



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO  
Y SECTORIAL 2021

**MAPFRE** Σeconomics



# **Panorama económico y sectorial 2021**

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 (2021), *Panorama económico y sectorial 2021*, 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:  
2021, Fundación MAPFRE  
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid  
[www.fundacionmapfre.org](http://www.fundacionmapfre.org)

Enero, 2021.

# 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>Presentación</b> .....  | 9  |
| <b>Introducción</b> .....  | 11 |
| <b>Resumen ejecutivo</b> .....   | 13 |
| <b>1. Panorama económico</b> .....   | 17 |
| 1.1. El panorama económico global:<br>en el camino a la nueva normalidad ..... | 17 |
| 1.1.1 Un entorno de incertidumbre .....  | 17 |
| 1.1.2 Escenarios y previsiones .....   | 19 |
| 1.1.3 Una recuperación basada en el consumo .....                              | 29 |
| 1.1.4 Un nuevo contexto internacional .....                                    | 30 |
| 1.1.5 Balance de riesgos .....   | 32 |
| 1.2. Perspectivas y balance de riesgos<br>en economías seleccionadas .....     | 35 |
| 1.2.1 Estados Unidos .....   | 35 |
| 1.2.2 Eurozona .....   | 38 |
| 1.2.3 España .....   | 41 |
| 1.2.4 Alemania .....   | 43 |
| 1.2.5 Italia .....   | 46 |
| 1.2.6 Reino Unido .....  | 48 |
| 1.2.7 Japón .....  | 50 |
| 1.2.8 Turquía .....  | 52 |
| 1.2.9 México .....   | 55 |
| 1.2.10 Brasil .....  | 57 |
| 1.2.11 Argentina .....   | 59 |
| 1.2.12 China .....   | 61 |
| 1.2.13 Indonesia .....   | 64 |
| 1.2.14 Filipinas .....   | 66 |

|   |    |
|---|----|
| <b>2. Panorama sectorial</b> .....  | 69 |
| 2.1. El entorno económico y su<br>impacto en la demanda aseguradora. .... | 69 |
| 2.1.1 Mercados globales .....   | 69 |
| 2.1.2 Eurozona. ....  | 69 |
| 2.1.3 Alemania .....  | 70 |
| 2.1.4 Italia .....  | 71 |
| 2.1.5 España .....  | 71 |
| 2.1.6 Reino Unido .....   | 72 |
| 2.1.7 Estados Unidos .....  | 77 |
| 2.1.8 Brasil .....  | 77 |
| 2.1.9 México .....  | 78 |
| 2.1.10 Argentina .....  | 79 |
| 2.1.11 Turquía .....  | 79 |
| 2.1.12 China .....  | 80 |
| 2.1.13 Japón .....  | 81 |
| 2.1.14 Filipinas .....  | 81 |
| 2.1.15 Reaseguro .....  | 82 |
| 2.2. Tendencias regulatorias .....  | 82 |
| 2.2.1. Tendencias globales .....  | 82 |
| 2.2.2. Unión Europea .....  | 83 |
| <br><b>Apéndice:</b>  |    |
| <b>previsiones macroeconómicas</b> .....                                  | 85 |
| <br><b>Índice de tablas, gráficas y recuadros</b> .....                   | 89 |
| <br><b>Referencias</b> .....  | 93 |



# Presentación

Como viene siendo habitual desde 2017, Fundación MAPFRE publica el informe económico y sectorial que elabora MAPFRE Economics a principios de cada año, el cual ofrece una visión general respecto a las principales perspectivas macroeconómicas y financieras, a nivel global y de las principales economías, así como una valoración respecto a su impacto sobre la actividad aseguradora. Los contenidos y previsiones económicas incluidos en este estudio se actualizan trimestralmente en una publicación que incorpora los cambios que se van presentando en el entorno de la economía global y la forma en que estos afectan a la industria del seguro.

Tras el análisis realizado a lo largo de 2020 en torno al impacto que han tenido sobre la economía y el seguro las medidas de confinamiento y distanciamiento social impuestas para contener el crecimiento de la pandemia del Covid-19, así como las medidas implementadas por los gobiernos y los bancos centrales para atajar la crisis, *Panorama económico y sectorial 2021* sigue ahondando en dicho análisis y presenta la revisión de las previsiones de crecimiento económico para los próximos años, junto con un repaso de los recientes eventos geopolíticos acaecidos. Teniendo siempre en cuenta el entorno de incertidumbre existente, el estudio avanza que la economía mundial se encuentra rumbo a una nueva normalidad y prevé un crecimiento durante 2021-2022 en el entorno del 4,5%, lo que podría influir de forma positiva en el sector asegurador.

En su quinto año de publicación, se puede afirmar que *Panorama económico y sectorial* se ha consolidado como un documento de referencia para obtener una visión actualizada, a comienzos de cada ejercicio y a lo largo del año, sobre la actividad económica y aseguradora. A su vez, para Fundación MAPFRE esta actividad se enmarca dentro de su compromiso de divulgar el conocimiento y cultura aseguradoras, así como el estudio de todos aquellos factores que pueden influir en su desempeño.

**Fundación MAPFRE**



# Introducción

MAPFRE Economics presenta la versión 2021 de su informe *Panorama económico y sectorial*. Como cada año, este documento busca ofrecer una visión global sobre las perspectivas del comportamiento económico tanto a nivel global como de las principales economías del orbe y, a partir de este contexto general, analizar el entorno en el que operará el sector asegurador.

Tras el profundo impacto de la crisis provocada por la pandemia del Covid-19, la cual ha implicado cambios importantes en la estructura productiva del mundo, la economía global se enfila rumbo a una nueva normalidad que, pese al efecto catalizador del desarrollo y aplicación de las vacunas que reduce los riesgos a largo plazo, aún se enfrenta a las posibilidades de una nueva contracción dados los recientes rebrotes del virus. En este contexto, el informe prevé que la economía mundial retome su crecimiento a partir de 2021, fuertemente apoyada en el desempeño de los mercados desarrollados que capitalizarán el doble impulso monetario y fiscal, mientras que los mercados emergentes también se recuperarán, aunque a un ritmo más pausado.

Desde una perspectiva sectorial, a diferencia de otras actividades, la industria aseguradora ha mostrado cierta resiliencia ante los efectos de la abrupta y profunda caída de la actividad económica, la cual ha estado sustentada en la compensación producida por el comportamiento acíclico de ciertas líneas de negocio frente a otras que, por el contrario, se han visto fuertemente afectadas por la crisis económica. Así, la caída en la actividad ha afectado negativamente a los segmentos más vinculados al ciclo económico, en tanto que las políticas monetarias acomodaticias y el movimiento hacia posiciones de liquidez por parte de familias y empresas lo ha hecho en el negocio asegurador vinculado al ahorro, especialmente en los mercados desarrollados. La reactivación económica que se prevé para 2021 podrá sustentar una recuperación del sector, especialmente en los países emergentes, si bien esta será —como ocurrirá en general con las economías— desigual en los distintos mercados y líneas del negocio asegurador.

Confiamos en que este reporte siga contribuyendo a la comprensión del desempeño económico general y, en esa medida, del desafiante entorno que enfrentará la industria de seguros durante 2021.

**MAPFRE Economics**



# Resumen ejecutivo

## Panorama económico y sectorial 2021

### Panorama económico

La economía global enfrenta momentos de máxima incertidumbre. No obstante, la visión central de este informe se suma a la creencia de que la normalidad se alcanzará a mediados del tercer trimestre de 2021 y que, en su conjunto, el mundo recuperará los niveles de producto alcanzados a finales de 2019 hacia mediados de 2022, aunque con grandes diferencias regionales y entre países las cuales estarán determinadas, entre otros factores, por la solidez de sistemas sanitarios en la aplicación de vacunas y tratamientos terapéuticos, la eficiencia lograda con medidas de política económica durante la pandemia para evitar la afectación a la planta productiva y el empleo, la estructura sectorial específica de cada economía, las vulnerabilidades económicas estructurales pre-pandemia, y la gobernanza y certidumbre en la implementación de la política económica en cada país.

Pese a ello, en el horizonte aún permanecen grandes incógnitas que reafirman una visión dual sobre el desempeño global. Las *biológicas*, relacionadas con las implicaciones de la eventual mutación del virus y su relación con el nuevo alzamiento generalizado de severas restricciones a nivel global. Las *operativas*, que retrasen la inmunización de grupo, tanto por su administración por parte de los gobiernos como por su aceptación por parte de la población. Las *financieras*, derivadas de las tensiones en el sector privado y público por vulnerabilidades en los balances familiares y potenciales afectaciones por el lado del canal financiero. Las *económicas*, como el alcance efectivo de las medidas de estímulo, el efecto a largo plazo de la disrupción productiva y de las cadenas de valor. Y las *geopolíticas*, en la medida en que el 2021 marca el inicio de una época diferente con una nueva administración

en Estados Unidos y su retorno al enfoque comprometido con la agenda global y con el multilateralismo, y una Unión Europea reforzada y consciente de los retos y oportunidades de toda naturaleza que incorpora el protagonismo de China.

De esta forma, la visión del *escenario base* contempla que el mundo crecerá levemente por encima del 4,5% en promedio entre 2021 y 2022, con crecimientos de los mercados emergentes ligeramente por debajo y ligeramente por encima en el caso de los mercados desarrollados, confiriéndoles a estos últimos el protagonismo del cierre de la brecha de producto durante los próximos años, ya que los desarrollados aportarán dos terceras partes del cierre de la brecha de producto (*output gap*), algo relevante para pensar en la política monetaria que llegará a partir del 2023. Por otra parte, el *escenario estresado* supone que el retorno a la normalidad se retrasa y que los “*endpoints*” epidemiológicos no se alcanzan sino hasta bien entrado el 2022 y, por lo tanto, la recuperación se retrasa un año. En este escenario alternativo, los crecimientos promedio y las aportaciones de cada región se difieren hasta el bienio 2022-2023, por lo que, para el horizonte 2021, se prevé un crecimiento global casi nulo seguido de fuerte crecimiento en 2022 (que acumula efecto base de la ampliación de la crisis de 2020 y 2021), lo que extiende el impulso hasta el 2023. En ambos escenarios la recuperación llega, pero con más o menos retraso en función de la pandemia.

La crisis provocada por la pandemia del Covid-19 ha visto una respuesta fiscal sin precedentes, cuyo significado trasciende el valor de su elevada aportación al crecimiento. Su coordinación con la política monetaria ha sido fundamental porque ha permitido que no tenga lugar una situación de dominancia fiscal y por el giro implícito que esta conlleva hacia la monetización del déficit y deuda algo que

podría estar abonando el terreno para desanclar las expectativas de inflación en el futuro.

