaticio de la Reserva Federal, permitió al Banco de México, en su reunión de septiembre, recortar otros 25 puntos básicos en el tipo de intervención, acumulando 300 puntos básicos de bajada en lo que va de año hasta el actual 4,25%, en un claro sesgo de laxitud monetaria. Estas bajadas en apoyo de la actividad económica han sido posibles gracias a una inflación relativamente controlada, la cual, en septiembre, se situaba en 4,01%

Gráfica 1.2.9-c  
México: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción





**Tabla 1.2.9**  
México: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020(e)	2021(p)	2020(e)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	3,3	2,4	2,3	2,2	-0,3	-9,6	3,6	-9,8	2,6
Contribución de la demanda doméstica	2,5	2,0	3,2	2,2	-1,2	-11,4	1,1	-11,7	1,2
Contribución de la demanda externa	0,8	0,4	-0,9	-0,0	0,9	1,8	2,5	1,9	1,4
Contribución del consumo privado	1,8	2,3	2,3	1,6	0,3	-7,3	2,6	-7,4	2,8
Contribución de la inversión total	1,0	0,2	-0,2	0,2	-1,0	-3,7	-0,5	-3,8	-0,4
Contribución del gasto público	0,2	0,3	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,1
Consumo privado (% a/a, media)	2,7	3,5	3,4	2,4	0,4	-10,7	4,0	-11,0	4,3
Consumo público (% a/a, media)	1,9	2,6	0,7	2,8	-1,4	2,4	0,6	2,4	0,6
Inversión total (% a/a, media)	4,9	0,9	-1,1	1,0	-5,1	-19,0	-2,0	-19,8	-1,6
Exportaciones (a/a en %)	8,6	3,6	4,3	5,9	1,5	-10,7	10,5	-10,9	5,1
Importaciones (a/a en %)	6,0	2,4	6,9	5,9	-0,9	-16,4	4,0	-16,8	1,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,2	3,5	3,3	3,3	3,4	5,2	5,0	5,3	5,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,1	3,4	6,8	4,8	2,8	3,7	2,7	3,7	2,4
Balance fiscal (% PIB)	-3,4	-2,5	-1,1	-2,0	-1,7	-3,1	-3,8	-3,2	-3,9
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,2	-0,1	1,4	0,6	1,1	-0,0	-0,9	-0,0	-1,0
Balance comercial (% PIB)	-1,2	-1,2	-0,9	-1,1	0,4	2,1	4,4	2,2	3,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,7	-2,3	-1,8	-2,1	-0,3	1,1	3,1	1,1	2,1
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	5,75	7,25	8,25	7,25	4,00	4,00	4,05	2,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,58	6,19	7,66	8,63	7,45	4,33	4,25	4,42	3,00
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,28	7,42	7,66	8,70	6,84	5,79	5,70	5,52	5,37
Tipo de cambio vs USD (fin período)	17,20	20,74	19,67	19,65	18,93	22,86	22,55	22,91	22,97
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	18,73	21,86	23,59	22,50	21,26	26,95	26,65	26,79	27,06
Crédito privado (% a/a, media)	13,6	16,3	12,1	10,4	8,9	-1,2	8,1	-1,4	6,9
Crédito familias (% a/a, media)	8,4	12,8	10,0	8,4	6,2	3,8	8,3	3,8	7,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	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	6,2	11,4	14,3	11,1	13,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	14,7	12,8	10,7	12,4	16,6	25,4	21,4	25,5	20,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)  
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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

(apenas por encima del límite superior de la banda objetivo del banco central). No obstante, parece no haber mucho espacio adicional para nuevas bajadas, ya que la estabilidad del tipo de cambio es un factor a tener en cuenta. De hecho, la rebaja de tipos de interés de septiembre ya ha provocado un pequeño ajuste en el valor de la moneda.

El gobierno ha presentado los presupuestos de 2021 con un tono de austeridad fiscal, proyectando un déficit primario de cero en un contexto de bajos ingresos fiscales y petroleros (por precio y cantidad), por lo que no hay espacio fiscal alguno para mitigar nuevos envites de la pandemia. Como el resto de los países de América Latina, la emisión de deuda está siendo la única fuente para financiar medidas de contención económica ante el Covid-19, aunque el gobierno mexicano ha reiterado en repetidas ocasiones su resistencia a elevar los niveles de deuda.

Los riesgos para la economía de México están, por un lado, en el contexto exterior de contracción y menores precios del petróleo y, por otro, en el consumo interno que, por la pandemia y el bajo nivel de ayudas públicas activado, se encuentra muy debilitado.

## 1.2.10 Brasil

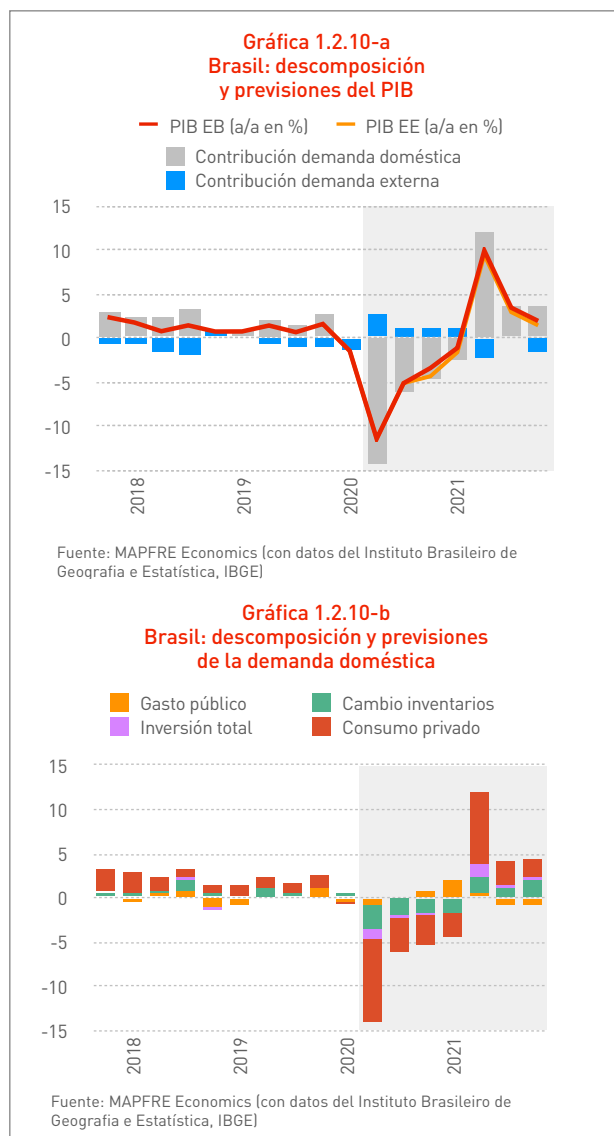
### Mejora económica ante un confinamiento no tan severo.

La economía brasileña se contrajo un -11,4% a/a en el segundo trimestre del año, con una caída menor que la registrada en otros países, gracias a la mayor laxitud en las medidas de confinamiento y distanciamiento social implementadas para lidiar con la pandemia del Covid-19 (véase la Gráfica 1.2.10-c). Con todo, los niveles de actividad previos a la pandemia se hallan aún muy lejos. De esta forma, se ha revisado la previsión de crecimiento del PIB para 2020 al alza hasta el -5,3%, desde el -7,5% de nuestro informe previo (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

Cabe señalar que Brasil también experimentó tensiones en su balanza de pagos, al registrar importantes salidas netas de flujos de cartera en la transición del primero al segundo trimestre del año. Sin embargo, estas salidas tendieron a estabilizarse en el tercer trimestre, no solamente con la relajación de la aversión al riesgo global, sino también con la repatriación de flujos domésticos, lo que permitió más holgura a su cuenta financiera. La cuenta corriente, por su parte, se mostró más estable al ajustar fuertemente las importaciones y no sufrir tanto por el lado exportador dada su menor dependencia a las materias primas que otras economías de la región (la cuenta corriente se ubica ahora en el umbral de déficit estable que definimos en nuestra analítica sobre el tema<sup>3</sup>). Esto permite prever que sea un soporte para la estabilidad del real brasileño durante las próximas turbulencias globales. La balanza por cuenta corriente, acercándose al equilibrio, se situó en -1,6% en agosto, con las exportaciones con una tendencia estable en el segundo trimestre (+0,5%) y las importaciones a la baja (-15%).

Por otra parte, la inflación de agosto se situó en 2,4%, y está repuntando especialmente debido a los alimentos y bebidas. El banco central prevé una inflación de 2,1% en 2020 y 3,0% en 2021. El Comité de Política Monetaria ha sostenido su intención de mantener los estímulos monetarios, los cuales solo se alterarían en caso de desviación significativa en la meta de inflación. Así, el Banco Central ha mantenido en septiembre la tasa Selic en 2,00%, indicando que los riesgos de inflación son en ambas direcciones.

- **Un confinamiento menos severo y una actividad que se reactiva, mejoran la previsión de crecimiento del PIB de Brasil en 2020 al -5,3%.**
- **Pese a la reactivación, la actividad tardará en volver a los niveles previos al Covid-19.**
- **La crisis pone en riesgo el programa de reformas estructurales y, por lo tanto, la estabilidad soberana de largo plazo.**



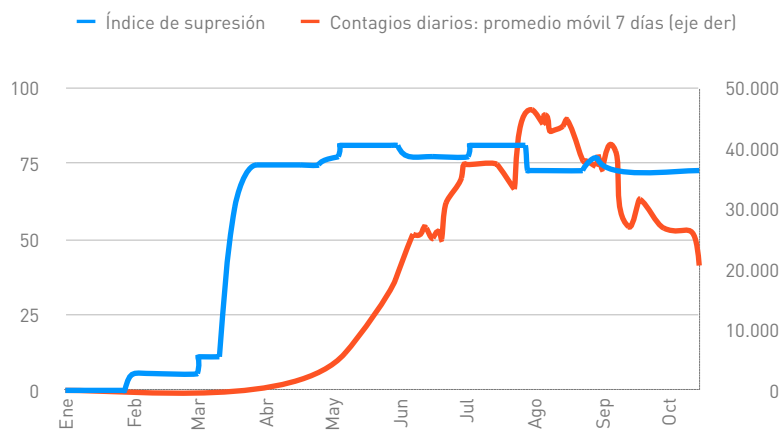
**Tabla 1.2.10**  
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020(e)	2021(p)	2020(e)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	-3,5	-3,5	1,6	1,2	1,1	-5,3	3,6	-5,6	3,1
Contribución de la demanda doméstica	-7,1	-5,3	2,0	2,0	1,7	-6,3	4,2	-6,5	3,7
Contribución de la demanda externa	3,6	1,9	-0,4	-0,8	-0,6	0,9	-0,6	1,0	-0,7
Contribución del consumo privado	-2,2	-2,6	1,3	1,4	1,3	-4,3	2,6	-4,4	2,4
Contribución de la inversión total	-2,9	-2,3	-0,4	0,6	0,4	-1,4	0,8	-1,5	0,5
Contribución del gasto público	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,5	0,6	-0,5	0,6
Consumo privado (% a/a, media)	-3,2	-3,8	2,0	2,1	1,8	-6,2	3,8	-6,4	3,6
Consumo público (% a/a, media)	-1,4	0,2	-0,7	0,4	-0,4	-2,9	3,1	-2,9	3,1
Inversión total (% a/a, media)	-14,0	-12,1	-2,2	3,7	2,3	-8,4	5,2	-9,1	3,7
Exportaciones (a/a en %)	6,9	0,8	5,4	3,4	-2,4	0,5	3,1	0,4	1,3
Importaciones (a/a en %)	-14,0	-9,8	7,3	7,7	1,2	-6,0	7,5	-6,2	6,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	8,9	12,0	11,8	11,6	11,0	13,7	11,2	13,8	11,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	10,7	6,3	2,9	3,7	4,3	2,0	2,9	2,0	2,7
Balance fiscal (% PIB)	-10,2	-9,0	-7,8	-7,1	-5,9	-18,0	-8,1	-18,1	-8,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,9	-2,5	-1,7	-1,6	-0,9	-13,7	-4,1	-13,8	-4,3
Balance comercial (% PIB)	1,0	2,5	3,1	2,8	2,2	4,1	3,4	4,1	3,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,0	-1,3	-0,7	-2,2	-2,8	0,3	-1,3	0,3	-1,4
Tipo de interés oficial (final período)	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	1,75	2,50	1,75	0,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	14,15	13,65	6,90	6,40	4,40	1,83	2,75	1,91	0,63
Tipo de interés a 10 años (final período)	16,10	11,36	10,24	9,28	6,86	7,67	7,79	7,39	7,48
Tipo de cambio vs USD (fin período)	3,90	3,26	3,31	3,87	4,03	5,53	5,10	5,55	5,59
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	4,25	3,43	3,97	4,44	4,53	6,52	6,46	6,50	6,58
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	10,2	4,4	4,7	7,0	10,8	8,2	13,5	8,2	13,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	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.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	18,5	17,2	17,4	16,1	15,8	17,3	17,2	17,4	17,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)  
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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

Gráfica 1.2.10-c  
Brasil: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford)

Los riesgos para la moneda y la inflación dependen también, en alguna medida, de las perspectivas para el déficit fiscal y de la percepción de los mercados sobre el compromiso de seguir con las necesarias reformas estructurales para la economía brasileña. El aumento de gasto (el gobierno ha activado un presupuesto para luchar contra los efectos económicos de la pandemia que asciende a 5,6% del PIB), junto con la caída de los ingresos fiscales, podría llevar el déficit a niveles récord del 18% del PIB, y la deuda total del gobierno podrá llegar al 91% del PIB. Así, a nivel de los riesgos para la economía de Brasil, el foco, además de la evolución de la pandemia, está en las incertidumbres que generarán la reducción paulatina de las ayudas excepcionales del gobierno, así como en que la pandemia no descarrile el camino de las reformas estructurales que siguen siendo imprescindibles para el equilibrio de las cuentas soberanas a largo plazo.

## 1.2.11 Argentina

### Difícil salida de la crisis.

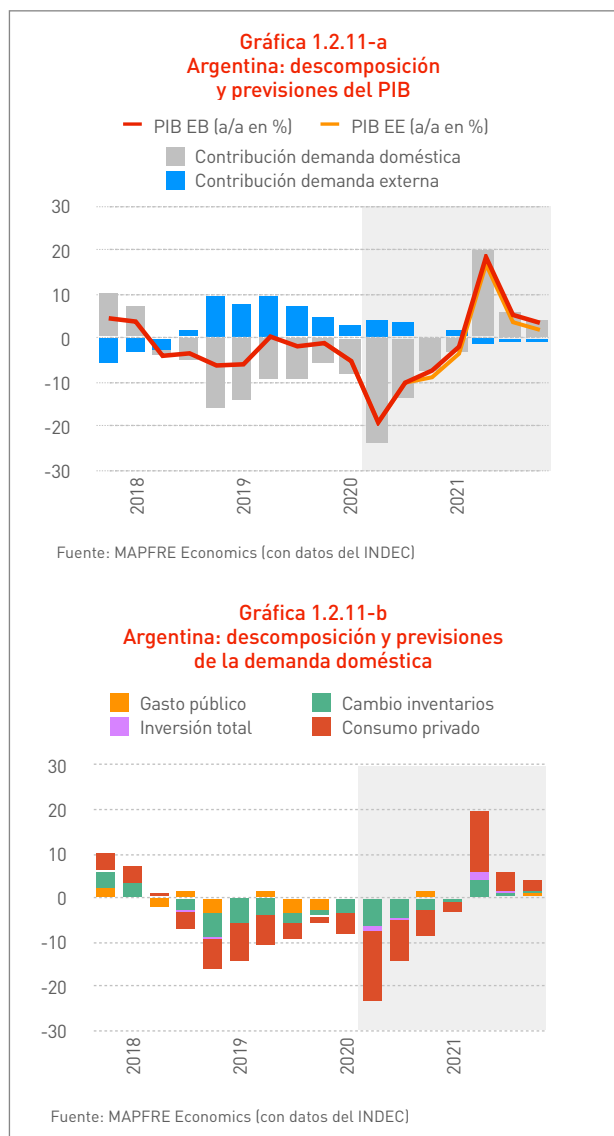
A pesar del escaso éxito en el control del número de contagios del Covid-19, Argentina ha tenido unas medidas de confinamiento de las más estrictas (véase la Gráfica 1.2.11-c). Esto ha llevado a que el PIB del segundo trimestre se redujera un -19,1% a/a (-16,2% t/t), con una contracción muy acusada de la demanda doméstica con motivo de las restricciones a la movilidad más elevadas del

mundo que han pesado sobre construcción, importaciones y consumo, sin apoyo del sector público (gasto público -10%). Así, hemos revisado a la baja nuestra estimación de crecimiento para el PIB de 2020 a -10,4%, dada la contracción ocurrida en el segundo trimestre y las difíciles perspectivas de recuperación en el tercero, con una recuperación parcial de la actividad en 2021 del 6,3% (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b). No obstante, la recuperación será solo parcial y se irá alejando, dadas las dificultades para estimular la demanda por la crisis que es financiera además de sanitaria.

Ante el colapso de la demanda y gracias a la flexibilidad cambiaria actual, la balanza comercial y la cuenta corriente ha entrado en terreno positivo, donde pensamos se mantendrá durante los próximos meses. El balance fiscal primario, por su parte, se deterioró pese a los esfuerzos de consolidación dado la carga de sus estabilizadores automáticos. Pensamos, sin embargo, que este irá moderándose a medida que los

- La crisis económica argentina, además de la provocada por la pandemia, sigue siendo financiera y económica.
- La monetización del déficit fiscal presiona a la moneda que seguirá depreciándose.
- Se ha rebajado la expectativa de contracción del PIB al -10,4% en 2020.





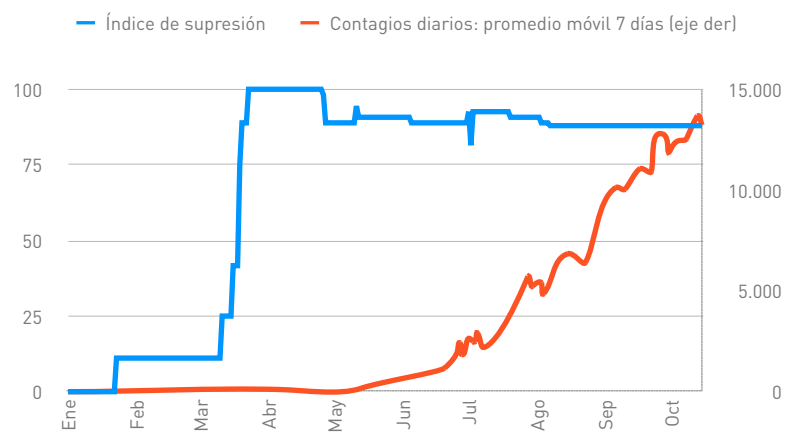
**Tabla 1.2.11**  
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Base [EB]		Estresado [EE]	
						2020(e)	2021(p)	2020(e)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	2,7	-2,0	2,8	-2,4	-2,1	-10,4	6,3	-10,8	4,7
Contribución de la demanda doméstica	4,4	-1,6	6,4	-3,9	-9,4	-13,1	6,6	-13,5	4,8
Contribución de la demanda externa	-1,7	-0,4	-3,6	1,5	7,3	2,7	-0,3	2,7	-0,1
Contribución del consumo privado	2,5	-0,5	3,0	-1,6	-4,8	-8,9	4,5	-9,1	3,6
Contribución de la inversión total	0,7	-1,1	2,5	-1,2	-3,2	-4,2	1,1	-4,4	0,3
Contribución del gasto público	0,9	-0,1	0,4	-0,2	-0,1	-0,4	0,7	-0,4	0,7
Consumo privado (% a/a, media)	3,7	-0,7	4,2	-2,4	-6,3	-12,6	6,7	-12,9	5,4
Consumo público (% a/a, media)	6,9	-0,5	2,7	-1,6	-1,0	-3,1	4,5	-3,1	4,5
Inversión total (% a/a, media)	3,4	-5,7	13,2	-4,8	-15,5	-24,8	8,5	-25,9	2,6
Exportaciones (a/a en %)	-2,8	6,0	2,6	0,8	9,1	-8,9	6,2	-9,0	4,5
Importaciones (a/a en %)	4,9	6,1	15,5	-3,6	-18,5	-19,8	8,3	-20,2	5,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,0	7,6	7,2	9,1	8,9	11,0	9,1	11,3	9,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	26,0	37,5	23,3	47,4	52,2	38,7	40,0	38,6	39,4
Balance fiscal (% PIB)	-5,9	-5,8	-5,9	-5,0	-3,8	-8,9	-5,9	-9,0	-6,2
Balance fiscal primario (% PIB)	-3,9	-4,2	-3,8	-2,3	-0,4	-6,9	-4,4	-6,9	-4,7
Balance comercial (% PIB)	-0,1	0,8	-0,8	-0,1	4,1	5,6	4,4	5,6	4,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,7	-2,7	-4,8	-5,0	-0,9	2,5	1,7	2,5	1,7
Tipo de interés oficial (final período)	33,00	24,75	28,75	59,25	55,00	38,00	37,97	37,97	37,64
Tipo de interés a 3 meses (final período)	23,50	26,23	27,44	56,76	45,13	25,07	27,01	25,22	27,26
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,65	7,00	5,91	10,86	19,36	14,23	7,91	14,12	7,70
Tipo de cambio vs USD (fin período)	13,04	15,89	18,65	37,70	59,89	81,94	113,35	82,28	114,94
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	14,20	16,75	22,37	43,17	67,28	96,60	133,99	96,22	135,36
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	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.	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.	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.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INDEC)  
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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

**Gráfica 1.2.11-c**  
**Argentina: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford)

ingresos fiscales se establezcan. El país ha reestructurado la deuda emitida bajo ley extranjera por importe de 66 millardos de dólares, habiendo conseguido unos tipos de interés del 3%, en vez del 7%, y un aplazamiento de la devolución del principal por 38 millardos de dólares que vencía en 10 años. Pese a los esfuerzos por dominar el problema de los déficit gemelos (fiscal y en cuenta corriente) en el contexto de la crisis global, el problema estructural de la economía argentina permanecerá. El Banco Central monetiza su déficit fiscal sin reservas, contribuyendo a la expansión de la masa monetaria (88% el M3 en septiembre); así, la persistencia de la inflación continúa apoyando la devaluación de la moneda.

El tipo de interés de referencia del Banco Central (LELIQ a 7 días) está estable en 38% desde marzo. No esperamos cambios en tipos oficiales al no haber margen para ello. Con la base monetaria M2 casi del doble del

año anterior (crecimiento del 90%), las restricciones en el acceso al mercado oficial de dólares por el nivel bajo de reservas, y el recurso a los mercados paralelos de dólares, posiblemente se encarecerán las importaciones y la inflación tenderá a permanecer elevada. En este sentido, la inflación de agosto se situó en 35,3%. El estímulo monetario vía financiación del déficit estatal es ya altamente expansivo.

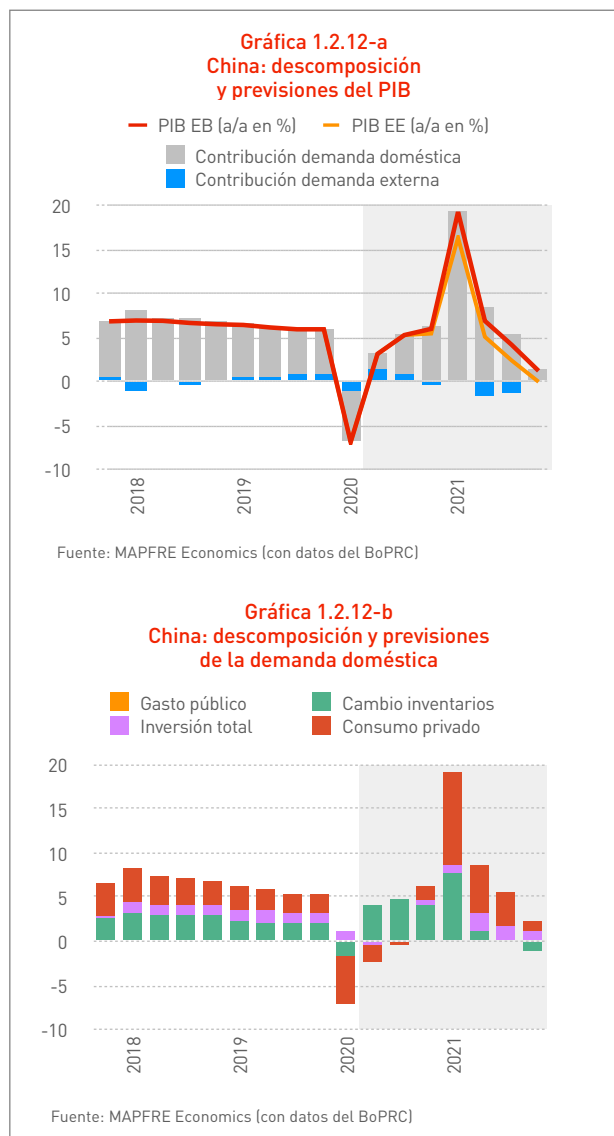
La moneda continúa su inevitable depreciación, a medida que se expande la masa monetaria, y se acercaba a los 76 ARS/USD a finales de septiembre. De esta forma, estimamos que la inflación estará en torno al 40% para finales de año. Con los bonos actualmente en situación de impago, la capacidad para ampliar el crédito está mermada y una continuación de la financiación del Tesoro por parte del Banco Central parece ser su principal alternativa. Argentina necesita un plan de consolidación fiscal, un freno en la expansión monetaria y un acuerdo con el FMI. Todos estos requisitos serán muy difíciles y lentos, así que la estabilidad macroeconómica sigue siendo de alto riesgo.

## 1.2.12 China

### La reactivación económica en China es un hecho.

El PIB creció un 3,2% a/a en el segundo trimestre, mejor de lo esperado gracias al control de la pandemia (véase la Gráfica 1.2.12-c), la creciente demanda externa que no encuentra otro suministro (cadenas de valor impedidas) y a la demanda de bienes reales y de servicios doméstica (China atrajo a su propio turismo mientras el mundo estaba en

- Se prevé un crecimiento del PIB del 1,9% en 2020, con la actividad volviendo a los niveles previos a la pandemia hacia finales de año (un año después de su inicio).
- En un mundo con cadenas de valor dislocadas y una importante demanda interna por satisfacer, el 2021 puede significar un crecimiento del PIB chino en torno al 7,9%.