La recuperación que se prevé en la visión central considerada en este informe tiene como protagonista al consumo. En concreto se trata de una recuperación basada en las expectativas que permitan la liberación del ahorro monetario atesorado por la crisis. Para que esto ocurra es necesario que exista certidumbre sobre los “endpoints” de la pandemia, que el apoyo monetario y fiscal permanezcan abundantes y durante bastante tiempo, que la renta disponible real crezca en un contexto de moderada inflación, y que los balances familiares y corporativos se recompongan. No obstante, algunos detonantes podrían provocar la materialización temprana de los riesgos que se avistan en este informe, los cuales aún podrían convertir la visión central del previsible desempeño en una visión alternativa de riesgo que el informe aún no cuantifica. Entre dichos detonantes se señalan una dilatación en el tiempo de la situación de bloqueo que diera lugar a un problema de solvencia y depresión económica, y que retornara una inflación elevada y persistente producto de la pérdida de control de las expectativas de esta a largo plazo.

Por otra parte, el informe enfatiza en que la recuperación económica sucederá en el marco de un nuevo contexto internacional con profundos cambios entre sus actores principales. En Estados Unidos, termina la era Trump y su enfoque bilateral y autonomista, y llega la administración de J. Biden que revertirá buena parte de las políticas de su antecesor. Es previsible que la nueva administración estadounidense ponga el foco en una mayor progresividad fiscal, un ambicioso programa de inversión en infraestructuras y de educación, el regreso al acuerdo de París, la reactivación de un programa sanitario similar al *Affordable Care Act*, una vuelta al multilateralismo con los compromisos abandonados por la administración Trump, y una narrativa diferente en forma, pero similar en contenido con respecto a China.

Como en la crisis de Lehman, China jugará un papel clave en la recuperación global. El hecho de haber salido de la crisis del Covid-19 antes que ningún otro país y el dinamismo esperable los próximos años, le darán capacidad de

arrastre sobre el flujo de comercio global, la demanda de materias primas y la financiación de la cuenta corriente del resto de mercados emergentes. La relación con Estados Unidos y Europa se modulará, pero no cambiará el recientemente adquirido estatus de rival tecnológico, geopolítico y comercial estratégico.

En Europa, pese a los rebrotes recientes, se espera un importante rebote del crecimiento en 2021, pero insuficiente para alcanzar los niveles pre-crisis antes de mediados de 2022 y la brecha de producto no se cerrará antes de 2024. El repunte próximo de la actividad tendrá implicaciones para la curva de tipos de interés, la inflación y el tipo de cambio. En esta región, cuatro elementos dibujan la recuperación: el tamaño del choque inicial, las políticas sanitarias y el nivel de restricción de cada integrante de la Unión Europea; la contundencia y coordinación entre política monetaria y fiscal que permanecerán extremadamente acomodaticias; la dualidad de la recuperación que favorecerá inicialmente a los países industriales y después a los orientados a los servicios de proximidad como el turismo; y, de manera importante, el esperable repunte de la inflación a partir de 2021, el cual se espera sea transitorio.

Finalmente, América Latina ha sido la región que peor ha gestionado la crisis y, por lo tanto, su capacidad para recuperarse es menor. La pobreza se ha disparado, han quebrado millones de pequeñas y medianas empresas y se han perdido millones de empleos. El crecimiento per cápita de América Latina se había estancado desde 2015 y, tras la crisis actual, se espera que la renta per cápita recupere el nivel de 2015 no antes del 2025, es decir, la crisis del Covid-19 habrá terminado de configurar una nueva década perdida para esta región del mundo.

## Panorama sectorial

La previsión de vuelta al crecimiento de la economía mundial en 2021 podría llevar a una relativa recuperación luego de la abrupta caída sufrida en 2020, lo que se trasladaría al sector asegurador, aunque la incertidumbre sobre los rebrotes en el número de contagios y el ritmo de aplicación de las vacunaciones continúa siendo elevada, por lo que la esperada recuperación global podría consolidarse solo hasta el año 2022 y de forma desigual por

países. El amplio rango entre las previsiones es indicativo del elevado nivel de incertidumbre que afecta a todos los sectores de actividad, incluido el sector asegurador, en el que ya se aprecian retrocesos significativos, si bien en este caso en menor medida que otros sectores directamente vinculados a los viajes, al turismo o a los servicios de proximidad. La elevada incertidumbre afecta a las decisiones de gasto, contratación e inversión de hogares y empresas, lo que perjudica el desarrollo del sector asegurador, aunque algunas líneas de negocio siguen mostrando gran resistencia, particularmente los seguros de salud. La eficacia de las campañas de vacunación para alcanzar una inmunidad que al menos evite la saturación de los sistemas sanitarios, hasta alcanzar la inmunidad de grupo, será un elemento clave para una recuperación que será desigual, por las carencias en la infraestructura sanitaria y los problemas logísticos para la distribución de las vacunas que presentan algunos países, especialmente las economías emergentes.

La 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), está siendo crucial y continúa dando estabilidad a los mercados financieros, en los que las entidades aseguradoras son uno de los grandes inversores institucionales, a la vez que han permitido a los gobiernos, hogares y empresas seguir financiándose a costes reducidos. Sin embargo, las medidas fiscales adoptadas están incrementando sustancialmente los déficits y el nivel de deuda de los países, lo que supone un límite importante para aquellas economías sin espacio fiscal, monetario y capacidad de endeudamiento adicionales suficientes, problema que afecta en gran medida a los países emergentes, en algunos de los cuales el deterioro de las cuentas públicas está provocando depreciaciones en el tipo de cambio y tensiones inflacionistas, alimentadas por las medidas de política monetaria acomodaticias adoptadas, lo que puede retrasar la recuperación económica y del sector asegurador por su alta vinculación al ciclo económico, además de reducir la rentabilidad de las entidades aseguradoras por el incremento en el coste de los siniestros y la pérdida de rentabilidad financiera en sus

inversiones. Entre los países emergentes, el mercado asegurador turco, de momento, está mostrando un mejor comportamiento, en línea con su economía que ha sufrido un impacto menos severo por la pandemia. Los mercados aseguradores de México y Brasil, por su parte, están sufriendo retrocesos en primas, en términos reales.

La economía española podría empezar a recuperarse parcialmente en 2021 luego del fuerte retroceso vivido en el año anterior, uno de los mayores del mundo, por los efectos de las restricciones adoptadas por la pandemia sobre el consumo, el comercio, la hostelería y los negocios relacionados con el turismo, cuyo impacto negativo sobre el empleo, los negocios y la solvencia de hogares y empresas se están trasladando al mercado asegurador. Con los últimos datos disponibles correspondientes al mes de noviembre de 2020, las primas de No Vida se están desacelerando en términos interanuales, pero no han llegado a retroceder, ya que algunas líneas de negocio siguen mostrando gran resistencia, sobre todo los seguros de salud que se muestran siempre muy resilientes en las crisis económicas, especialmente en esta crisis de origen sanitario. El negocio de Vida es el que está resultando más afectado con fuertes retrocesos en primas, aunque resiste en términos de ahorro gestionado que solo sufrió una ligera caída. Destacan, sin embargo, los seguros en los que el tomador asume el riesgo de la inversión que, aunque todavía suponen una pequeña parte del ahorro gestionado por las entidades aseguradoras, están experimentando un crecimiento significativo en términos de ahorro y, sobre todo, en número de asegurados. Por lo demás, el patrón de comportamiento del negocio asegurador muestra similitudes con el de la crisis de 2007-2009, aunque en la crisis actual la decidida intervención del Banco Central Europeo (BCE) está permitiendo a España (como a otros países de la eurozona) financiarse a costes reducidos, incluso negativos. Así, de la mano del programa de ayudas de la Unión Europea, la acción de la política económica hace prever una caída menos profunda y una recuperación más rápida para el sector asegurador que en aquella crisis.

En el ámbito supervisor durante 2020, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros llevó a cabo su primer ejercicio de valoración del mercado asegurador global desde la óptica de su posible riesgo sistémico, bajo el nuevo marco aprobado el año anterior y adaptado para la pandemia. El resultado de este ejercicio muestra que el mayor impacto tuvo lugar por el lado de los activos, afectando de forma negativa a la rentabilidad y solvencia del sector asegurador, si bien las aseguradoras se mantuvieron resilientes tanto a nivel financiero como operativo, aunque persisten todavía incertidumbres sobre el panorama futuro. Por otro lado, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), en su último informe de estabilidad financiera del mes de diciembre, ha puesto de relieve que las aseguradoras europeas han podido resistir la dramática situación, y el régimen de Solvencia II les ha ayudado a una mejor alineación de su capital con el riesgo, aumentar su resiliencia y potenciar buenas prácticas en su gestión de riesgos. No obstante, indica que la incertidumbre permanece alta, pudiendo todavía impactar en sus modelos de negocio, posición financiera, de liquidez y de solvencia. En este sentido, apunta que el entorno de bajos tipos de interés, que se prolongará todavía por más tiempo, continúa siendo la principal preocupación tanto para el sector asegurador como para el de pensiones, y supone un reto para la rentabilidad de la banca, para las compañías aseguradoras y para los fondos de pensiones. Apunta, asimismo, otros riesgos que emergen a causa de la pandemia, como las rebajas en la calificación crediticia de las empresas, el incremento de las quiebras, el

desempleo, la esperada caída en el precio de los inmuebles de uso comercial o el aumento de la morosidad bancaria que puede afectar a las aseguradoras y a los fondos de pensiones por su alta interconexión con el sector bancario. Por otro lado, también pone de manifiesto que, a consecuencia de la crisis, los niveles de la deuda pública se han incrementado dramáticamente. Destaca que las primas de riesgo y la volatilidad se han reducido de forma acusada como resultado de los programas de adquisición de activos del BCE. Esto ha contribuido de forma significativa a mitigar la alimentación recíproca entre el riesgo soberano y el bancario en los países periféricos de la zona euro, lo que conlleva un efecto positivo de contención del riesgo para las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones.

A pesar de los tiempos turbulentos que se están viviendo, EIOPA apunta en su informe que va a seguir prestando atención a otros objetivos de largo plazo, como las finanzas sostenibles y la digitalización, con el objetivo de que las aseguradoras y los fondos de pensiones puedan gestionar y mitigar no solo los riesgos climático y cibernético, sino también reflejar las preferencias de los tomadores de seguros y de los partícipes de los planes de pensiones en sus inversiones y aprovechen oportunidades de negocio para apoyar activamente la transición hacia economías sostenibles y digitales.