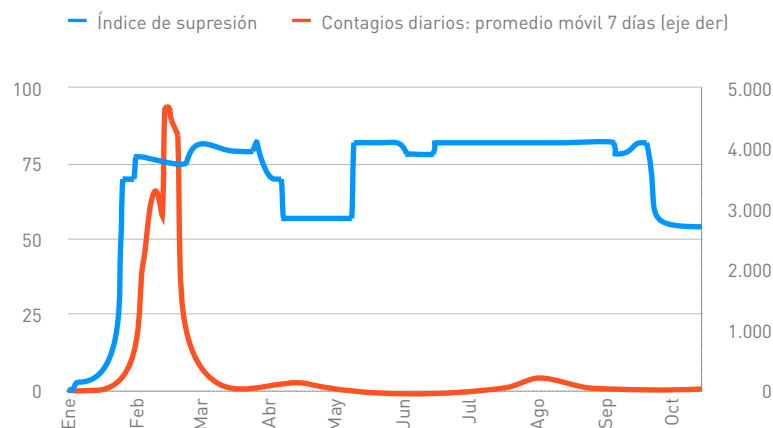
**Tabla 1.2.12**  
China: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>	2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a, media)	7,0	6,9	7,0	6,8	6,1	1,9	7,9	1,8	6,0
Contribución de la demanda doméstica	6,5	7,7	6,6	7,3	5,4	1,6	8,5	1,5	6,4
Contribución de la demanda externa	0,5	-0,9	0,3	-0,5	0,7	0,3	-0,6	0,3	-0,5
Contribución del consumo privado	3,2	3,3	3,6	3,2	2,4	-1,6	5,3	-1,6	4,6
Contribución de la inversión total	2,3	3,1	2,5	3,0	2,1	2,8	2,0	2,7	0,7
Contribución del gasto público	1,7	1,3	0,4	1,2	1,2	0,4	1,3	0,4	1,3
Consumo privado (% a/a, media)	8,6	8,7	9,4	8,2	5,9	-3,8	14,1	-3,9	12,1
Consumo público (% a/a, media)	11,1	8,0	2,3	7,8	7,5	2,5	8,5	2,5	8,5
Inversión total (% a/a, media)	5,3	7,3	5,9	7,1	5,0	6,8	4,6	6,6	1,5
Exportaciones (a/a en %)	0,4	1,8	7,0	4,5	2,4	-1,0	5,1	-1,1	2,8
Importaciones (a/a en %)	0,2	3,3	8,3	6,9	-0,8	-2,2	7,7	-2,4	4,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,3	3,8	3,8	3,7	3,8	4,9	3,7	5,0	4,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,5	2,2	1,8	2,2	4,3	1,9	2,4	1,9	2,2
Balance fiscal (% PIB)	-3,6	-4,3	-4,8	-4,7	-5,5	-9,3	-7,0	-9,3	-7,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,5	-1,6	-1,8	-1,5	-2,1	-5,8	-3,7	-5,8	-4,3
Balance comercial (% PIB)	5,3	4,4	3,9	2,8	3,0	3,7	2,5	3,7	2,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,8	1,8	1,6	0,2	1,0	2,4	1,1	2,4	1,3
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	3,00	3,25	3,30	3,25	2,95	2,74	2,89	1,81
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,05	4,25	5,53	3,70	3,20	2,77	2,56	2,72	1,63
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,82	3,05	3,91	3,26	3,15	3,13	3,39	2,78	2,89
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,49	6,94	6,51	6,88	6,99	6,77	6,77	6,78	6,87
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	7,07	7,32	7,80	7,87	7,85	7,99	8,00	7,93	8,09
Crédito privado (% a/a, media)	14,7	13,8	13,1	12,9	13,1	13,2	12,4	13,3	12,7
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	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.	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.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	40,6	39,3	38,7	37,9	38,2	41,0	38,6	41,0	39,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)  
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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

**Gráfica 1.2.12-c**  
**China: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford)

cuarentena). Todos los indicadores de alta frecuencia apuntan a una recuperación vigorosa y sostenida (ventas de automóviles, cemento, casas, ocupación de hoteles y movilidad). De esta forma, hemos revisado al alza nuestra estimación del PIB de 2020 en nuestro escenario central al 1,9%. Así, China alcanzará los niveles previos a la pandemia en 2021, antes que el resto del mundo, con un crecimiento estimado del 7,9% (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

La inflación, por su parte, se ha situado en 2,4% en agosto (2,7% en el segundo trimestre) y se prevé que se sitúe en 2,0% para final de año. En el segundo trimestre, la cuenta corriente se situó en 1,3% del PIB, gracias al fuerte crecimiento de las exportaciones netas, sobre todo la sustitución del turismo exterior por el doméstico. Lo anterior, unido a un freno en el

drenaje de flujos de crédito y cartera netos, ha permitido sostener el renminbi. La moneda se ha revalorizado desde los 7,15 contra el dólar de hace 3 meses, a niveles de 6,70 actuales.

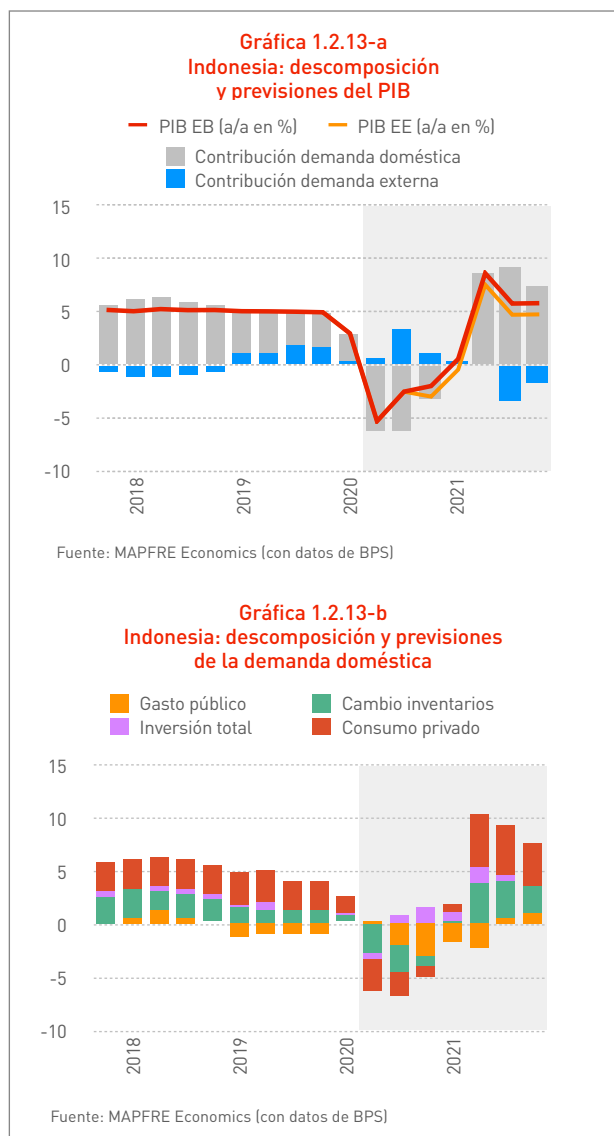
Cabe destacar que China no está cumpliendo las cuotas de importaciones previstas en el acuerdo comercial de fase uno, y que, por tanto, pone en riesgo el llegar a un acuerdo completo y estable con los Estados Unidos. Por ello, es previsible un resurgimiento de las tensiones comerciales, a menos que las elecciones de noviembre traigan una administración dispuesta a enfrentar mediante otros instrumentos el problema del desequilibrio comercial estadounidense.

### 1.2.13 Indonesia

#### La pandemia aún en fase de aceleración y con riesgos de extenderse a 2021.

El PIB de Indonesia del segundo trimestre se contrajo -5,3% a/a [-4,2% contra el trimestre anterior], con las exportaciones cayendo -11,7% y las importaciones un -17,0% interanual. Las demás partidas también han revelado un panorama sombrío, con la demanda privada cayendo un -5,5%, el gasto gubernamental un -6,9% y la inversión un -8,6%. La crisis del Covid-19 en Indonesia ha tenido una evolución diferente a la de Europa; la expansión ha ido más lenta, se encuentra en la primera ola, pero el ritmo de contagios empieza ahora a tener un ritmo alto que supera los

- Se prevé una caída del PIB de Indonesia del -1,7% en 2020, por una continuación de la debilidad de la actividad económica en el segundo semestre.
- El banco central prevé seguir apoyando la recuperación con medidas macro cuantitativas.
- La moneda parece haber encontrado un equilibrio en torno a 14.700 IDR/USD.



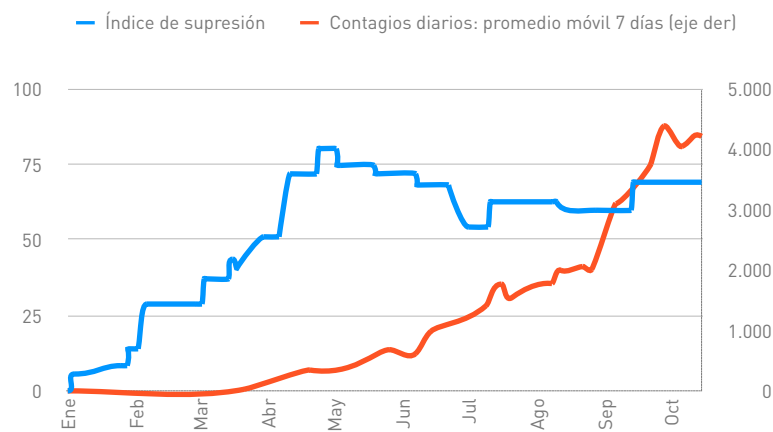
**Tabla 1.2.13**  
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 <sub>(e)</sub>	2021 <sub>(p)</sub>	2020 <sub>(e)</sub>	2021 <sub>(p)</sub>
PIB (% a/a, media)	4,9	5,0	5,1	5,2	5,0	-1,7	5,2	-2,0	4,2
Contribución de la demanda doméstica	3,9	4,9	4,8	6,1	3,6	-3,2	6,3	-3,5	5,3
Contribución de la demanda externa	0,9	0,1	0,3	-0,9	1,4	1,5	-1,1	1,5	-1,1
Contribución del consumo privado	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	-1,2	3,6	-1,3	3,1
Contribución de la inversión total	1,6	1,5	2,0	2,2	1,5	-1,4	2,6	-1,6	2,0
Contribución del gasto público	0,5	-0,0	0,2	0,4	0,3	0,5	0,7	0,5	0,7
Consumo privado (% a/a, media)	4,8	5,0	5,0	5,1	5,2	-2,1	6,6	-2,4	5,7
Consumo público (% a/a, media)	4,9	0,7	2,0	4,7	3,7	5,8	9,4	5,8	9,4
Inversión total (% a/a, media)	5,0	4,5	6,1	6,7	4,5	-4,4	8,3	-4,9	6,4
Exportaciones (a/a en %)	-2,1	-1,6	9,0	6,6	-0,9	-6,5	5,0	-6,6	3,1
Importaciones (a/a en %)	-6,2	-2,4	8,1	12,1	-7,7	-12,7	10,1	-13,1	7,7
Tasa de paro (% último trimestre)	5,8	5,5	5,3	5,2	5,1	7,7	5,7	7,9	6,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,8	3,3	3,5	3,3	2,7	1,4	2,3	1,4	2,3
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-2,5	-2,6	-1,7	-2,2	-6,7	-5,8	-6,7	-6,0
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	1,6	1,6	1,9	-0,0	0,3	1,6	1,2	1,7	1,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,0	-1,8	-1,6	-2,9	-2,7	-1,58	-2,38	-1,53	-2,30
Tipo de interés oficial (final período)	6,25	4,75	4,25	6,00	5,00	4,28	4,30	4,15	3,66
Tipo de interés a 3 meses (final período)	8,86	7,46	5,48	7,70	5,51	4,27	4,73	4,34	4,91
Tipo de interés a 10 años (final período)	8,81	7,85	6,30	7,90	7,05	6,81	6,90	6,48	6,46
Tipo de cambio vs USD (fin período)	13.836	13.525	13.484	14.380	13.883	14.852	13.947	14.892	14.094
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	15.063	14.257	16.171	16.465	15.596	17.507	16.487	17.415	16.598
Crédito privado (% a/a, media)	10,6	7,8	8,2	10,8	8,8	2,9	12,1	2,8	11,7
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	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.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	32,0	10,1	15,1	5,6	-3,0	2,3	7,2	2,0	6,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	17,0	17,0	17,0	17,1	17,0	17,3	16,8	17,4	16,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)  
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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

**Gráfica 1.2.13-c**  
**Indonesia: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford)

4.000 nuevos casos por día (véase la Gráfica 1.12.13-c). Esta particularidad hace pensar que todavía no se puede hablar de reactivación, sino más bien de una actividad muy mermada en 2020, lo que sitúa el horizonte de recuperación en 2021, pero condicionado a la evolución de la pandemia. Nuestra previsión de crecimiento del PIB en 2020 lo sitúa en una contracción del -1,7%, por una continuación de las condicionantes a la actividad; esto es, la economía seguirá por debajo de los niveles de 2019 durante todo el 2020. El crecimiento podrá volver en 2021 (5,2% en nuestra previsión), pero esto dependerá de la evolución de la pandemia y del restablecimiento de unas condiciones que permitan a la demanda recuperarse (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

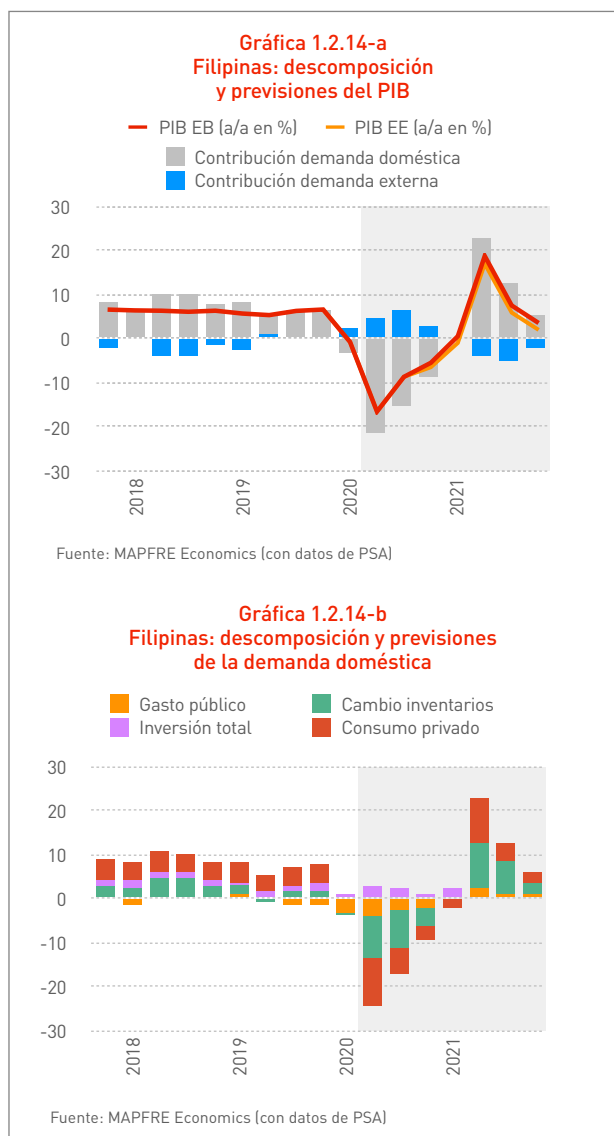
La inflación ha subido al 1,4% en septiembre, desde el 1,3% de agosto, reflejo de la debilidad de la demanda, lo que dará espacio al banco central para seguir bajando los tipos de interés. El Banco Central de Indonesia ha dejado los tipos estables en 4,0% en la reunión de septiembre, después de haber bajado por 4 veces en el año (acumulando -100 puntos básicos). El banco central ha referido que los ha dejado estables para ayudar a la estabilidad de la moneda, y que el papel de las medidas de apoyo cuantitativas es ahora más importante que el nivel de tipos de interés. De cara al futuro, el banco central prevé continuar tomando medidas macro cuantitativas acomodaticias con vistas a ayudar la recuperación económica, un cambio respecto al foco anterior que se centraba en la minimización de los riesgos en el sector financiero.

Se proyecta un déficit público del 6,7% del PIB, significativamente más alto que rango habitual del 2-3%, debido al gasto en medidas de apoyo a la economía y a la caída de recaudación por menor actividad económica. Al constatar que la pandemia se encuentra todavía en la primera ola y que esté cerca el pico de infecciones, vemos un riesgo elevado de que esta se alargue hacia 2021. Más allá del riesgo de salud pública, existe un riesgo de que la confianza del consumidor y la actividad del turismo tarden aún en recuperarse.

## 1.2.14 Filipinas

### Difícil vuelta a la normalidad en un entorno con menores remesas.

En el segundo trimestre del año, el PIB de Filipinas se contrajo un -15,2% t/t (-16,5% a/a), debido a la severidad de los cierres impuestos por el gobierno para controlar la pandemia, cuyo número de contagios parece haber comenzado a descender (véase la Gráfica 1.2.14-c). En el tercer trimestre, la actividad deberá quedar solo ligeramente por encima de la observada en el segundo trimestre, ya que la apertura ha sido muy



**Tabla 1.2.14**  
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>	2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a, media)	6,3	7,2	6,9	6,3	6,0	-7,8	7,6	-8,1	6,0
Contribución de la demanda doméstica	8,3	10,9	7,8	8,6	6,1	-11,9	10,4	-12,2	8,6
Contribución de la demanda externa	-2,0	-3,8	-0,9	-2,3	-0,1	4,1	-2,8	4,2	-2,6
Contribución del consumo privado	4,7	5,3	4,4	4,2	4,3	-5,1	3,9	-5,2	2,9
Contribución de la inversión total	2,8	4,6	2,6	3,3	1,1	-5,9	5,0	-6,1	4,2
Contribución del gasto público	0,9	1,0	0,7	1,5	1,1	1,9	0,5	1,9	0,5
Consumo privado (% a/a, media)	6,4	7,2	5,9	5,8	5,9	-7,1	5,5	-7,4	4,1
Consumo público (% a/a, media)	8,7	9,1	6,7	13,5	9,8	14,9	4,1	14,9	4,1
Inversión total (% a/a, media)	13,5	21,1	10,6	12,9	4,1	-21,9	24,5	-22,4	20,9
Exportaciones (a/a en %)	10,0	9,2	17,4	11,9	2,4	-21,8	18,0	-21,9	15,8
Importaciones (a/a en %)	15,0	18,9	15,1	14,6	2,0	-25,0	21,3	-25,3	19,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,6	4,7	5,0	5,1	4,5	9,8	7,8	9,8	7,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,3	2,0	3,0	5,9	1,5	2,1	2,7	2,1	2,3
Balance fiscal (% PIB)	-0,9	-2,3	-2,1	-3,1	-3,4	-7,2	-6,9	-7,3	-7,3
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-7,6	-11,2	-12,2	-14,7	-13,1	-9,6	-13,0	-9,6	-12,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,4	-0,4	-0,7	-2,6	-0,9	2,1	-2,2	2,1	-2,0
Tipo de interés oficial (final período)	4,00	3,00	3,00	4,75	4,00	2,34	1,21	2,30	0,91
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,03	2,50	3,22	5,03	3,97	2,04	1,55	2,16	2,06
Tipo de interés a 10 años (final período)	4,10	4,63	5,70	7,05	4,44	2,90	2,76	2,71	2,48
Tipo de cambio vs USD (fin período)	47,17	49,81	49,92	52,72	50,74	48,08	48,51	48,12	48,67
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	51,35	52,51	59,87	60,37	57,01	56,68	57,34	56,27	57,31
Crédito privado (% a/a, media)	12,8	15,3	17,6	16,8	9,5	6,6	12,3	6,5	11,5
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	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.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,9	8,5	9,4	10,3	6,9	-6,5	10,7	-6,8	9,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	9,3	9,3	9,7	9,3	8,4	9,9	14,2	10,0	14,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)  
Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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

- Se ha revisado la estimación de crecimiento del PIB filipino en 2020 a una contracción cercana al -7,8%.
- La economía en el tercer trimestre aún lucha por la reactivación, por lo que el supuesto base es una recuperación en 2021 en torno al 7,6%.
- El banco central mantuvo los tipos en agosto en 2,25% y todo parece indicar que ahora hará una pausa.

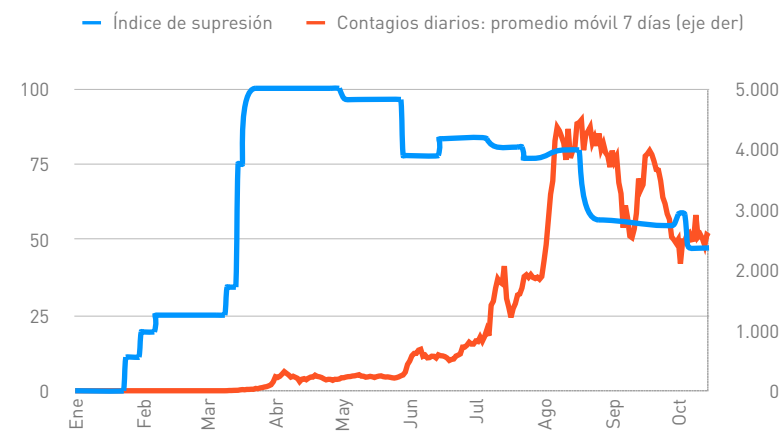
gradual. De esta forma, los datos reales de actividad nos hacen volver a rebajar nuestra previsión para el 2020 a -7,8%, desde los -6,8% de nuestro informe previo, considerando una recuperación en 2021 con un crecimiento en torno al 7,6% (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b). El gobierno del presidente Rodrigo Duterte lanzó un segundo paquete de ayudas por 140 millardos de PHP (0,8%

del PIB), lo que, añadido al primer paquete, alcanza el 4,1% del PIB. Esto, combinado con los avales a la financiación, alcanza cerca del 7,8% del PIB.

Las perspectivas de una rápida recuperación son cada vez más difíciles de ver en cualquier país por la dificultad de recuperación del turismo y por la menor actividad en general debido al distanciamiento social. Sin embargo, en el caso de Filipinas que llevaba un ritmo de crecimiento del 6% anual antes de la pandemia, es posible que en 2021 supere ligeramente el nivel de PIB de 2019, cosa que pocos países en el mundo verán. Este efecto, no obstante, es de cierta forma contable, ya que las importaciones se contrajeron más que las exportaciones, mientras que al consumo privado le costará recuperar el nivel de 2019. Más allá del 2021, la normalización de la circulación de personas en los comercios, la hostelería y la recuperación del contexto externo podrá sostener la recuperación de los niveles de crecimiento previos a la pandemia.

El déficit fiscal se acercará al 7,2% del PIB, debido a la caída de recaudación fiscal, mientras que el gasto fiscal va en aumento por los paquetes de ayudas. La inflación, por su parte, se volvió a moderar en septiembre al 2,3%, lo que permitirá al banco central seguir ajustando la

Gráfica 1.2.14-c  
Filipinas: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford)

política monetaria en apoyo de la economía. El Banco Central de Filipinas (BSP) ha dejado en agosto los tipos de interés oficiales estables en 2,25% (*Overnight Repo*), después de una serie de bajadas desde el 4,0% de final de 2019. Ahora, sin embargo, ha hecho una pausa y los tipos reales de interés están en negativo, así que no se esperan más bajadas por ahora, a menos que la inflación también vuelva a dar espacio para ello.

Los riesgos para la economía filipina son, en general, los relacionados con una difícil vuelta a la normalidad, la contracción en el comercio minorista, y la caída en el turismo y en las remesas de emigrantes.



## 2. Panorama sectorial

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

#### 2.1.1 Mercados globales

En el entorno de la pandemia del Covid-19, la economía mundial continúa inmersa en una situación de contracción sin precedentes, en la que mejoran ligeramente las previsiones en cuanto al fuerte retroceso económico estimado para el año 2020, pero con una recuperación prevista más lenta, sujeta a gran incertidumbre a consecuencia de los rebotes de los contagios (véanse las Gráficas 1.1.1-a y 1.1.1-b), y desigual por países y por sectores de actividad; entorno en el que el sector asegurador resultará afectado de forma negativa, aunque en menor medida que otros sectores más vulnerables a los riesgos de la crisis provocada por la pandemia. En este contexto, el retroceso del crecimiento económico previsto para el conjunto del año 2020, podría oscilar en un rango entre el -4,4% y el -4,6%, frente al crecimiento de 2019 que fue del 2,8% (3,6% en 2018).

La rápida intervención de los bancos centrales a nivel global con bajadas de tipos de interés y medidas de expansión cuantitativa a través de programas de adquisición de bonos (tanto soberanos como corporativos), ha sido crucial para el sector asegurador ya que han logrado estabilizar los mercados financieros para el que es uno de los grandes inversores

institucionales, a la vez que han permitido a los gobiernos y a las empresas seguir financiándose a costes reducidos. No obstante, en complemento a la acción fiscal, será necesaria la implementación de medidas adicionales de política fiscal en apoyo de las respectivas economías. Las medidas fiscales ya adoptadas están incrementando sustancialmente los déficits y el nivel de deuda de los gobiernos, lo que supone un límite importante para aquellas economías sin espacio fiscal y capacidad de endeudamiento adicional suficientes, problema que afecta en gran medida a los países emergentes.

#### 2.1.2 Eurozona

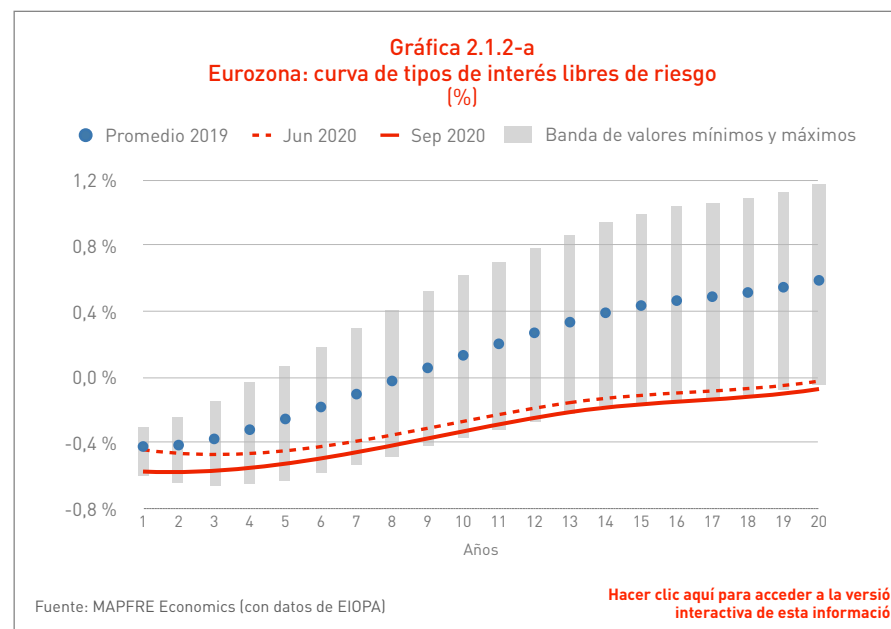
La caída del PIB estimada para la Eurozona en 2020 se sitúa en un rango entre el -7,6% y el -8,0%, lo que representa una contracción algo menor a lo previsto en el informe anterior, pero que, aún así, supone una profunda caída respecto del crecimiento de 2019 del 1,3% (1,9% en 2018). Los efectos sobre la economía derivados de las medidas de distanciamiento social adoptadas a consecuencia de la pandemia y sus nuevos rebotes (véase la Gráfica 1.2.2-c) empiezan a tener un impacto importante en el empleo, así como en la viabilidad de pequeñas y medianas empresas, lo que se está trasladando al negocio asegurador, muy ligado al comportamiento económico.