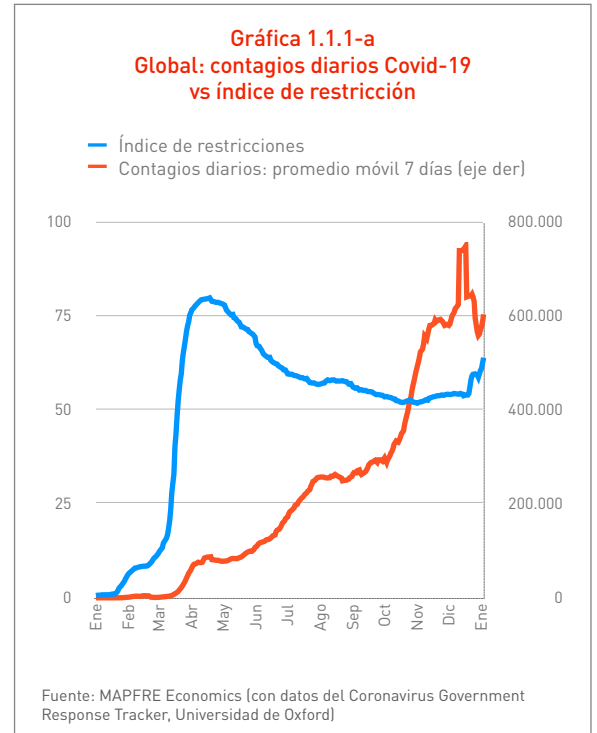
# 1. Panorama económico

## 1.1 El panorama económico global: en el camino a la nueva normalidad

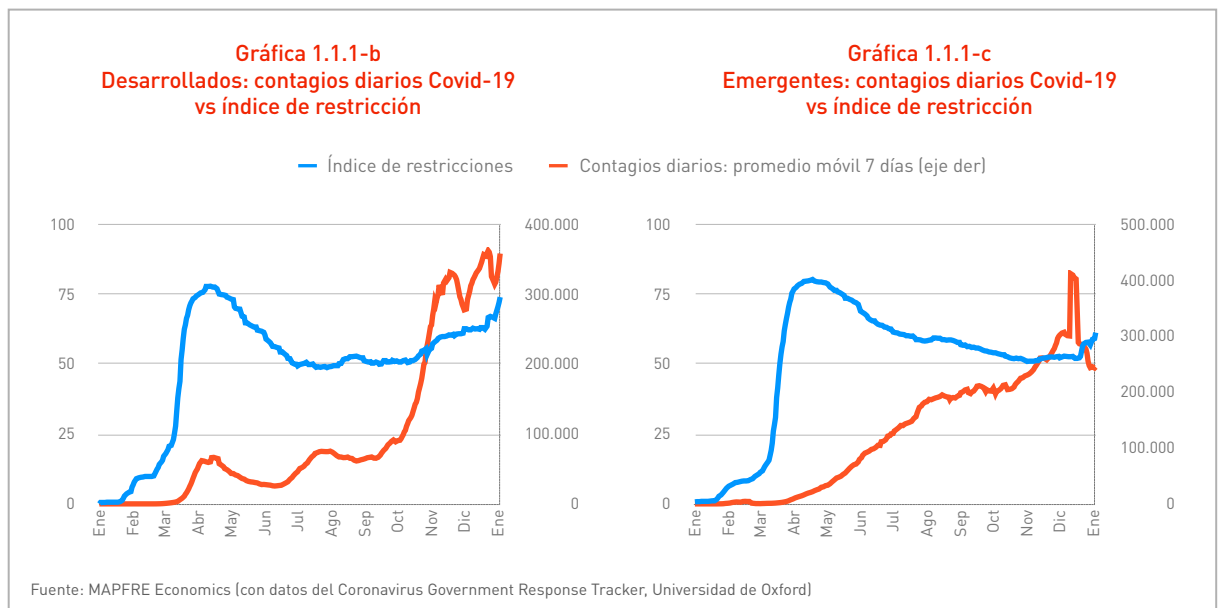
### 1.1.1 Un entorno de incertidumbre

En medio del inicio de un rebrote generalizado de contagios de la pandemia del Covid-19 (tanto en el mundo desarrollado como en el emergente), del inicio del aún incipiente proceso de vacunación y del surgimiento de nuevas mutaciones del virus (véanse las Gráficas 1.1.1-a a 1.1.1-f), las proyecciones respecto al crecimiento económico global se encuentran aún sumidas en un amplio espectro de incertidumbre, lo que obliga a revisiones generales de las proyecciones de crecimiento respecto a nuestro informe previo<sup>1</sup>. En este sentido, MAPFRE Economics mantiene su corredor de previsiones delimitado por supuestos de normalización y nuevos rebrotes en un contexto de fragilidad creciente. De hecho, los últimos acontecimientos relativos a los rebrotes en todo el mundo y las nuevas restricciones ratifican la necesidad de establecer dicho corredor de previsiones.

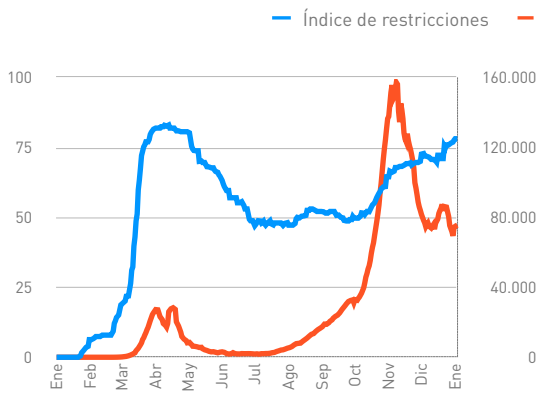
El escenario central que se considera en este informe es que el despliegue de la vacunación



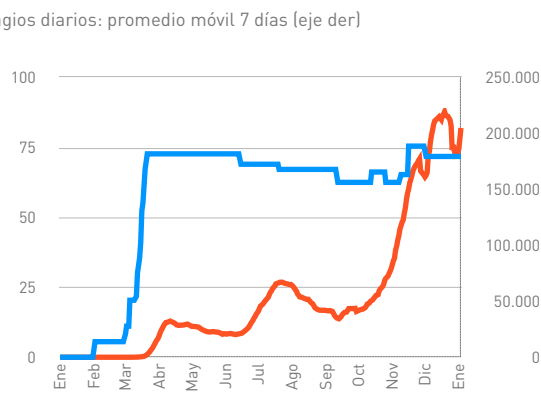
masiva iniciado a finales de 2020 vaya ganando tracción durante el primer trimestre de 2021. La salida efectiva de la actual situación excepcional (*endpoints*) es difícil de determinar, puesto que la inmunización masiva, sea por vacunación o grupal (“de rebaño”), enfrenta aún



**Gráfica 1.1.1-d**  
Eurozona: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción



**Gráfica 1.1.1-e**  
Estados Unidos: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción



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

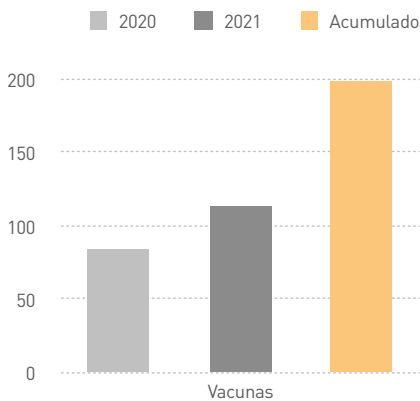
un número indefinido de imponderables como son: (i) las alteraciones biológicas del virus y los rebotes; (ii) el compromiso social en su inoculación; (iii) las dificultades de logística en su distribución y aplicación, y (iv) de manera más relevante, la suficiencia de su producción<sup>2</sup>.

A pesar de ello, nos sumamos a la creencia que anticipan los indicadores adelantados de actividad económica en el sentido de que la normalidad se alcanzará a mediados del tercer trimestre de 2021 y que, en su conjunto, el mundo recuperará lo perdido en la crisis económica a mediados de 2022, aunque con grandes diferencias entre países y regionales;

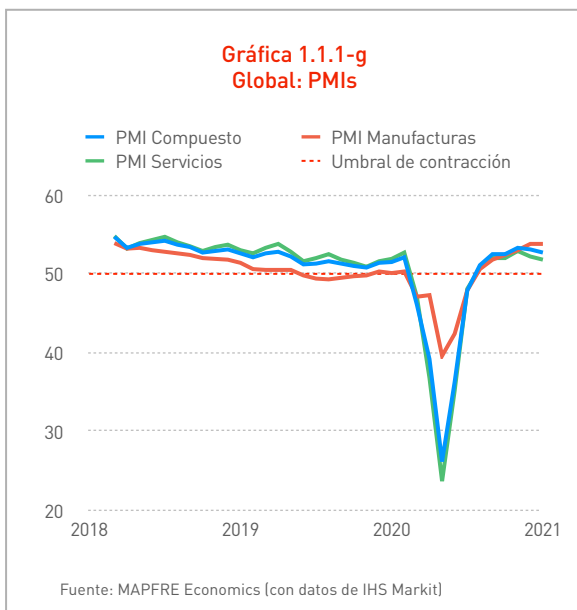
asincronía que estará determinada, entre otros factores, por: (i) la solidez de sistemas sanitarios en la aplicación de vacunas y tratamientos terapéuticos; (ii) la eficiencia lograda con medidas de política económica durante la pandemia para evitar la afectación a la planta productiva y el empleo; (iii) la estructura sectorial específica de cada economía; (iv) las vulnerabilidades económicas estructurales pre-pandemia, y (v) la gobernanza y certidumbre en la implementación de la política económica en cada país (véanse las Gráficas 1.1.1-g a 1.1.1-i).

De esta forma, en el horizonte aún permanecen grandes incógnitas que reafirman una visión dual sobre el desempeño global. Cinco son las más relevantes. Primero, las *biológicas*, relacionadas con las implicaciones de la eventual mutación del virus y su relación con el nuevo alzamiento generalizado de severas restricciones a nivel global<sup>3</sup>. Segundo, las *operativas*, que retrasen la inmunización de grupo, tanto por su administración por parte de los gobiernos como por su aceptación por parte de la población. Tercero, las *financieras*, derivadas de las tensiones en el sector privado y público. El balance de las familias se está deteriorando en sus activos reales y financieros, así como en sus rentas salariales. Asimismo, el saldo de créditos morosos también está incrementándose; a nivel corporativo, a la vez que se alimentan excesos gracias a la abundante liquidez<sup>4</sup> (criptomonedas, oro, *high-yield*, P/E tecnológicas, *low covenant debt*, etc.), comienzan a crecer las quiebras en el sector privado, en especial el energético y el de servicios al consumo<sup>5</sup>.