El Banco Central Europeo (BCE), de momento, ha decidido no extender más allá sus generosas medidas de estímulo, pero ha transmitido al mercado que de ser necesario lo hará y continuará apoyando con firmeza a los mercados financieros de la Eurozona, con el recurso al uso masivo de las medidas de política monetaria no convencionales para dotar de liquidez a los mercados de bonos soberanos y corporativos, en los que las entidades aseguradoras son grandes inversores (véase el Recuadro 1.1.1-b). Estas medidas están relajando las primas de riesgo y garantizando el buen funcionamiento de los mercados de bonos, pero el fuerte incremento de los déficits fiscales y el aumento de la incertidumbre en relación con la solvencia de los emisores están llevando a las principales agencias de calificación crediticia a plantearse posibles bajadas de ratings. Los programas de adquisición de activos de momento alcanzan un importe conjunto de 1,35 billones de euros y son flexibles en los límites máximos que pueden adquirirse de los distintos países, para poder incrementar las adquisiciones en función de sus necesidades. A esto hay que añadir las medidas de carácter fiscal aprobadas en el seno de la Unión Europea, con un paquete de medidas que asciende a 750 millardos de euros (390 millardos en subvenciones y el resto en forma de préstamos), además de las que ya están adoptando por su parte los propios Estados Miembros en forma de prestaciones temporales a los trabajadores que no pueden desarrollar sus funciones a consecuencia de la pandemia, entre otras (véase el Recuadro 1.1.1-c). Debe señalarse que, a diferencia de las medidas adoptadas por el BCE, que tienen un efecto prácticamente inmediato, los efectos de las medidas fiscales del fondo de reconstrucción europeo requieren que se vayan presentando y aprobando los proyectos a los que van a dedicarse los fondos de este programa de recuperación.

Por otra parte, a pesar de las medidas de expansión cuantitativa adoptadas por el BCE, la inflación continúa débil para el conjunto de la zona euro. La curva de tipos de interés libres de riesgo del mes de septiembre producida por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), profundiza en el terreno negativo de los tipos a lo largo de la curva, afectando a todos los plazos de la curva y superando incluso los

veinte años, lo que prácticamente impide el desarrollo de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales (véase la Gráfica 2.1.2-a)<sup>4</sup>.

Por otro lado, el índice Euro Stoxx 50 se ha recuperado parcialmente de la importante caída sufrida a raíz de la crisis y muestra una menor volatilidad, lo cual, de mantenerse esta situación, puede ser favorable para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. Sin embargo, aunque la alta incertidumbre constituye un estímulo para el ahorro, eleva también la preferencia a mantenerse en posiciones de liquidez, constituyendo un desincentivo a la adquisición de otro tipo de activos financieros, especialmente los de mayor riesgo.



### 2.1.3 Alemania

Las expectativas sobre la caída del PIB alemán han experimentado una moderada mejoría y se anticipa que puede quedar en un rango entre el -5,8% y el -6,0%, frente a un crecimiento en 2019 del 0,6% (1,3% en 2018). El gobierno alemán continúa ampliando su paquete de medidas fiscales expansivas, con el fin de compensar los efectos económicos provocados por la pandemia, por los rebrotes que se están viviendo en estas últimas semanas que están afectando de manera particular al consumo (véase la Gráfica 1.2.4-c). Esta situación puede provocar retrocesos en las primas del negocio de No Vida asegurador, a consecuencia del deterioro de la situación económica.

Las ayudas a los trabajadores y a las pequeñas y medianas empresas incluidas en el amplio paquete de medidas fiscales aprobado (uno de los mayores del mundo y que representa el equivalente al 39,2% del PIB alemán) podrían, no obstante, ayudar a moderar esta caída (véase la Tabla 1.1.1). Como referencia, en la crisis de los años 2007-2009, el PIB alemán tuvo una fuerte desaceleración en 2008 y un retroceso del -5,6% en 2009, con un efecto negativo (pero moderado) en el volumen de primas del negocio de No Vida, cuyo peor momento se vivió en 2008 con una caída del -2,5%. La peor parte de aquella crisis fue para el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, por el entorno de bajos tipos de interés en el que quedó sumida Alemania y toda la economía de la Eurozona y que se va a prolongar a consecuencia de las medidas de expansión monetaria adoptadas por la pandemia y que continuará lastrando este negocio. El DAX alemán, sin embargo, se ha recuperado de la fuerte caída que experimentó en el mes de abril, lo que puede estimular el desarrollo de productos de seguros de Vida inversión en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, teniendo en cuenta que el bono soberano de Alemania se encuentra en niveles negativos en todos sus vencimientos, incluido el bono a 30 años, y que se espera que este entorno de bajos tipos de interés se prolongue por largo tiempo.

### 2.1.4 Italia

La previsión para la economía italiana es de una caída del PIB dentro de un rango situado entre el -9,8% y el -10,2% en 2020. En Italia, la situación antes de la crisis era de bajo crecimiento (0,3% en 2019 y 0,8% en 2018), con un alto nivel de deuda pública como principal vulnerabilidad, la cual se agravará tras las medidas fiscales adoptadas para apoyar a su economía como consecuencia de las medidas adoptadas para enfrentar la pandemia del Covid-19. Las medidas de expansión cuantitativa adoptadas por el BCE (flexible por países), le han permitido seguir financiándose en los mercados sin un repunte excesivo en la prima de riesgo, lo que le está facilitando la implementación de medidas fiscales con la prima de riesgo controlada en niveles bajos. A esto se sumarán los fondos recibidos en forma de subvenciones y préstamos del recientemente aprobado fondo de recuperación europeo de los que, junto a España, van a ser los principales países beneficiarios. Sin embargo, esto puede demorarse ya que la concesión de estos fondos está supeditada a la presentación y aprobación de los proyectos a los que va a destinarse.

De momento, la fuerte recesión económica en Italia, que podría agravarse por el nuevo repunte de contagios (véase la Gráfica 1.2.5-c), perjudicará el desarrollo de su mercado asegurador. Como referencia, las dos crisis económicas sucesivas vividas en el período 2007-2012 motivaron importantes retrocesos en las primas de seguros de No Vida durante seis años consecutivos. El negocio de Vida también se resintió en los peores momentos de la crisis, con un comportamiento muy volátil desde entonces y una notable influencia no solo del comportamiento del PIB sino también del entorno de tipos de interés, las oscilaciones en la prima de riesgo y la prima por plazo de la deuda soberana italiana, que contribuyeron a importantes crecimientos también en años puntuales. En esta ocasión, sin embargo, la fuerte intervención del BCE en los mercados de bonos ha mantenido reducida la prima por plazo, por lo que el entorno de tipos de interés es menos favorable que en aquella ocasión y la caída del PIB más abrupta, lo que puede motivar también importantes retrocesos en el

negocio de Vida. La elevada incertidumbre y los posibles rescates afectarán también de forma negativa al desarrollo de los seguros de Vida inversión, que estaban empezando a crecer con fuerza en este mercado.

### 2.1.5 España

Las estrictas medidas de confinamiento y distanciamiento social adoptadas en España consiguieron controlar la crisis sanitaria provocada por la primera ola de la pandemia, pero se están incrementando los rebotes, lo que está obligando a adoptar nuevas medidas parciales con el fin de controlarlos (véase la Gráfica 1.2.3-c). Esta situación anticipa un efecto sobre la economía cuyo PIB podría sufrir un retroceso, para el conjunto del año 2020, en una horquilla entre el -11,8% y el -12,1%, frente a un crecimiento en 2019 del 2,0% [2,4% en 2018], aumentando la incertidumbre sobre la futura recuperación que se estima llegará parcialmente en 2021. Los efectos sobre el consumo, el comercio, la hostelería y los negocios relacionados con el turismo no tiene precedentes y están por verse cuáles serán los efectos duraderos sobre el empleo, y sobre la solvencia de las familias y las empresas.

Esta situación está impactando en el mercado asegurador, muy sensible al deterioro de esos indicadores económicos. Como referencia, la crisis de 2007-2009, en la que el PIB cayó un -3,8% (en 2009), motivó un retroceso en términos reales en las primas del sector asegurador del -7,8% y del -10,0% en los negocios de No Vida y de Vida, respectivamente (ya en el año 2010). Con los últimos datos disponibles correspondientes al mes de agosto de 2020<sup>5</sup>, las primas de No Vida se han desacelerado en términos interanuales, creciendo un 0,4%, con un retroceso en el ramo de autos del -2,2%. Los ramos de salud (4,8%) y los multirriesgos, tanto del hogar (2,4%) como los de las comunidades de vecinos (2,9%), están mostrando gran resistencia, sobre todo el de salud que se muestra siempre muy resiliente en las crisis económicas. Por su parte, las primas del negocio de Vida están cayendo un -27,8%, a consecuencia del retroceso de las primas de los seguros de Vida ahorro (-34%), ya que los de Vida riesgo

solo se han ralentizado (0,7%). Sin embargo, a pesar del fuerte retroceso en primas, el ahorro gestionado por las entidades aseguradoras se mantiene y solo sufrió una ligera caída del -0,75% en el primer semestre del año. De esta forma, el patrón de comportamiento del negocio asegurador muestra muchas similitudes con el observado en la crisis de 2007-2009, aunque en la crisis actual todavía se prevé una recuperación más rápida que en aquella, por lo que la caída podría ser menor, aunque sobre esto hay todavía mucha incertidumbre.

Al igual que ha ocurrido con Italia, las medidas de expansión cuantitativa adoptadas por el BCE están garantizando el buen funcionamiento del mercado de bonos en los que las entidades aseguradoras son grandes inversores, permitiendo a España seguir financiándose en los mercados a un coste reducido, lo que le está facilitando la implementación de medidas fiscales de apoyo a la economía con la prima de riesgo controlada en niveles bajos. A este fin, se sumarán los fondos en forma de subvenciones y préstamos del recientemente aprobado fondo de recuperación europeo de los que España, junto a Italia, va a ser uno de los principales países beneficiarios, sujetos todavía a la presentación y aprobación de los proyectos a los que va a destinarse.

### 2.1.6 Reino Unido

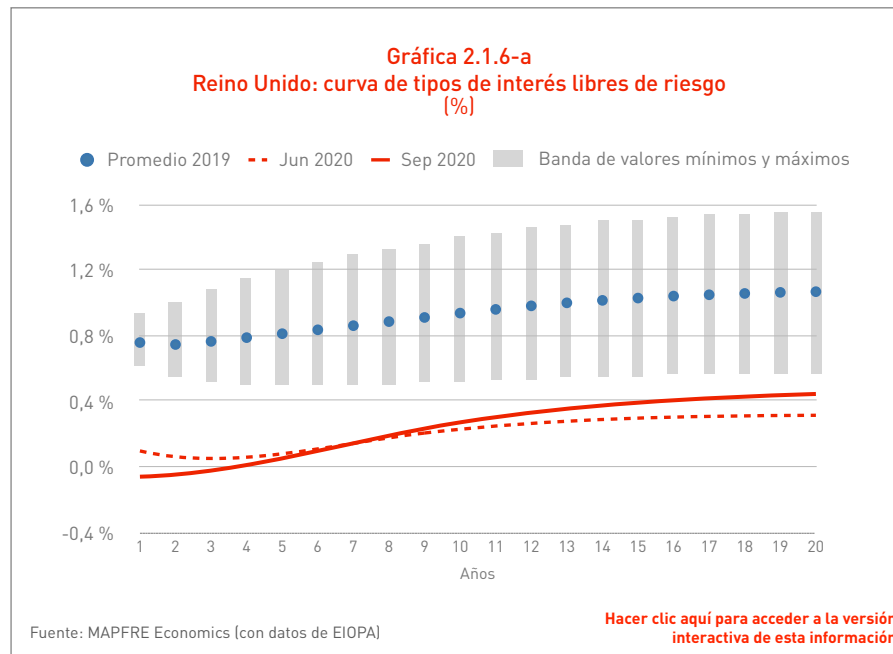
La previsión para la economía del Reino Unido anticipa una caída del PIB en una horquilla entre el -9,6% y el -9,8% en 2020, frente al crecimiento del 1,3% de 2019 y 2018. A los efectos de la pandemia sobre su economía se suman la incertidumbre generada por el nuevo repunte de los contagios (véase la Gráfica 1.2.6-c) y la posible salida de la Unión Europea sin acuerdo comercial. La tasa de desempleo ha repuntado y la confianza de los consumidores ha caído, lo que, sin duda, influirá de forma negativa en el desarrollo del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, que se está ralentizando y puede llegar a sufrir fuertes retrocesos dada la magnitud de la caída del PIB estimada. Como referencia, la crisis de 2007-2009, en la que el PIB del Reino Unido sufrió un retroceso del -4,2%

(en 2009), aunque con cierto retardo, motivó una caída en las primas del negocio de No Vida del -3,5% en 2011.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, ante la magnitud de la crisis provocada por la pandemia el Banco de Inglaterra mantiene los tipos de interés en niveles cercanos a cero, así como un amplio programa de expansión cuantitativa de adquisición de activos con el fin de garantizar el buen funcionamiento de los mercados de bonos y el acceso de sus emisores a una financiación con un coste reducido y con unas primas de riesgo controladas. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.6-a), se aprecia la nueva caída de los tramos de la curva hasta ocho años respecto del trimestre anterior. El tramo de la curva con vencimientos superiores a

ocho años ha quedado por encima de la del trimestre previo, ganando cierta pendiente positiva.

La acusada caída del PIB prevista para este año y el entorno de bajos tipos de interés perjudicará sin duda el desarrollo del negocio de Vida ahorro y rentas tradicionales, por la pérdida de negocio y por los rescates que pueden producirse. No obstante, la inclinación positiva que ha tomado la curva y la expectativa de que los tipos de interés puedan estar incluso en niveles inferiores por largo tiempo podría ser un incentivo para la comercialización de productos a medio y largo plazo que aprovechen la prima por plazo para ofrecer unos tipos superiores a los tipos a corto. A esto hay que añadir el efecto negativo que puede provocar en el negocio y en los posibles rescates la caída y la elevada volatilidad del FTSE 100 (de las que sigue lejos de recuperarse) en la percepción de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de gran difusión en el mercado británico, si bien los niveles más bajos en los que están quedando las cotizaciones bursátiles podría atraer a inversores que dispongan de liquidez y estén dispuestos a asumir riesgo.