**Gráfica 1.1.1-f**  
Global: avances en la vacunación (millones de vacunas)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford, al 07/01/2021)



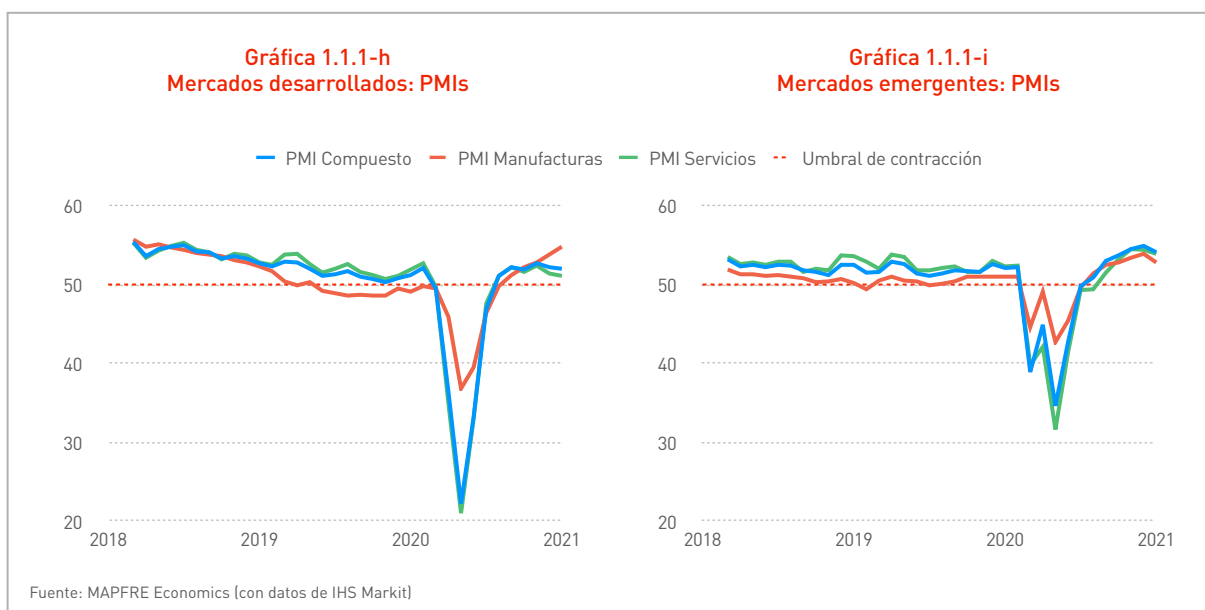
La disonancia entre el sector real y financiero se mantiene. Cuarto, las *económicas*, como el alcance efectivo de las medidas de estímulo, el efecto a largo plazo de la disrupción productiva y de las cadenas de valor, así como los efectos permanentes sobre el crecimiento potencial global y en la distribución de la riqueza<sup>6</sup>. Y, quinto, las *geopolíticas*, en la medida en que el 2021 marca el inicio de una nueva época con: (i) la administración del presidente Biden y su retorno al enfoque comprometido con la agenda global y con el multilateralismo; (ii) una Unión Europea reforzada, pero distinta a la que existió el lustro pasado (el nuevo liderazgo en la Comisión Europea y en el Banco Central Europeo, la salida de Angela Merkel, la acti-

vación del NextGenEU, el Brexit y la renovación de la entente atlántica), y (iii) una nueva conciencia sobre los retos y oportunidades de toda naturaleza que incorpora el protagonismo de China<sup>7</sup>.

### 1.1.2 Escenarios y previsiones

En el escenario central considerado en este informe, el mundo emerge de la recesión a finales de primer semestre de 2021, suponiendo que los rebrotes del coronavirus se controlan y no hacen falta mayores restricciones más allá de las actuales. La inmunidad contra la enfermedad se alcanza en la transición de 2021 a 2022, y la recuperación del nivel del PIB de finales de 2019 se materializa antes en los países que mayor soporte de rentas han tenido a lo largo de 2020 y 2021. Así, por ejemplo, Estados Unidos sale el primero, seguido de Brasil; el resto, la Unión Europea, América Latina y España van mucho más a la zaga, condicionados por su estructura productiva y la naturaleza de los estímulos recibidos. En función de los rebrotes de la pandemia y de las restricciones impuestas por los gobiernos para lidiar con estos, la salida se realiza antes o después a nivel global (véase el Recuadro 1.1.2-a).

De esta forma, la visión del *escenario base* contempla que el mundo crecerá levemente por encima del 4,5% en promedio entre 2021 y 2022, con crecimientos de los mercados emergentes ligeramente por debajo y



**Recuadro 1.1.2-a**  
**¿Cuándo se recuperará el nivel de PIB pre Covid-19?**  
**Análisis para economías seleccionadas en el escenario base**

**Recuperación del PIB de 2019**

Los escenarios de recuperación del producto global pueden variar mucho en función de las sucesivas olas de pandemia y de las medidas asociadas para contener sus efectos. Hasta ahora, la incertidumbre radicaba de manera directa en el avistamiento de un punto de salida (*endpoint*) a la pandemia. La inmunidad colectiva hubiera sido uno de ellos, pero el inicio de la vacunación masiva a lo largo de 2021 adelanta este momento y plantea cierto optimismo acerca de una futura, y no tan lejana, normalidad.

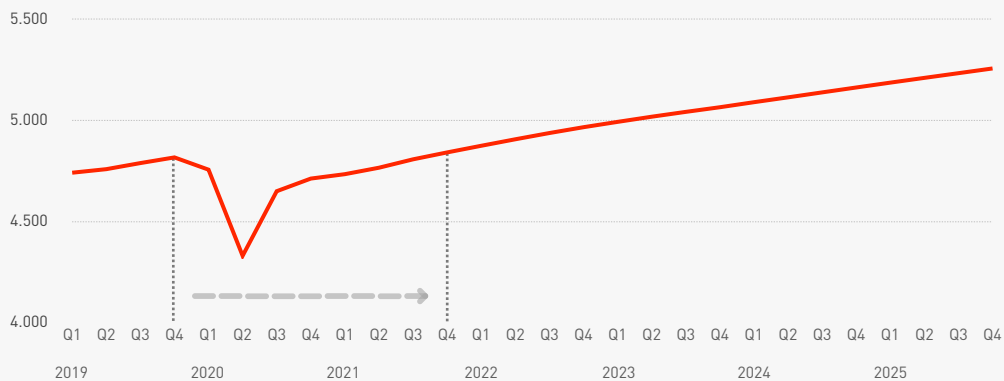
Sin embargo, no solamente es la biología lo que marca la pauta de la posible recuperación de la actividad, sino también la política económica implementada tanto en forma de paquetes monetarios (para garantizar condiciones de financiación benigna y amplia liquidez) como fiscales destinados a sustituir las rentas que se pierden como consecuencia de la imposición de restricciones a la actividad económica (transferencias de desempleo, inversión pública, etc.). Por último, y no por ello menos importante, el comportamiento del consumidor durante y tras la crisis epidemiológica será también determinante, sea por su capacidad y propensión a consumir una vez la incertidumbre se diluya, o bien por su reacción intertemporal a las medidas fiscales activadas (efectos ricardianos) que

pueden inhibir el necesario despertar de la demanda doméstica, clave para la recuperación.

A pesar de la evidente dificultad de hacer hipótesis en un contexto tan incierto, es posible intentar plantear alguna guía de cómo podría ser la recuperación en cuatro economías seleccionadas (Estados Unidos, la Eurozona, España y Brasil) bajo el escenario base planteado en este informe. En este sentido, se habla de alcanzar un nivel inicial de recuperación como el hito de lograr el nivel de PIB real que se registraba en el cuarto trimestre de 2019.

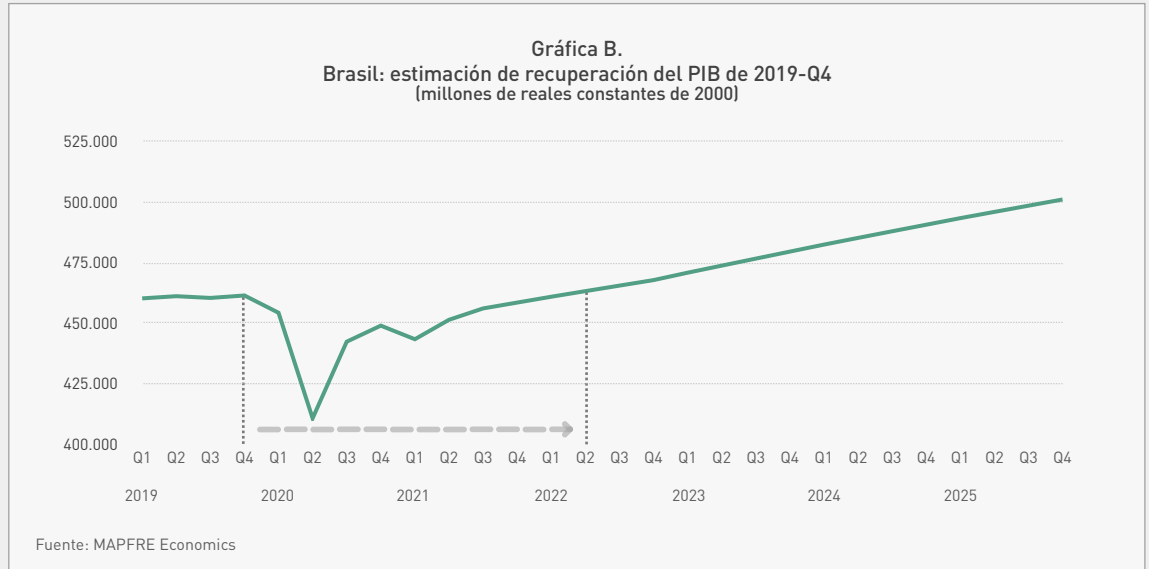
A partir del inicio de la crisis económica producida por las medidas de confinamiento y distanciamiento social implementadas para enfrentar la pandemia, la caída del producto alcanzó su momento más severo durante el segundo trimestre del año 2020. En este punto se aprecia que España se vio diferencialmente afectada por la severidad de las medidas impuestas respecto a otras economías. Estado Unidos parece ser la economía que menos padeció la caída del segundo trimestre, porque inicialmente se enfocaron las medidas sanitarias de una manera mucho más suave. La Eurozona y Brasil, por su parte, tuvieron también diferentes grados de contracción en función de las restricciones tomadas. Cabe señalar que las restricciones no solamente tuvieron un

**Gráfica A.**  
**Estados Unidos: estimación de recuperación del PIB de 2019-Q4**  
 (miliardos USD constantes de 2012)



Fuente: MAPFRE Economics

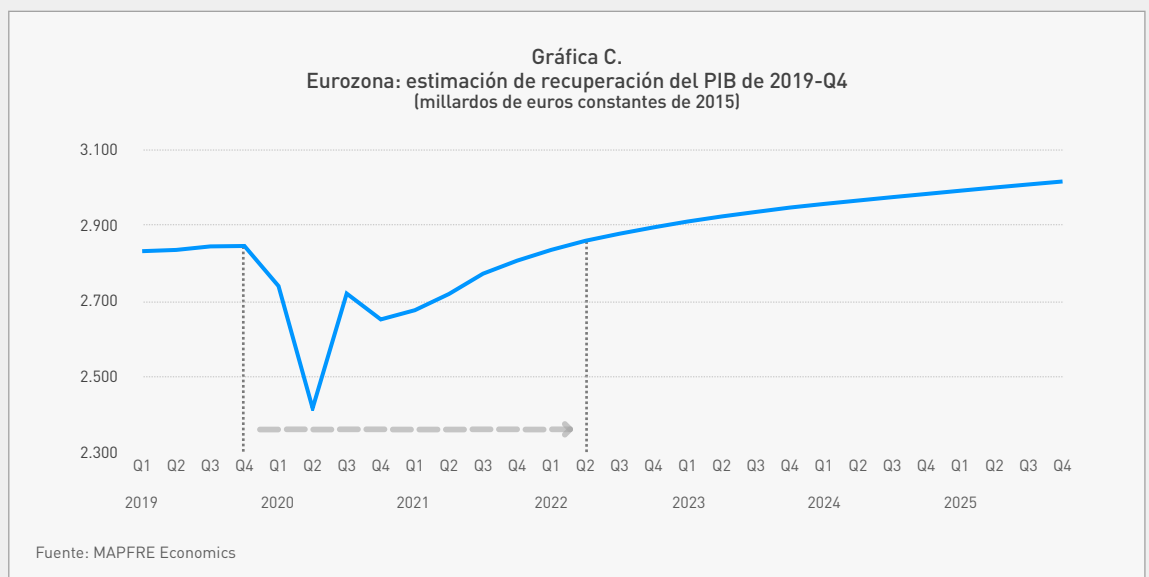
**Recuadro 1.1.2-a (continuación)**  
**¿Cuándo se recuperará el nivel de PIB pre Covid-19?**  
**Análisis para economías seleccionadas en el escenario base**



componente político y económico, sino que fueron proporcionales a la fatalidad registrada, un parámetro claramente ligado a la proporción de población madura (en lo que también España destaca).

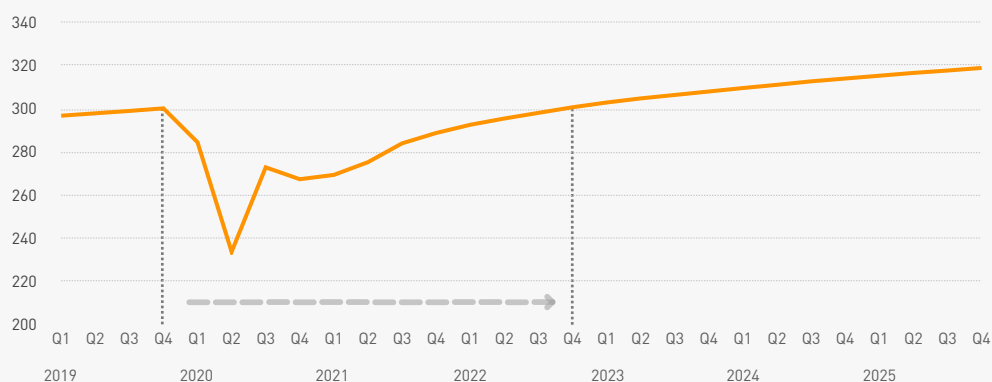
Hasta este momento, la senda hacia la recuperación la marcan tres factores: (i) las restricciones (determinadas por el número de casos); (ii) la especialización económica (la pandemia afectó especialmente al sector servicios y comercio directo), y (iii) las ayudas

implementadas (las transferencias directas tienen un mayor efecto que las garantías públicas). En función de estas características, conforme al escenario base considerado en este informe se prevé que la economía de los Estados Unidos recupere el nivel de PIB de 2019 al término del 2021, gracias a importantes transferencias públicas que hasta ahora han supuesto más del 15% del PIB, a la diversificación de su economía y, en general, a una mayor laxitud en la imposición de medidas durante la administración del presidente Trump.



**Recuadro 1.1.2-a (continuación)**  
**¿Cuándo se recuperará el nivel de PIB pre Covid-19?**  
**Análisis para economías seleccionadas en el escenario base**

**Gráfica D.**  
**España: estimación de recuperación del PIB de 2019-Q4**  
 (millardos de euros constantes de 2015)



Fuente: MAPFRE Economics

Brasil sería la segunda economía en alcanzar el referido umbral de recuperación dada la relativa laxitud de sus medidas en el momento más álgido de los contagios y porque las medidas, como en Estados Unidos, han tenido un fuerte componente de transferencia de rentas en el inicio de la crisis (la renta disponible de hecho creció en Estados Unidos pese a la caída del PIB). En la Eurozona, la política monetaria reaccionó instantáneamente, pero al no existir una autoridad fiscal centralizada, la respuesta en esta materia (y sus rezagos) dependió de la capacidad de reacción de cada país (rápidamente en el caso de Alemania, y más tarde en el de España) y de la naturaleza de la ayuda que hasta ahora ha sido muy focalizada en el sistema de garantías públicas y no tanto en la transferencia de rentas.

Fuente: MAPFRE Economics

Así, dada la pérdida inicial del PIB en la primera mitad de 2020, y dados los efectos sectoriales de la pandemia y la capacidad sanitaria de cada economía, se prevé que los primeros en recuperar el nivel de producto del último trimestre de 2019 serán Estados Unidos y Brasil (dentro del 2021 ambos), seguidas de la economía de la Eurozona. En esta, la economía de España será la que más tarde en recuperarse. Sin embargo, es conveniente resaltar que precisamente la alta dependencia de la economía española respecto del sector servicios, que lastra la recuperación en 2021, será la que la convierta en una de las economías que más rápido crecerán en 2022. Pese a ello, no recuperará el nivel de producto de finales de 2019 hasta al menos la segunda mitad de 2022, y con fuertes posibilidades de que no llegue a ocurrir sino hasta 2023.

ligeramente por encima en el caso de los mercados desarrollados, confiriéndoles a estos últimos el protagonismo del cierre de la brecha de producto durante los próximos años, ya que los desarrollados aportarán dos terceras partes del cierre de la brecha de producto (*output gap*), algo relevante para pensar en la política monetaria que llegará a partir del 2023 (véanse las Tablas A-1 a A-5 en el Apéndice de este informe).

Por otra parte, el *escenario estresado* de nuestra visión central supone que el retorno a la normalidad se retrasa y que los “*endpoints*” epidemiológicos no se alcanzan sino hasta bien entrado el 2022 y, por lo tanto, la recuperación se retrasa un año. En este escenario alternativo, los crecimientos promedio y las aportaciones de cada región se difieren hasta el bienio 2022-2023, por lo que, para el horizonte 2021, vemos un crecimiento global casi nulo

seguido de fuerte crecimiento en 2022 (que acumula efecto base de la ampliación de la crisis de 2020 y 2021), lo que extiende el impulso hasta el 2023. En ambos la recuperación llega, pero con más o menos retraso en función de la pandemia.

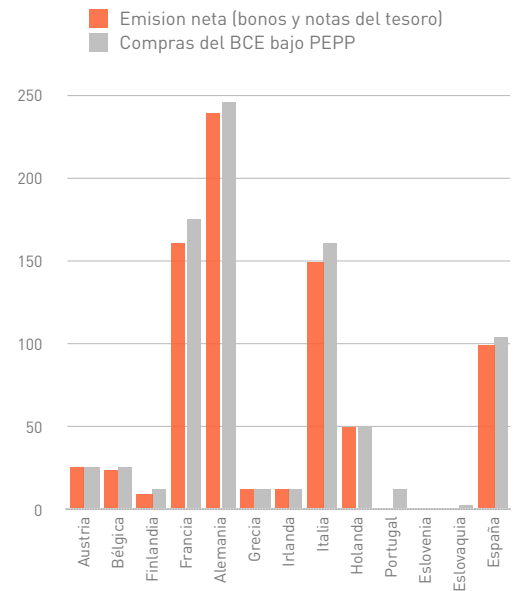
Esta visión central de la economía global concibe, además, que el *petróleo* mantenga la senda actual de reversión a su precio de equilibrio (60-65 USD/b) a partir de 2024, derivada de la demanda global. Asimismo, considera que la *aversión al riesgo global* (VIX) permanecería en la senda de normalización (pese a repuntes temporales a corto plazo), convergiendo los valores promedio del último lustro en 2022 (20 puntos básicos). En la versión estresada de esta visión central la aversión al riesgo se reduce también, aunque con más lentitud.

En ambos escenarios de la visión central, la *política monetaria* de las economías desarrolladas permanece extremadamente acomodaticia y anticíclica en su afán de producir condiciones de liquidez favorables sin precedentes y en su empeño de acomodar a la política fiscal. Los bancos centrales del G7 mantienen las expectativas en torno a su visión de base de la economía y apuntalan los programas excepcionales contra los efectos de la pandemia del Covid-19 (véanse las Gráficas 1.1.2-a y 1.1.2-b), y el Recuadro 1.1.2-b).

Con el ingente esfuerzo fiscal implícitamente monetizado y unido al giro reflacionario explícito de la Reserva Federal (alteración del objetivo de inflación), las *expectativas de inflación* estadounidense han vuelto a crecer a la par que el dólar se debilita de manera generalizada contra todas las monedas globales. En el caso de euro, vemos consolidarse la senda hacia un equilibrio de 1,25, para lo cual creemos que oscilará en la banda 1,21 y 1,22, tanto en 2021 como en 2022. Una situación más estresada iría acompañada por mayor esfuerzo fiscal y monetario en la Eurozona y en Estados Unidos, pero no cambiaría la paridad eurodólar.

La reducción global de la aversión al riesgo (VIX), unida al *stance* acomodaticio de la Reserva Federal, permitirá que las *monedas emergentes* establezcan su tipo de cambio frente al dólar durante los próximos dos años, incluso

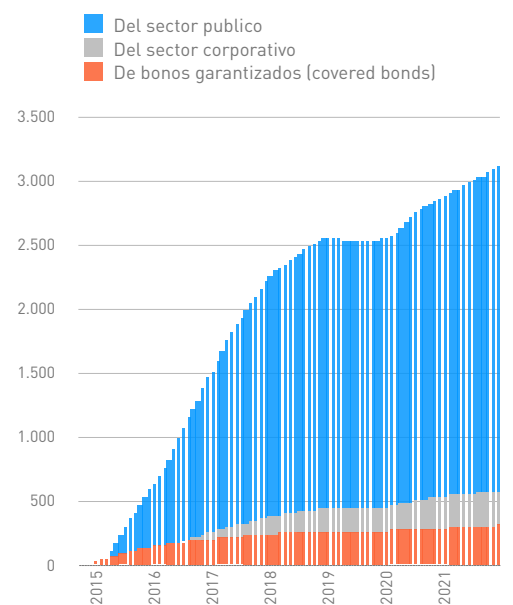
**Gráfica 1.1.2-a**  
Estimación de compras del BCE bajo el programa PEPP y emisión neta planeada en 2021



Fuente: MAPFRE Economics (con datos Bloomberg, BCE y Unicredito)

en un entorno crecientemente inflacionario que no será correspondido con respuestas monetarias equiparables.

**Gráfica 1.1.2-b**  
Acumulado de compras de bonos del BCE (millardos de euros)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE)

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

**Reserva Federal**

En su reunión de diciembre, la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo sin cambios su política monetaria, dejando los tipos de interés en el rango del 0,00-0,25%, así como el ritmo mensual y la composición de las compras de activos. De esta manera, y en línea con lo esperado, la Reserva Federal sostiene su compromiso de mantener los tipos de interés bajos al menos hasta 2023, con un pronóstico de balance en progresivo aumento y vinculado a los objetivos propuestos en la reciente revisión estratégica de la política monetaria hacia el pleno empleo e inflación.

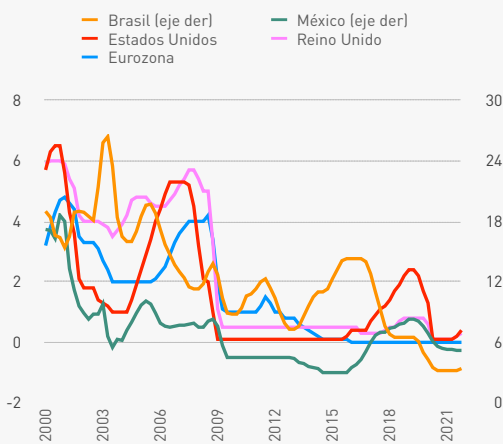
Por el lado macroeconómico, las proyecciones presentadas muestran una senda de desempeño más sólida para la economía estadounidense, pero con una inflación esperada sin cambios. Se prevé que la inflación subyacente se mantenga por debajo del 2,0% hasta fines de 2022, aunque esta visión es modulable dada la flexibilización de su objetivo de inflación.