## 2.1.7 Estados Unidos

La caída del PIB estimada para los Estados Unidos en 2020 se sitúa en un rango entre el -4,0% y el -4,5%, lo que representa un menor retroceso al previsto en el informe anterior, aunque sigue tratándose de una contracción sin precedentes cercanos, frente al crecimiento de 2019 del 2,2% (3,0% en 2018), y sujeto aún a la evolución de los contagios producidos por la pandemia (véase la Gráfica 1.2.1-c). La tasa de desempleo ha experimentado una importante mejoría (tras el fuerte incremento del mes de abril) y algunos indicadores como el consumo de bienes duraderos, incluidas las compras de automóviles, se han comportado mejor de lo previsto, lo que puede suavizar el impacto de la contracción económica en las primas del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo. Los generosos paquetes de medidas tanto monetarias como fiscales (a través del subsidio de desempleo y ayudas a las empresas) han

ayudado a esta mejoría (véase la Tabla 1.1.1). En cualquier caso, cabe esperar retrocesos significativos en las primas de estas líneas de negocio, como ocurrió en la crisis de 2007-2009 en la que la caída del PIB del -2,5% (en 2009) llevó consigo un retroceso del -1,7% y del -13,0% de las primas de los negocios de No Vida y de Vida, respectivamente.

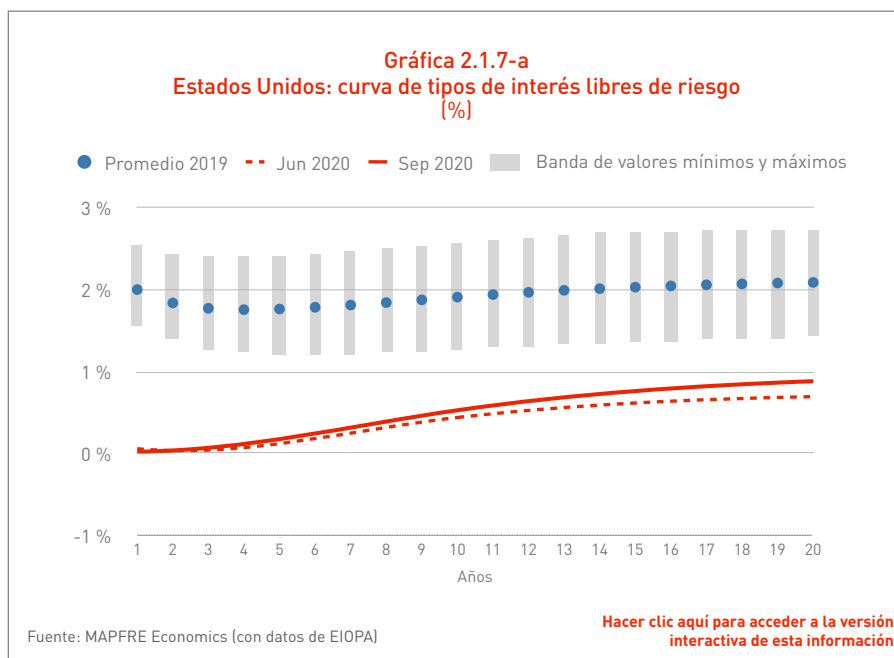
El negocio de Vida ahorro, por su parte, se verá perjudicado por el entorno de bajos tipos de interés, el cual se suma a los efectos negativos derivados de la fuerte contracción económica. Tras la bajada de tipos de interés del trimestre anterior, en su última reunión la Reserva Federal mantuvo sin cambios la política monetaria dejándolos en el rango del 0,00-0,25% y manteniendo el ritmo mensual de su programa de compra de bonos soberanos y corporativos, que relaja las primas de riesgo (véase

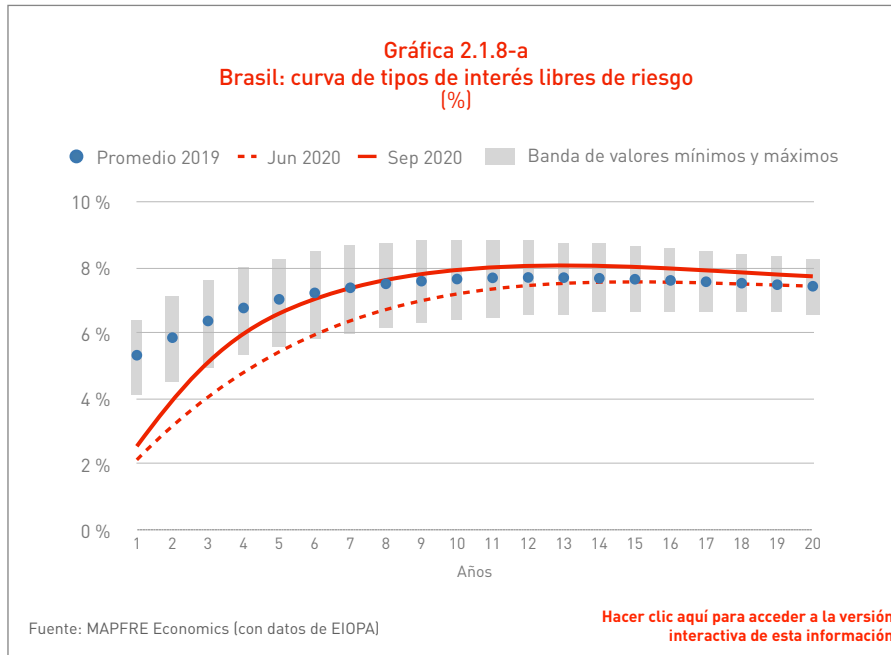
el Recuadro 1.1.1-b). En las últimas curvas de tipos producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7-a) se aprecia la estabilización de los tipos libres de riesgo, con un ligero repunte en el tramo de la curva con vencimientos superiores a cuatro años, ganando pendiente positiva. Esto podría suavizar el efecto negativo del deprimido nivel de los tipos de interés, al poder ofrecerse un tipo de interés a medio y largo plazo superior a los tipos a corto (prima por plazo) ayudado por las expectativas de nuevas bajadas y la prolongación en el tiempo de este entorno de bajos tipos de interés. Por otro lado, las perspectivas de los mercados de valores mejoran (aunque siguen expuestos a repuntes puntuales de volatilidad), lo que puede favorecer el negocio de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy habituales en este mercado.

## 2.1.8 Brasil

En Brasil, las expectativas económicas para 2020 anticipan una caída del PIB a consecuencia de la pandemia en un rango entre el -5,3% y el -5,6%, frente al crecimiento real estimado en 2019 del 1,1% (1,2% en 2018). A pesar de tratarse de una fuerte caída, esto supone una mejora en las estimaciones previstas en nuestro anterior informe, con una tendencia que, a partir de agosto, parece ser decreciente en el número de contagios producidos por la pandemia (véase la Gráfica 1.2.10-c). Este entorno podría suavizar el impacto negativo que la caída abrupta del PIB puede tener sobre su sector asegurador, particularmente para el negocio de No Vida. Por dar una referencia, en la crisis de 2015-2016, el PIB brasileño cayó un -6,8% de forma agregada, con una caída de las primas de seguros de No Vida agregada en esos dos años del -6,6%, ambas en términos reales.

Por otro lado, el Banco de Brasil ha decidido mantener su política monetaria acomodaticia para estimular la economía, ante una inflación que se mantiene controlada, aunque con un pequeño repunte en los últimos meses. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA





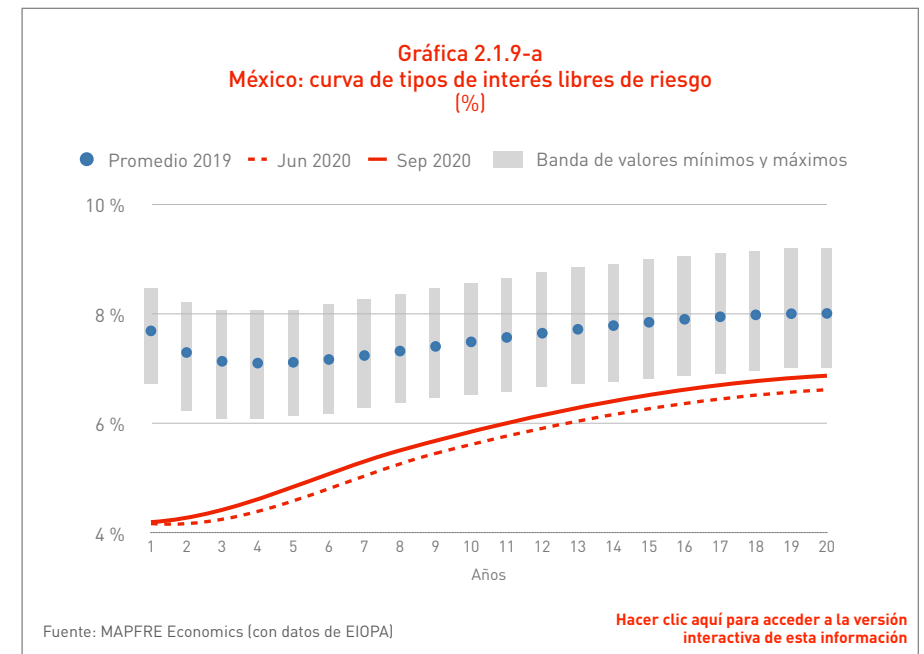
(véase la Gráfica 2.1.8-a), se observa la pronunciada pendiente positiva en el tramo corto de la curva, que incluso se ha incrementado respecto de la del anterior trimestre. Persiste, por tanto, el entorno favorable de tipos de interés al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto (prima por plazo), que puede suavizar el efecto negativo de la contracción del PIB sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias.

### 2.1.9 México

Las expectativas para la economía mexicana anticipan una fuerte contracción del PIB en 2020, aunque se corrigen ligeramente al alza respecto a nuestro informe anterior en virtud de la suave recuperación

que ha experimentado el precio del petróleo (aún en niveles deprimidos) y la menor caída prevista para la economía de los Estados Unidos, su principal socio comercial. En este contexto, las expectativas económicas para 2020 anticipan una contracción económica a consecuencia de la pandemia que podría estar en una horquilla entre el -9,6% y el -9,8%, tras el crecimiento de -0,3% de 2019 (2,2% en 2018).

La acusada caída del PIB prevista para este año perjudicará el desarrollo del sector asegurador, particularmente el negocio de No Vida. Por tener una referencia de lo sucedido en anteriores crisis económicas, en la crisis más cercana, de los años 2007-2009, la economía mexicana sufrió una contracción del PIB del -5,0% (en 2009) con una caída de las primas de los seguros de No Vida, que se trasladó al año 2010, del -3,8%; al superarse



aquella crisis, el sector asegurador experimentó fuertes crecimientos, muy por encima del crecimiento del PIB. En esta recuperación ayudó el bajo nivel de penetración de los seguros en su economía que hace que una mejora de las condiciones económicas se traduzca en crecimientos mayores del negocio asegurador, como suele ocurrir en otros mercados emergentes. Sin embargo, en la actual crisis persiste la incertidumbre acerca del momento en el que se producirá la recuperación, ya que la crisis sanitaria, con un comportamiento del número de contagios que ha mostrado resiliencia en los últimos meses (véase la Gráfica 1.2.9-c), está lejos de solucionarse, estimándose que, en el mejor de los casos, la economía no se recuperará los niveles de 2019 sino hasta 2023.

Por otro lado, la política monetaria adoptada por el Banco de México continúa siendo acomodaticia, aunque con menos margen de maniobra porque, si bien la inflación continúa estando controlada (apenas por encima del límite superior de la banda objetivo del banco central), el efecto negativo que una mayor laxitud monetaria puede tener sobre los tipos de cambio será un factor relevante. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9-a) puede observarse cierta estabilidad en los tipos de interés libres de riesgo, con una curva de tipos que presenta una pendiente positiva en prácticamente todos sus tramos. Esto puede suavizar el efecto negativo de la contracción del PIB sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al ofrecer una prima por plazo positiva, pudiendo ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto.

### 2.1.10 Argentina

El estricto confinamiento aplicado en Argentina a consecuencia de la pandemia, cuya evolución en el número de contagios aún no logra controlarse (véase la Gráfica 1.2.11-c), unido a los desequilibrios estructurales relacionados con su deuda externa, anticipan una caída del PIB que puede moverse en una horquilla entre el -10,4% y el -10,8% en 2020, en términos reales, frente al -2,1% de 2019 (-2,4% en 2018). La acusada contracción de la demanda doméstica mantiene deprimidas las

perspectivas de desarrollo del negocio asegurador, que ya venía sufriendo las consecuencias de la crisis económica en la que se encontraba Argentina, con retrocesos en el negocio de No Vida del -7,2% y del -12,6% en los años 2018 y 2019, respectivamente.

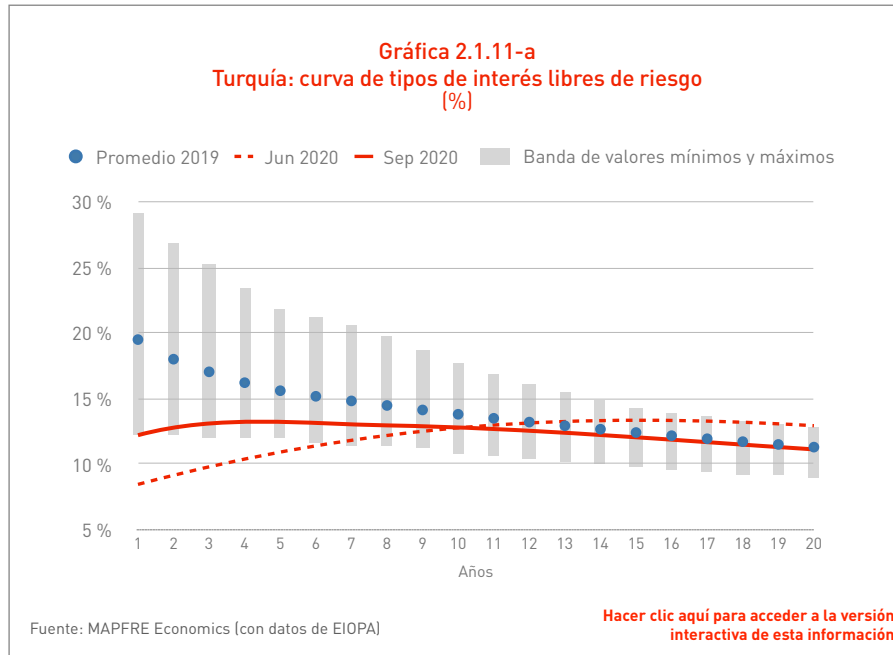
La inflación, por su parte, continúa alta (35,3% interanual en el mes de agosto) y la moneda continúa depreciándose, lo que afecta de forma negativa en el coste de los siniestros de las compañías aseguradoras, que no pueden beneficiarse plenamente de los altos tipos de interés de política monetaria para apuntalar la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio, por los límites regulatorios a las entidades aseguradoras en las inversiones en instrumentos de deuda pública a corto plazo.