Hacia adelante, pese al dinamismo de la economía estadounidense, el repunte de casos de Covid-19 y la previsible nueva ronda de restricciones a la movilidad bajo la administración del

presidente Biden en un contexto de recuperación parcial del mercado laboral, se plantean retos de cara a la recuperación. La Reserva Federal ha hecho explícita su bienvenida a mayores estímulos fiscales directos, los que se compromete a acompañar con suficiente acomodamiento monetario y sin un límite explícito. Además, la elección de Janet Yellen como próxima secretaria del Tesoro apuntala esta actitud.

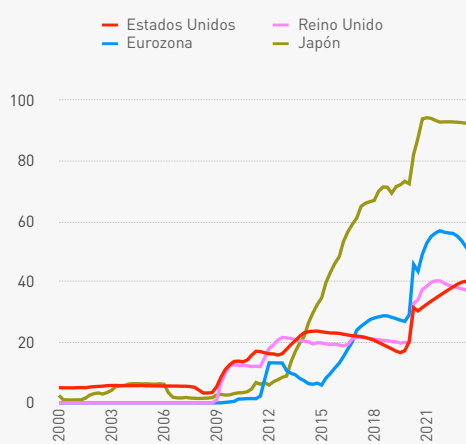
En este sentido, la política monetaria en los Estados Unidos se espera que continúe libre de discrepancias relevantes entre los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) y acotada entre la situación acomodaticia actual y la posibilidad de nuevas acciones si el desarrollo de la pandemia lo exige. En cualquier caso, es esperable que las medidas adicionales que pudiesen llegar se orienten a la expansión cuantitativa (QE), con la posibilidad de ajustes tanto en la cantidad de compras mensuales como en el perfil del balance, llevándolo hacia una composición de vencimientos más largos con el que ampliar el rango de control de la curva de tipos de interés.

**Gráfica A.**  
**Tipos de interés oficiales (%)**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de bancos centrales)

**Gráfica B.**  
**Balance de bancos centrales (% PIB)**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de bancos centrales)



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

**Banco Central Europeo**

A pesar del catalizador positivo producido por la conclusión del proceso de elaboración de las diferentes vacunas durante los primeros días de noviembre, el repunte de contagios ha hecho perder tracción al sector manufacturero y, especialmente, al de servicios, obligando al Banco Central Europeo (BCE) a ahondar en la laxitud monetaria y mantener condiciones financieras favorables y así coadyuvar al flujo de crédito a todos los sectores de la economía que permita una salida cíclica más dinámica. Así, continúa latente el riesgo de que un problema de liquidez se pueda transformar en uno de solvencia. En este sentido, el incremento de la mora es una señal para tener en cuenta.

Las noticias en torno al desarrollo de las vacunas han diluido en parte la incertidumbre en el largo plazo, pero a corto plazo prevalece la incertidumbre propia del desarrollo biológico del virus. Ambos factores obligaron a modular las previsiones del BCE que ahora considera una no tan severa recesión en 2020, pero igualmente una salida mucho más tamizada en los siguientes años.

En este contexto, en su reunión de diciembre, el BCE mantuvo sin cambios los tipos de interés oficiales (0% préstamo y -0,5% depósito), reiterando que estos se mantendrían en niveles iguales o inferiores por el tiempo que sea necesario. En cuanto al actual programa de compra de activos, *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), aumentó la compra en 500 millardos de euros hasta los 1,85 billones de euros, así como la duración de este (hasta marzo de 2022). También se confirmó la extensión de la reinversión del principal de activos que maduran actualmente hasta al menos el 2023. La composición del PEPP favorece claramente a Italia y España que, pese a ocupar los puestos segundo y cuarto en volumen adquirido, representan los dos primeros puestos en términos de su PIB.

Por otra parte, el ejercicio estándar de compras de activos se (APP) se mantiene con una senda de compras netas de 20 millardos de euros mensuales mientras lo vean necesario y solo para normalizarse previa subida de tipos de interés (que no se espera antes de 2023). Igual-



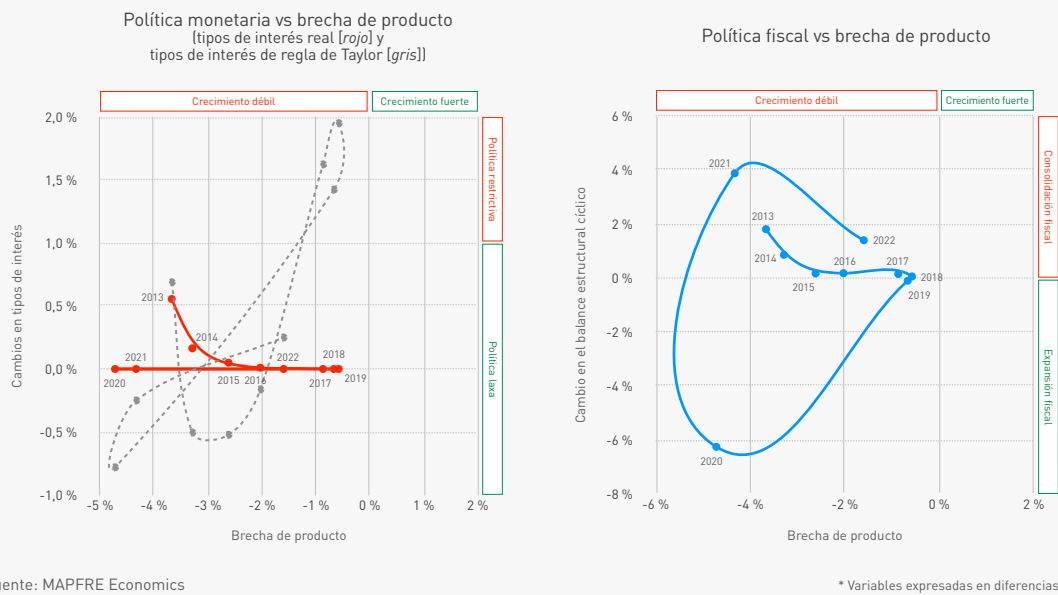
mente, el Consejo de Gobierno del BCE mantendrá la reinversión del principal durante un periodo de tiempo prolongado, tanto como sea necesario, manteniendo amplio acomodamiento monetario y condiciones de liquidez favorables.

Asimismo, y hasta junio de 2022, se prolongó y amplió tanto la duración de las Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo (TLRTO III) como el importe total al que las entidades de contrapartida tienen acceso al programa, pasando del 50% hasta el 55% de sus préstamos computables para proveer de condiciones favorables para mantener el crédito. Pero esta liquidez será condicional a que los bancos alcancen determinados objetivos de préstamo. Para posibilitar el acceso a este crédito, el Consejo de Gobierno también extendió la duración de las medidas de colateral que tienen que satisfacer las instituciones de crédito. Por último, la facilidad de Repo (EUREP) y todas las líneas de repo temporales con bancos centrales que no son del Eurosistema se extenderán hasta 2022 (para ofrecer liquidez en euros).

Tanto las medidas de balance como de liquidez sitúan el sesgo monetario de la Eurozona en un

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

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

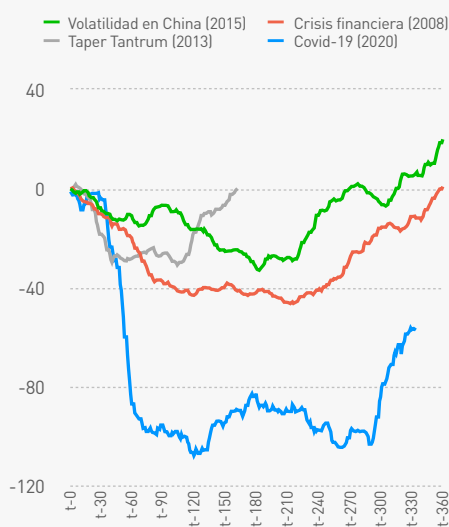


terreno de extremada laxitud que, además de facilitar liquidez y estabilidad de balances, acomoda el enorme crecimiento de la deuda pública producto del endeudamiento necesario de los países para hacer frente a la pandemia mediante la política fiscal. Por este motivo, se prevé que, pese a que la que deuda pública europea supere el 120% del PIB, los costes de su financiación medidos por el tipo efectivo real, se mantengan prácticamente en cero. Los *spreads* soberanos de países más vulnerables de la Eurozona muestran el sesgo monetario y fiscal en el medio de la pandemia.

**Perspectivas**

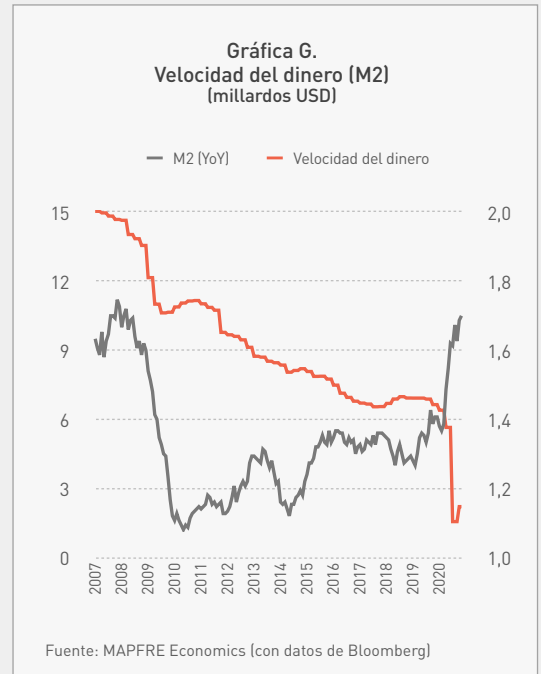
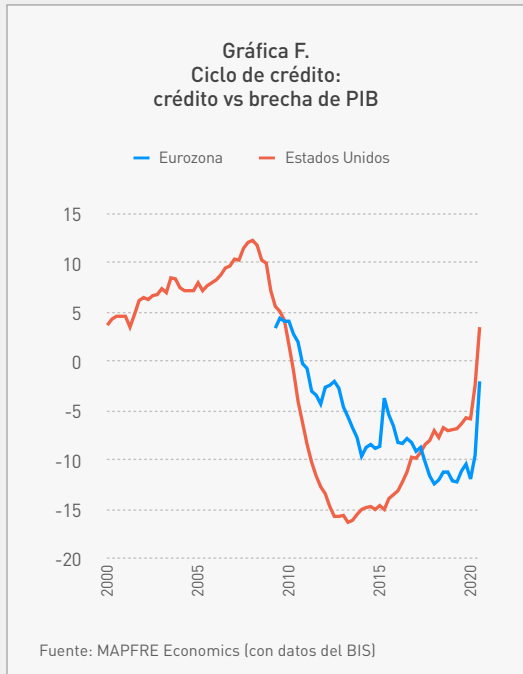
Hacia adelante, la incertidumbre sigue siendo grande, tanto en lo que respecta a la dinámica de la pandemia y al calendario de despliegue de las vacunas, como en los riesgos derivados de la dilatación de la situación la cual pudieran acarrear problemas de solvencia. En un contexto como este también será necesario la vigilancia sobre la evolución del tipo de cambio en lo que respecta a sus posibles consecuencias para las perspectivas de inflación a medio plazo.