El tipo de interés de referencia del banco central continúa estable en el 38%, con el fin de controlar la inflación y la depreciación de la moneda. Este entorno de tipos de interés podría ser una oportunidad para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro temporales anuales renovables con vencimientos cortos y renegociación del tipo garantizado en cada vencimiento, pero los límites regulatorios a las inversiones dificultan el desarrollo de este tipo de productos. Este entorno económico y regulatorio perjudica al negocio de Vida con una caída en primas que en 2018 y 2019 alcanzaron el -11,1% y del -17,8%, respectivamente, y que en este año podrían profundizarse, teniendo en cuenta el retroceso previsto del PIB.

### 2.1.11 Turquía

Tras una cierta relajación de las medidas de distanciamiento social adoptadas frente a la pandemia del Covid-19 como resultado de un relativo control en el número de contagios (véase la Gráfica 1.2.8-c), se aprecian ciertos síntomas de recuperación que llevan a mejorar las previsiones para la economía turca, esperándose un retroceso del PIB en torno al -2,7% en 2020, en términos reales, lo que contrasta con el crecimiento del 0,8% en 2019 (3,3% en 2018). En cualquier caso, se trata de una caída significativa,





que perjudicará el desarrollo del sector asegurador, particularmente para el negocio de No Vida y Vida riesgo. Por tener una referencia, si observamos lo sucedido en la crisis de los años 2007-2009, el negocio de No Vida del sector asegurador turco sufrió una fuerte ralentización durante los primeros años de la crisis y un ligero retroceso en 2009 del -2,1% (año en el que la caída del PIB fue del -4,7%), volviendo a experimentar notables crecimientos en los cuatro años posteriores a la recuperación.

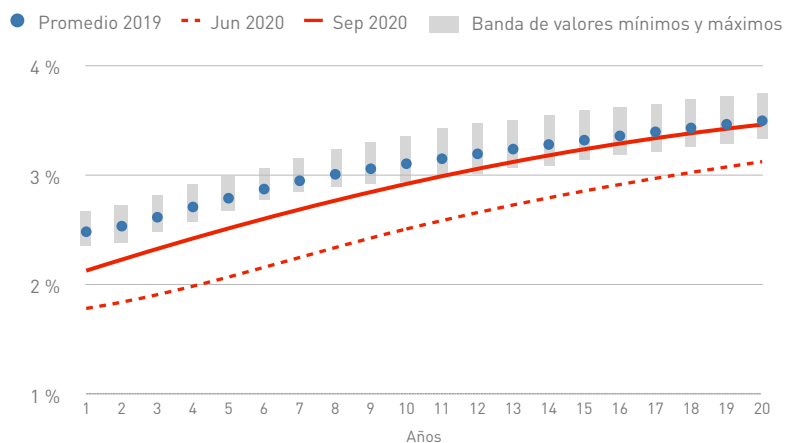
Por otro lado, la depreciación del tipo de cambio y la alta inflación que afectan a la economía turca continúan influyendo de forma negativa sobre su rentabilidad, en virtud del encarecimiento de los siniestros; el alto nivel de los tipos de interés puede ayudar a compensar parcialmente estos efectos adversos, apuntalando la rentabilidad financiera de estas líneas de

negocio. El banco central ha decidido elevar los tipos de interés con el fin de controlar la inflación y evitar una mayor depreciación de su tipo de cambio. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11-a) puede observarse un repunte de los tipos de interés libres de riesgo con una curva que, excepto en su tramo corto, se ha aplanado e incluso comienza a presentar una ligera pendiente negativa en sus tramos medio y largo. Este escenario de tipos de interés puede favorecer la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados a corto plazo temporales renovables que permitan la revisión de los tipos garantizados en cada renovación. La situación de recesión económica, sin embargo, que puede ser un estímulo para el ahorro en perjuicio del consumo, se prevé que impacte de forma negativa en el empleo y en la capacidad de ahorro de las personas y familias, pudiendo derivar en un notable incremento de los rescates por parte de quienes estén sufriendo una caída de los ingresos, por no poder desarrollar su actividad a consecuencia de la pandemia.

## 2.1.12 China

En China, la pandemia parece hallarse controlada (véase la Gráfica 1.2.12-c) y mejoran sus expectativas de crecimiento para 2020, siendo la única de las grandes economías del mundo que crecerá en este año, si bien sufrirá una fuerte desaceleración, con un crecimiento real del PIB que se situaría en torno al 1,9%, frente al 6,1% de 2019 (6,8% en 2018). El programa de estímulos fiscales y monetarios que está llevando a cabo el gobierno chino podría acelerar la vuelta a mayores tasas de crecimiento económico, suavizando el impacto negativo que tendrá la fuerte desaceleración económica sobre el sector asegurador. En cualquier caso, el negocio de No Vida ha mostrado gran resiliencia en anteriores crisis globales con crecimientos de primas de dos dígitos durante los últimos veinte años. Fue el negocio de los seguros de Vida el que se mostró más sensible al ciclo económico, con una caída en términos reales del -14,8% y un crecimiento nulo en los años 2011 y 2012, respectivamente.

**Gráfica 2.1.12-a**  
China: curva de tipos de interés libres de riesgo [%]



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

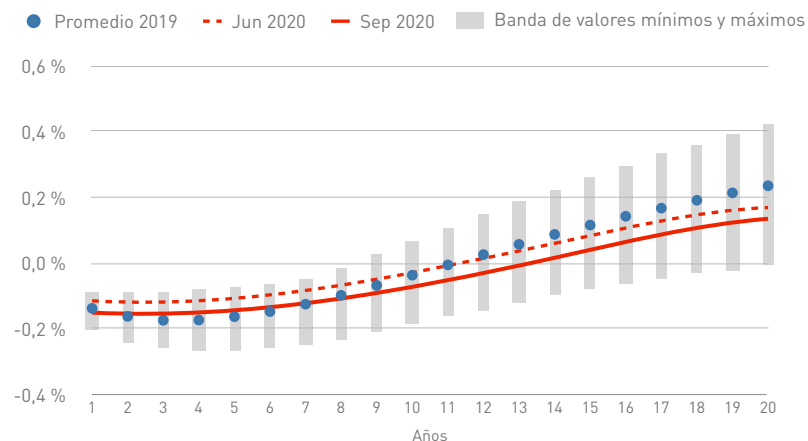
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12-a) se observa una cierta recuperación en los tipos de interés libres de riesgo, como ya ocurrió en el trimestre anterior, tras la fuerte caída en los momentos álgidos de la pandemia, presentando una pendiente positiva con los tramos de la curva con vencimientos superiores a diez años y superando los mínimos alcanzados en 2019. Esto puede suavizar el efecto negativo de la contracción del PIB sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto.

## 2.1.13 Japón

Gracias a un control de los efectos de la pandemia (véase la Gráfica 1.2.7-c) y una moderación de las medidas de restricción aplicadas, las previsiones de crecimiento para la economía japonesa en 2020 mejoran ligeramente, pero, aun así, anticipan una fuerte recesión con una caída del PIB que podría estar en una horquilla entre el -5,7% y el -5,9% en 2020, frente a un crecimiento del 0,7% en 2019 (0,3% en 2018). Las medidas de expansión monetaria y fiscal adoptadas por las autoridades japonesas están suavizando el impacto de la pandemia sobre su economía. En cualquier caso, la acusada caída del PIB prevista para este año perjudicará sin duda el desarrollo del sector asegurador, tanto el negocio de No Vida y Vida riesgo, cuyo crecimiento se encuentra muy ligado al comportamiento económico. Si analizamos lo sucedido en el mercado asegurador japonés

**Gráfica 2.1.13-a**  
Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo [%]



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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

en sus peores crisis económicas, se observa que el estallido de la burbuja inmobiliaria, a principios de los años noventa, marcó un punto de inflexión tanto en el crecimiento económico como en el desarrollo del sector asegurador del país nipón del que todavía no se había llegado a recuperar en la actualidad.

Por otro lado, en las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13-a) se aprecia que los tipos de interés libres de riesgo han sufrido un ligero descenso respecto de los niveles del trimestre anterior, y siguen presentando valores negativos para vencimientos hasta trece años y una escasa prima por plazo a partir de esos vencimientos, lo cual hace muy difícil la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias. Este entorno sostenido de bajos tipos de interés continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio.

### 2.1.14 Filipinas

Las expectativas económicas para 2020 para la economía filipina empeoran significativamente, anticipando una caída del PIB en un rango entre el -7,8% y el -8,1%, frente a un crecimiento real del 6,0% en 2019 (6,3% en 2018). La crisis provocada por la pandemia, cuyo número de contagios parece haber comenzado a reducirse en las últimas semanas (véase la Gráfica 1.2.14-c), está motivando un fuerte crecimiento de la tasa de desempleo con importantes retrocesos en la inversión y en el consumo privado, que venía siendo el principal motor del crecimiento económico. Esta situación puede tener un fuerte impacto en el sector asegurador, particularmente en el negocio de No Vida, cuyo comportamiento se encuentra muy ligado al ciclo económico. El gobierno ha decidido incrementar el paquete fiscal de apoyo de la economía, lo que puede contribuir a suavizar el impacto sobre el negocio asegurador. Como referencia, la crisis asiática desatada en 1997 motivó una caída de las primas de seguros de No Vida del -14,5%, cuando el PIB pasó en un año de crecer al 5,2% a una caída del -0,6%. El negocio de Vida sufrió en aquella

ocasión una fuerte ralentización, pero mantuvo un crecimiento positivo del 1,5%.

En relación con los seguros de Vida, el Banco Central de Filipinas no ha tomado nuevas medidas de bajadas adicionales del tipo de referencia de la política monetaria desde el mes de junio, cuando lo situó en el 2,25% (con dos bajadas en el año desde el 4,0%), en tanto que la rentabilidad del bono soberano a diez años, que se situaba en el 4,44% a finales de junio, se encuentra ligeramente por debajo del 3%, con lo que la curva de tipos de interés continúa aplanándose. Este entorno de tipos de interés con bajadas de tipos, junto con el aplanamiento de la curva de tipos libres de riesgo, complica el panorama para las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias que se encuentran expuestas al riesgo de pérdida de negocio, por la caída de primas y por los rescates que puedan producirse a consecuencia del fuerte aumento del desempleo y el deterioro económico.

## 2.2 Tendencias regulatorias

### Riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero en la Unión Europea.

El pasado 4 de septiembre, el *Joint Committee*, o Comité Conjunto de las Autoridades Europeas de Supervisión de banca, valores y seguros (EBA, ESMA y EIOPA), publicó su informe sobre riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero en la Unión Europea de 2020<sup>6</sup>. El informe pone de relieve que el brote de coronavirus ha traído consigo importantes disrupciones sociales y retos para la economía, los cuales tendrán un impacto inevitable en el sector financiero, concretando los problemas a los que se enfrentarán la banca, los fondos de inversión, las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones, así como los posibles efectos sobre la estabilidad financiera, que puede potenciar la interconexión entre estos sectores.

La intervención de los bancos centrales proporcionando liquidez y anunciando adquisiciones a gran escala de bonos tanto soberanos como corporativos, así como los mensajes de las autoridades fiscales de un amplio rango de medidas de apoyo a la economía, tanto a nivel nacional como de la Unión Europea, ha devuelto estabilidad a los mercados financieros, que sufrieron durante los meses de febrero y marzo una de las caídas más rápidas de la historia moderna, cercana al 40% en un período de veinte días para los principales índices, que obligó incluso a algunos fondos de inversión a suspender temporalmente los reembolsos. En parte esta caída estuvo motivada por el rápido movimiento de los inversores hacia la liquidez (“*dash for cash*”). Sin embargo, tras la estabilización de los mercados financieros, la prolongación del entorno de bajos tipos de interés por más tiempo supone un reto para la rentabilidad de la banca, para las compañías aseguradoras de Vida y para los fondos de pensiones. Esta situación puede fomentar, asimismo, estrategias de inversión de mayor riesgo en busca de incrementos en la rentabilidad de este tipo de entidades.

Por otro lado, desde el mes de mayo los inversores han empezado a diferenciar entre emisores y clases de activos, en un entorno de deterioro de los fundamentales económicos en el que las preocupaciones sobre el riesgo de crédito empiezan a materializarse. Las rebajas en las calificaciones crediticias han experimentado un fuerte incremento desde principios del mes de marzo, aunque el ritmo se ha reducido desde abril. Dentro del universo de emisores con grado de inversión, los calificados como BBB (que suman el 40% de los bonos corporativos con calificación crediticia) son especialmente vulnerables a una bajada de calificación por debajo del grado de inversión (“*high yield*”), lo que podría dar lugar a ventas forzadas por parte de los inversores.

El informe pone de relieve que los bancos europeos entraron en la crisis de la pandemia Covid-19 con una fuerte posición de capital, lo que les ha ayudado a incrementar el crédito a la economía en el corto plazo, particularmente a aquellos sectores más necesitados de liquidez y debería

ayudarles a soportar el impacto de las futuras pérdidas por el riesgo de crédito asumido derivadas de la crisis. Sin embargo, también se advierte que la dispersión en las posiciones de solvencia individuales permanece alta y algunos bancos que entraron en la crisis con menores niveles de capital y mayores exposiciones de riesgo pueden enfrentarse a retos importantes.