**Gráfica E.**  
**Flujos acumulados de inversión de cartera a mercados emergentes (millardos de USD)**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del IIF)

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



Algunos desafíos para la política monetaria aún son visibles en el horizonte. Primero, la fortaleza del euro dificultará aún más la meta de inflación, tanto por su efecto sobre la actividad global al encarecerse el comercio en euros, como por sus límites al *pass through* de precios. En este sentido, ubicamos la relación USD/EURO en la senda hacia su precio de equilibrio (1,25) a inicios de 2022. Asimismo, la inflación encontrará presión a la baja durante el 2022, no así tanto en 2021, debido a efectos resultantes de cuellos de botella del año 2020.

Segundo, la renovada laxitud monetaria ha devuelto la entrada de flujos netos en las cuentas financieras de países emergentes en busca de rentabilidades mayores, haciendo viable su déficit corriente y permitiendo costes financieros moderados que ayudan a mitigar el servicio de la deuda. Sin embargo, una mala interpretación de las intenciones de política monetaria podría revertir esto con rapidez, drenando la liquidez de los mercados emergentes y creando presión sobre la renta fija de activos refugio (con la consiguiente presión sobre la curva de tipos de interés).

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

Tercero, se presentará un difícil equilibrio entre el propósito por aumentar el crédito a los agentes económicos, al tiempo que el saldo vigente de financiación se deteriora por el aumento de la mora como resultado de la significativa y prolongada reducción de los niveles de actividad económica.

Y, finalmente, se perciben límites en las herramientas disponibles, penalización al depósito e incentivo al préstamo, para mover una liquidez que sigue estancada en forma de reservas. La velocidad del dinero continúa hundiéndose. A pesar de la escala de las medidas monetarias, gran parte de la liquidez continúa estancada en el circuito financiero en forma de reservas y sin que el aumento de la masa monetaria se ajuste al crecimiento nominal de la economía.

Un gradual apetito por el riesgo, la postura monetaria de la Reserva Federal y cierto saneamiento de la cuenta corriente en base al menor consumo y pérdida de reservas antes y durante la crisis del Covid-19, promoverán el retorno de *flujos netos de cartera* y crédito a Latinoamérica y Asia (véanse las Gráficas 1.1.2-c y 1.1.2-d). La inversión directa, sin embargo, tendrá más problemas para volver en un contexto de *reshoring* de la producción global. La recuperación del ciclo de materias primas (en especial de alimentos y nuevos metales), unida a las remesas, permitirán la acumulación de liquidez y reservas a lo largo de los próximos años más en favor de la estabilidad de las monedas emergentes. Una visión estresada de esta situación depararía aún un año de volatilidad cambiaria en 2021, pero la estabilización llegaría en 2022.

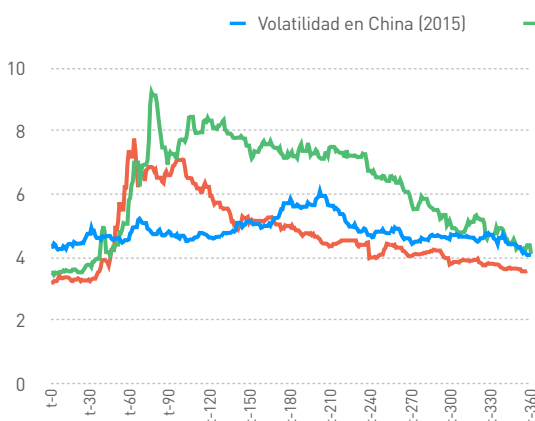
La *política fiscal global*, en especial en el mundo desarrollado, ha aprendido de los errores del pasado, cuando se abogó por la austeridad y se tardó demasiado en responder con contundencia a la crisis de 2008-2009. A la supresión temporal más o menos explícita de las reglas de estabilidad fiscal (techo de deuda en Estados Unidos, y *Stability and Growth Pact* en la Eurozona), se han unido los paquetes de estímulo de diferente naturaleza fiscal o cuasi fiscal<sup>8</sup>. El sesgo de estos paquetes ha sido en favor de la transferencia de rentas directa en Estados Unidos, en tanto que el énfasis ha sido hacia la provisión de garantías y sustitución temporal de rentas del trabajo en la Unión Europea. En 2021 y 2022, los estímulos fiscales

seguirán siendo fuertemente expansivos, pero no tanto como en el pasado.

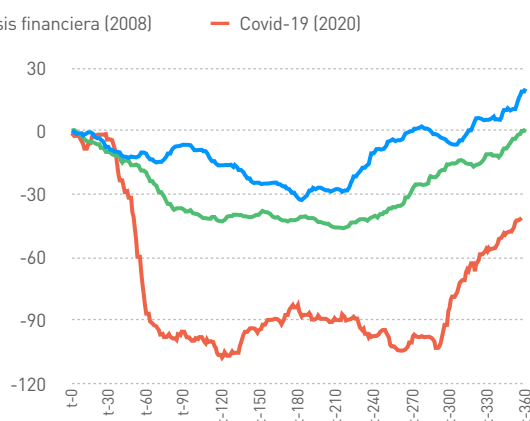
El significado de esta *expansión fiscal* trasciende al valor de su aportación al crecimiento (que, en promedio, será de 200 puntos básicos al crecimiento global). Su coordinación con la política monetaria ha sido fundamental por dos motivos. Primero, ha facilitado que no tenga lugar una situación de *dominancia fiscal* (evitar que se disparen los costes financieros de la deuda soberana) permitiendo su sostenibilidad y, preventivamente, eludiendo un posible efecto *crowding out* de la inversión privada en el futuro. Y, segundo, por el giro implícito hacia la monetización del déficit y la deuda, que abona el terreno para desanclar las expectativas de inflación en el futuro, algo que, unido a un renovado potencial de crecimiento (si se dieran las condiciones), podría ser la clave de la sostenibilidad fiscal futura.

Con la aceleración de la inflación y del crecimiento en 2021 y 2022, podría esperarse una gradual mejora de la prima por plazo con alzamientos moderados de la pendiente de la estructura temporal de tipos de interés. La curva de tipos libres de riesgo en las economías maduras se encuentra en su punto más bajo, pero las perspectivas son de mejora en los próximos dos años<sup>9</sup>.

**Gráfica 1.1.2-c**  
Emerging Markets Bonds Index (EMBI)  
(índice)



**Gráfica 1.1.2-d**  
Flujos acumulados de inversión de cartera  
(millardos de USD)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg y IIF)

### 1.1.3 Una recuperación basada en el consumo

La recuperación que se prevé en la visión central considerada en este informe tiene como protagonista al consumo. En concreto, se trata de una recuperación basada en las expectativas que permitan la liberación del ahorro monetario no intermediado y atesorado de manera precautoria y/o en anticipación de futuros costes fiscales. Para que esto ocurra es necesario que se den ciertas condiciones:

- 1) Las expectativas deben activarse, es decir, se necesita certidumbre sobre los *endpoints* de la pandemia.
- 2) El apoyo monetario y fiscal deben permanecer abundantes durante bastante tiempo (rentas, liquidez, costes financieros moderados y políticas de inversión transformadoras).
- 3) Debe poder crecer la renta disponible real, y el crecimiento debe estar acompañado de una aún moderada inflación en el corto plazo.
- 4) Deben recomponerse los balances familiares y corporativos. La liquidez global debería permitir la reprecación (*portfolio rebalancing theory*) de los activos que garantice el efecto riqueza necesario para el consumo.

No obstante, esta visión central enfrenta enormes retos derivados de las cicatrices de una crisis sin precedentes que tiene lugar sobre un contexto de desequilibrios y vulnerabilidades globales, se ha repasado en los informes anteriores<sup>10</sup>. Aunque en algunos casos, la pandemia del Covid-19 puede ser considerada como un acelerador de la corrección, en la mayoría supondrá una presión adicional sobre el escenario de riesgos como se describe en el apartado de balance de riesgos, más adelante en este informe. Aunque la aparición de las vacunas en contra del coronavirus reduce la probabilidad de la materialización temprana de algunos de estos riesgos, eludir los costes de la factura fiscal, de los desequilibrios financieros acumulados, de los problemas del estancamiento secular, del envejecimiento, del cambio climático y del deterioro social derivado del desempleo

estructural y la ampliación de la brecha de la pobreza, será, cuando menos, audaz.

Existen algunos detonantes que podrían provocar la materialización temprana de los riesgos que se avistan en la sección dedicada al análisis del balance de estos, y convertir la visión central en una de riesgo (que no se cuantifica como parte de este informe). Los más relevantes serían los siguientes:

- 1) Una dilatación mayor en el tiempo de la aplicación de restricciones para enfrentar la pandemia que pudiera provocar que el problema de liquidez actual pasase a ser un problema de solvencia (por ejemplo, en el hipotecario o en el sector corporativo de consumo).
- 2) El retorno de una inflación elevada y persistente más allá del 2021<sup>11</sup> que consiga desanclar las expectativas de inflación a largo plazo, pero por motivos diferentes a los de la demanda. Algunas causas que comienzan a cristalizar en el consenso son: (i) la transición energética y el *reshoring* que inducirán mayores costes de producción; (ii) el menor papel deflacionario de los mercados emergentes; (iii) los cambios en la fijación de salarios; (iv) los problemas de abastecimiento de sectores que quedaron dañados con la crisis; (v) los efectos de una tácita monetización de los esfuerzos fiscales globales<sup>12</sup>, y (vi) el final de la transición demográfica que trajo la maduración (y futura desaparición) de los *babyboomers*.
- 3) Una eventual dominancia fiscal, si el mecanismo de compra de activos por parte de los bancos centrales pierde efecto sobre los *spreads* soberanos de los países con peores posiciones fiscales, en cuyo caso se podrían producir costes financieros cada vez más elevados (insostenibles en muchos casos) que lleven a una corrección de la demanda agregada.
- 4) Una incorrecta transmisión o interpretación de la política monetaria y las expectativas de las autoridades monetarias relevantes que produzca un *sudden stop* financiero (crédito, precios, *equity*, tipo de cambio, flujos financieros, etc.).

La visión central que considera este informe es que esto no tiene por qué ocurrir, pero también que si ocurriera no sería un escenario recesivo sino de depresión de la actividad con inflación. Este último constituiría un escenario alternativo, al que en este informe no se le asignan ni probabilidades ni coste, pero que no debe ser obliterado.

#### 1.1.4 Un nuevo contexto internacional

Como se mencionaba inicialmente, la sociedad global enfrenta la tercera década del siglo en un contexto de relaciones internacionales en el que la relación de sus tres protagonistas ha cambiado.