En cuanto a las entidades aseguradoras, el informe pone también de relieve su razonable posición de solvencia antes del *shock* provocado por la pandemia, con un ratio de solvencia agregado del 213% al cierre de 2019. Además, la mejoría en la valoración de los activos a consecuencia de la caída de tipos de interés y del rebote de la renta variable en el primer semestre del año les da ciertos márgenes para hacer frente al deterioro económico. Sin embargo, los bajos tipos de interés libres de riesgo, las mayores primas de riesgo (“*double-hit scenario*”), el deterioro crediticio de los activos y la incertidumbre económica pueden tener un impacto negativo en sus balances y en su rentabilidad en el medio y largo plazo.

## Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2016	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2016	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)
Estados Unidos	1,7	2,3	3,0	2,2	-4,0	3,3	1,7	2,3	3,0	2,2	-4,5	2,4
Eurozona	1,8	2,7	1,9	1,3	-7,6	5,5	1,8	2,7	1,9	1,3	-8,0	3,8
Alemania	2,1	2,9	1,3	0,6	-5,8	4,5	2,1	2,9	1,3	0,6	-6,0	3,7
Francia	1,1	2,3	1,8	1,5	-9,8	6,0	1,1	2,3	1,8	1,5	-10,1	5,6
Italia	1,4	1,7	0,8	0,3	-9,8	6,3	1,4	1,7	0,8	0,3	-10,2	4,6
España	3,0	3,0	2,4	2,0	-11,8	6,7	3,0	3,0	2,4	2,0	-12,1	4,7
Reino Unido	1,7	1,7	1,3	1,3	-9,6	8,1	1,7	1,7	1,3	1,3	-9,8	7,2
Japón	0,5	2,2	0,3	0,7	-5,7	2,6	0,5	2,2	0,3	0,7	-5,9	1,9
Mercados emergentes	4,6	4,8	4,5	3,7	-3,3	6,0	4,6	4,8	4,5	3,7	-3,5	5,2
América Latina <sup>1</sup>	-0,6	1,2	1,0	0,0	-8,1	3,6	-0,6	1,2	1,0	0,0	-8,3	3,0
México	2,4	2,3	2,2	-0,3	-9,6	3,6	2,4	2,3	2,2	-0,3	-9,8	2,6
Brasil	-3,5	1,6	1,2	1,1	-5,3	3,6	-3,5	1,6	1,2	1,1	-5,6	3,1
Argentina	-2,0	2,8	-2,4	-2,1	-10,4	6,3	-2,0	2,8	-2,4	-2,1	-10,8	4,7
Emergentes europeos <sup>2</sup>	4,8	3,3	6,0	2,1	-4,6	3,9	4,8	3,3	6,0	2,1	-4,8	3,2
Turquía	3,4	7,4	3,3	0,8	-2,7	4,6	3,4	7,4	3,3	0,8	-2,7	3,0
Asia Pacífico <sup>3</sup>	6,3	6,3	6,1	5,7	-2,5	6,9	6,3	6,3	6,1	5,7	-2,8	6,1
China	6,9	7,0	6,8	6,1	1,9	7,9	6,9	7,0	6,8	6,1	1,8	6,0
Indonesia	5,0	5,1	5,2	5,0	-1,7	5,2	5,0	5,1	5,2	5,0	-2,0	4,2
Filipinas	7,2	6,9	6,3	6,0	-7,8	7,6	7,2	6,9	6,3	6,0	-8,1	6,0
Mundo	3,4	3,8	3,6	2,8	-4,4	5,2	3,4	3,8	3,6	2,8	-4,6	4,0

Fuente: MAPFRE Economics

<sup>1</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; <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: 16 octubre 2020.

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

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2016	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2016	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)
Estados Unidos	2,1	2,1	1,9	2,3	1,1	1,6	2,1	2,1	1,9	2,3	1,2	1,6
Eurozona	0,7	1,4	1,9	1,0	0,1	1,4	0,7	1,4	1,9	1,0	0,1	0,8
Alemania	1,4	1,4	1,6	1,5	0,0	2,0	1,4	1,4	1,6	1,5	0,0	1,6
Francia	0,5	1,1	1,9	1,1	0,5	0,6	0,5	1,1	1,9	1,1	0,4	0,5
Italia	0,5	0,9	1,1	0,5	-0,2	0,6	0,5	0,9	1,1	0,5	-0,3	-0,2
España	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,2	1,0	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,3	-0,1
Reino Unido	1,8	2,7	2,0	1,3	0,4	2,0	1,8	2,7	2,0	1,3	0,4	1,8
Japón	0,3	0,6	0,9	0,5	-1,0	0,0	0,3	0,6	0,9	0,5	-1,0	-0,4
Mercados emergentes	4,3	4,3	4,8	4,7	5,0	5,3	4,3	4,3	4,8	4,7	4,8	4,9
América Latina <sup>1</sup>	5,6	6,0	6,2	7,2	6,2	6,7	5,6	6,0	6,2	7,2	5,6	5,8
México	3,4	6,8	4,8	2,8	3,7	2,7	3,4	6,8	4,8	2,8	3,7	2,4
Brasil	6,3	2,9	3,7	4,3	2,0	2,9	6,3	2,9	3,7	4,3	2,0	2,7
Argentina	37,5	23,3	47,4	52,2	38,7	40,0	37,5	23,3	47,4	52,2	38,6	39,4
Emergentes europeos <sup>2</sup>	5,5	5,4	6,2	4,0	5,2	5,4	5,5	5,4	6,2	4,0	3,5	4,0
Turquía	8,5	11,9	20,3	11,8	11,1	8,8	8,5	11,9	20,3	11,8	11,1	8,4
Asia Pacífico <sup>3</sup>	2,6	2,6	3,0	3,0	1,8	2,5	2,6	2,6	3,0	3,0	1,8	2,2
China	2,2	1,8	2,2	4,3	1,9	2,4	2,2	1,8	2,2	4,3	1,9	2,2
Indonesia	3,3	3,5	3,3	2,7	1,4	2,3	3,3	3,5	3,3	2,7	1,4	2,3
Filipinas	2,0	3,0	5,9	1,5	2,1	2,7	2,0	3,0	5,9	1,5	2,1	2,3
Mundo	2,8	3,0	3,3	3,1	2,8	2,9	2,8	3,0	3,3	3,1	2,7	2,8

Fuente: MAPFRE Economics

<sup>1</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; <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: 16 octubre 2020.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2016	2017	2018	2019	2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
Estados Unidos	2,45	2,40	2,69	1,92	0,79	1,33
Eurozona	0,93	1,13	1,17	0,32	-0,14	0,13

Escenario Estresado (EE)					
2016	2017	2018	2019	2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
2,45	2,40	2,69	1,92	0,79	1,33
0,93	1,13	1,17	0,32	-0,19	0,33

Fuente: MAPFRE Economics  
 Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2016	2017	2018	2019	2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
USD-EUR	0,95	0,83	0,87	0,89	0,85	0,85
EUR-USD	1,05	1,20	1,15	1,12	1,18	1,18
GBP-USD	1,23	1,35	1,28	1,32	1,32	1,33
USD-JPY	116,80	112,90	110,83	109,12	105,89	106,07
USD-CNY	6,94	6,51	6,88	6,99	6,77	6,77

Escenario Estresado (EE)					
2016	2017	2018	2019	2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
0,95	0,83	0,87	0,89	0,86	0,85
1,05	1,20	1,15	1,12	1,18	1,18
1,23	1,35	1,28	1,32	1,32	1,33
116,80	112,90	110,83	109,12	106,81	106,58
6,94	6,51	6,88	6,99	6,78	6,87

Fuente: MAPFRE Economics  
 Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2016	2017	2018	2019	2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
Estados Unidos	0,75	1,50	2,50	1,75	0,20	0,20
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,01	-0,01
China	3,00	3,25	3,30	3,25	2,95	2,74

Escenario Estresado (EE)					
2016	2017	2018	2019	2020 <sup>(e)</sup>	2021 <sup>(p)</sup>
0,75	1,50	2,50	1,75	0,20	0,20
0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3,00	3,25	3,30	3,25	2,89	1,81

Fuente: MAPFRE Economics  
 Fecha de cierre de previsiones: 16 octubre 2020.

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





## Índice de gráficas, tablas y recuadros

### Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Global: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción	13
Gráfica 1.1.1-b	Desarrollados y emergentes: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción	14
Gráfica 1.1.1-c	Países seleccionados: índice de restricción vs riesgo de apertura	14
Gráfica 1.1.1-d	Global: actualización de las previsiones del crecimiento del PIB	15
Gráfica 1.1.1-e	Mercados emergentes: flujos de inversión de cartera	20
Gráfica 1.1.1-f	Global: comportamiento de los PMIs	20
Gráfica 1.1.1-g	Economías seleccionadas: comportamiento de los PMIs	25
Gráfica 1.1.1-h	Resumen de medidas fiscales en respuesta a la pandemia del Covid-19	27
Gráfica 1.1.2	Vulnerabilidades y riesgos globales	32
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	35
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	35
Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción	36
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	38
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	38
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción	39
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	40
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	40
Gráfica 1.2.3-c	España: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción	41
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	42
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	42
Gráfica 1.2.4-c	Alemania: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción	43
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	44
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	44
Gráfica 1.2.5-c	Italia: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción	45

Gráfica 1.2.6-a Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 46

Gráfica 1.2.6-b Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 46

Gráfica 1.2.6-c Reino Unido: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . . 47

Gráfica 1.2.7-a Japón: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 48

Gráfica 1.2.7-b Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 48

Gráfica 1.2.7-c Japón: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . . 49

Gráfica 1.2.8-a Turquía: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 51

Gráfica 1.2.8-b Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 51

Gráfica 1.2.8-c Turquía: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . . 50

Gráfica 1.2.9-a México: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 53

Gráfica 1.2.9-b México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 53

Gráfica 1.2.9-c México: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . . 52

Gráfica 1.2.10-a Brasil: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 55

Gráfica 1.2.10-b Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 55

Gráfica 1.2.10-c Brasil: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . . 56

Gráfica 1.2.11-a Argentina: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 57

Gráfica 1.2.11-b Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 57

Gráfica 1.2.11-c Argentina: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . . 58

Gráfica 1.2.12-a China: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 59

Gráfica 1.2.12-b China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 59

Gráfica 1.2.12-c China: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . . 60

Gráfica 1.2.13-a Indonesia: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 61

Gráfica 1.2.13-b Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 61

Gráfica 1.2.13-c Indonesia: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . . 62

Gráfica 1.2.14-a Filipinas: descomposición y previsiones del PIB . . . . . 63

Gráfica 1.2.14-b Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . . 63

Gráfica 1.2.14-c Filipinas: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . . 64

Gráfica 2.1.2-a Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . 66

Gráfica 2.1.6-a Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . 69

Gráfica 2.1.7-a Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . 70

Gráfica 2.1.8-a Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . 71

Gráfica 2.1.9-a México: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . 71

Gráfica 2.1.11-a Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . 73

Gráfica 2.1.12-a	China: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	74
Gráfica 2.1.13-a	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	74

### Tablas

Tabla 1.1.1	Resumen de medidas fiscales en respuesta a la pandemia del Covid-19 . . . . .	26
Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos . . . . .	35
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos . . . . .	38
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos . . . . .	40
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos . . . . .	42
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	44
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos . . . . .	46
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos . . . . .	48
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos . . . . .	51
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos . . . . .	53
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos . . . . .	55
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos . . . . .	57
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos . . . . .	59
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	61
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos . . . . .	63
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto . . . . .	77
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación . . . . .	78
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años . . . . .	79
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio . . . . .	79
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia . . . . .	79

### Recuadros

Recuadro 1.1.1-a	Análisis de vulnerabilidad emergente: evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI) . . . . .	16
Recuadro 1.1.1-b	Actualización de política monetaria . . . . .	21
Recuadro 1.1.1-c	Plan Europeo de Recuperación y Resiliencia . . . . .	28



## Referencias

- 1/ Una actualización de las medidas de supresión, los casos confirmados y los cambios en las expectativas de consenso sobre el crecimiento de la economía global por países puede verse en la analítica en línea de MAPFRE Economics, "Respuesta institucional a la crisis Covid-19 y efectos en el crecimiento esperado", en: <https://app.klipfolio.com/published/caccb158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/respuesta-institucional-a-la-crisis-covid19-y-efectos-en-el-crecimiento-esperado>
- 2/ MAPFRE Economics (2020), *Panorama económico y sectorial 2020: perspectivas hacia el tercer trimestre*. Madrid, Fundación MAPFRE, pp. 13-15.
- 3/ Véase la Analítica de MAPFRE Economics "Monedas emergentes, depreciación diferenciada y balanza de pagos (Actualización 2020)", en: <https://app.klipfolio.com/published/46829ade6a0eaed59de2db17b55e2791/monedas-emergentes-depreciacin-diferenciada-y-balanza-de-pagos--actualizacin-2020>
- 4/ La Gráfica 2.1.2-a muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2019, así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de junio y septiembre de 2020. Pueden visualizarse otros meses y divisas en el gráfico interactivo que forma parte de la Analítica de MAPFRE Economics "Curvas de EIOPA", en: <https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa>
- 5/ Datos de ICEA, extraídos de una muestra que cubre el 95,19% del sector asegurador español.
- 6/ Véase: <https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/2020-67-report-on-risks-and-vulnerabilities.pdf>



## Otros informes de MAPFRE Economics

MAPFRE Economics (2020), *El mercado asegurador latinoamericano en 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2020), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2020), *El mercado español de seguros en 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE (2020), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2020), *Inclusión financiera en seguros*, Madrid, MAPFRE Economics.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2020), *Inversiones del sector asegurador*, 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), *Regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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





## **AVISO**

Este documento ha sido preparado por MAPFRE Economics 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 MAPFRE Economics, o bien obtenidos o elaborados a partir de fuentes que se consideraron confiables, pero que no han sido verificadas de manera independiente por MAPFRE Economics. 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