##### China

En primer término, China ya no es un emergente que pide acceso a la Organización Mundial de Comercio (OMC), como lo era en la primera década del siglo XXI. Es un rival geopolítico, tecnológico y comercial formidable. Su estatus y relación con Estados Unidos y con la Unión Europea está transformándose de acuerdo con esto. Los peligros de estar demasiado integrado con la economía china en las cadenas de valor global han quedado patentes con la crisis del Covid-19. Por una parte, muy probablemente la administración del presidente J. Biden no cambie la postura actual de Estados Unidos con respecto a su trato comercial. Y, por la otra, nada más comenzar la nueva presidencia de la Comisión Europea, se reconoció la amenaza comercial, industrial y estratégica que supone la ambigüedad de China frente a las normas multilaterales de comercio. Recientemente, el *Comprehensive Agreement on Investment* intenta apuntalar la igualdad en el terreno de juego buscando el compromiso de China en la adhesión a las reglas sobre *level playing field* en materia de empresas participadas por el Estado. También, en pos de la reciprocidad, aparentemente se da acceso a la Unión Europea a la inversión en sectores estratégicos en China; un acuerdo ideal sobre el papel, pero que va en contra de la vuelta al multilateralismo que promueve la futura administración estadounidense y cuyos problemas están en los detalles y en la implementación.

Como en la crisis de Lehman, China jugará un papel clave en la recuperación global. En aquel entonces porque tenía un plan de desarrollo encaminado con el cumplimiento de sus planes quinquenales, y hoy por la estrategia explícita de hacer el *sorpasso* económico a Estados Unidos en esta década, que se une con el hecho de haber salido de la crisis Covid-19 antes que ninguno (creció 1,5% en 2020 y crecerá en torno al 6,5% en promedio a lo largo de 2021 y 2022). En este sentido, el efecto de arrastre de China se percibirá sobre el flujo de comercio global que se ha recuperado desde hace ya seis meses, sobre la demanda de materias primas (que ha vuelto a niveles pre Covid-19) y sobre la creciente emisión de flujos de crédito a Latinoamérica (por infraestructura tecnológica), y de flujos de turismo, en cuanto llegue la inmunidad, a los países de la Asociación de Naciones del Sureste Asiático (ASEAN).

##### América Latina

Latinoamérica ha sido la región más afectada por el Covid-19 debido a la tibieza de la respuesta económica (escaso espacio fiscal), a la escasa preparación y capacidad sanitaria, y a los desequilibrios y vulnerabilidades existentes (escaso ahorro, vulnerabilidad externa, dependencia del ciclo de materias primas y del sector turístico). La región ha sufrido un deterioro permanente de las expectativas de crecimiento, desde el 3% que proponíamos hace un año hasta el -8,1% previsto para 2020. La pobreza se ha disparado desde el 23% al 30% de la población, han quebrado casi 3 millones de pequeñas y medianas empresas y se han perdido casi 9 millones de empleos. El crecimiento per cápita de América Latina se había estancado desde 2015 y, tras la crisis actual, se espera que la renta per cápita recupere el nivel de 2015 no antes del 2025, es decir, la crisis del Covid-19 habrá terminado de configurar una nueva década perdida para la región.

##### Estados Unidos

En los Estados Unidos termina la era Trump y su enfoque bilateral y autonomista, con la llegada de la administración Biden, la cual ha anunciado revertirá buena parte de las políticas de su antecesor. Esto sucede en un contexto de esperable recuperación de la

producción industrial destinada al gran consumo (sobre todo autos), con el apoyo de un crecimiento de la renta per cápita gracias a los estímulos fiscales y a un mercado laboral que se recupera con fluidez, así como gracias al recurso al ahorro. Con esta nueva administración federal estadounidense se espera que al tirón de la actividad se una un nuevo impulso para la inversión. Destaca, además, una moderada pero incesante recuperación de la inflación de la que se espera (gracias a la reforma del objetivo de la Reserva Federal y a la monetización de los impulsos fiscales) que se aproxime y supere el 2% durante el 2022 y 2023.

De esta forma, es previsible que la nueva administración del presidente Biden ponga el foco en: (i) una mayor progresividad fiscal; (ii) un ambicioso programa de inversión en infraestructuras y de educación; (iii) el regreso de Estados Unidos al acuerdo de París; (iv) la reactivación de un programa de salud similar al *Affordable Care Act*; (v) una vuelta al multilateralismo con los compromisos abandonados por Trump (OMC, OTAN, Irán, West Bank, etc.), y (vi) una narrativa diferente en forma, pero similar en contenido con respecto a China.

Recientemente fue aprobado un paquete de estímulo de 900 millardos de dólares que, paradójicamente, ha sido catapultado a más del triple a petición de la facción republicana (Trump pidió que los cheques de ayuda fueran de 2.000 dólares, más del triple de lo propuesto por Biden), algo que inmediatamente ha sido apoyado por el banco demócrata para facilitar la aprobación final del estímulo. Aunque aparentemente esto parecen buenas noticias, el movimiento busca más el bloqueo que el estímulo. La propuesta de Biden era enormemente progresiva en términos de recaudación fiscal (se gravaba casi la totalidad del estímulo al quintil más alto de renta y se incrementaba la carga fiscal de sociedades) y probablemente eso sea lo que se busca negociar detrás del generoso movimiento republicano. Por el momento, preocupa poco la sostenibilidad fiscal, sobre todo cuando la política monetaria de la Reserva Federal garantiza costes financieros históricamente bajos para la deuda con vencimientos en los próximos 2 a 5 años.

## Europa

Pese a los rebrotes recientes, en Europa se espera un importante rebote del crecimiento económico en 2021, pero que no será suficiente para recuperar los niveles precrisis antes de mediados de 2022, lo que implica que la brecha de producto no se cerrará antes de 2024. El repunte próximo de la actividad en la región tendrá implicaciones para la curva de tipos de interés, la inflación y el tipo de cambio.

En este sentido, cuatro elementos parecen dibujar la recuperación. En primer lugar, el *tamaño del shock inicial, las políticas sanitarias y el nivel de restricción de cada integrante de la Unión Europea y la proximidad a los endpoints*<sup>13</sup> del Covid-19. Europa es una de las regiones fuertemente castigada por los confinamientos<sup>14</sup>. La actividad económica se contraerá 7,3% en 2020, pese a los esfuerzos monetarios y fiscales. Ante ello, resulta complejo coordinar la recuperación en una federación. No obstante, la vacuna será un catalizador positivo de largo plazo, el cual reduce riesgo de depresión, pero no los riesgos para la actividad a corto plazo.

En segundo lugar, la *política económica*. De una parte, la *política monetaria* se encuentra totalmente comprometida en facilitar estabilidad y liquidez, así como a acomodar la expansión fiscal de emergencia (SURE) y reconstrucción (NextGenEU) activadas. En este sentido, el Banco Central Europeo (BCE) ha decidido mantener la política monetaria acomodaticia de base (compra de activos inalterada, mantenimiento de tipos a cero, depósitos en negativo), y ampliar el programa de activos de emergencia (compra de de activos sin restricciones, PEPP y TLTROsIII, y relación de reglas de colateral). Asimismo, gestiona las expectativas para no dejar duda de que hará todo lo concebible, dando especial atención a contener los *spreads* soberanos de la periferia y evitar una nueva crisis soberano-financiera como la del 2010 dada la fragilidad actual del sistema bancario. Y, de otra parte, la *política fiscal* que se ha fortalecido a partir de una anulación temporal de las reglas de estabilidad financiera, y del impulso fiscal y cuasi-fiscal sin precedentes con orientación a garantizar la liquidez vía garantías y créditos, así como la sustitución de rentas del trabajo.

En tercer lugar, es previsible que la recuperación sea diferida. Una primera parte se deberá a la producción industrial que responderá a la demanda contenida durante el 2020, en especial en el sector del automóvil y por la necesidad de reponer stocks de gran consumo y, una segunda parte, en 2022, se dará gracias a la recuperación del consumo y el turismo con la inmunidad de grupo como garantía.

Finalmente, es esperable un incremento de la inflación durante el 2021 y 2022, pero todavía lejos del objetivo del BCE. Cabe señalar que este impacto será igualmente diferido y diferenciado dentro de la región, siendo Centro Europa primero y la periferia después.

Al final, Europa saldrá de esta crisis muy perjudicada económicamente, pero fuertemente fortalecida institucionalmente. Dos puntos han sido los detonantes: (i) la renovación del BCE y de todos los órganos europeos (Consejo, Comisión, Parlamento) que ha resultado en un nuevo elenco de líderes fuertes dando menor cabida al euroescepticismo y prácticas que minan el estado de derecho (por ejemplo el tratamiento dado a Polonia y Hungría), así como en la sintonía y coordinación entre BCE y Comisión Europea que acomodan las políticas monetaria y fiscal de manera recíproca y, (ii) la salida efectiva de Reino Unido de la Unión Europea<sup>15</sup> y, con él, su capacidad de bloqueo y veto del proyecto común. Más recientemente se ha aprobado el plan de reconstrucción y

resiliencia de la Unión Europea, dotado con 750 millardos de euros<sup>16</sup>. Más allá del carácter profundamente transformador del sistema productivo que propone, el proyecto tiene una naturaleza promotora del proyecto europeo, al concebirse la financiación del paquete de reconstrucción parcialmente en base a la mutualización de la deuda y la creación de un nuevo instrumento financiero elegible para el mercado y el BCE.

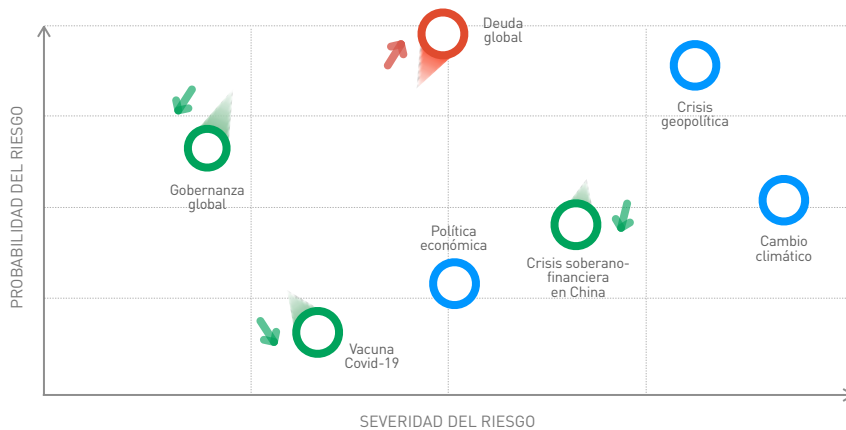
### 1.1.5 Balance de riesgos

La Gráfica 1.1.5-a ilustra la actualización del mapa de riesgos para la economía global. El detalle de este análisis se presenta a continuación.

#### Gobernanza global

En primer lugar, en el escenario en los Estados Unidos se despejó la incógnita de las elecciones presidenciales con la victoria del partido demócrata liderado por Joe Biden. Tras un desordenado proceso de recuento, el resultado arroja el control de los demócratas tanto de la Cámara de Representantes como del Senado, lo que facilitará la implementación de la política económica de la nueva administración. Asimismo, bajo esta configuración, se reducen ciertos riesgos relacionados con la política exterior que venían acumulándose bajo la administración del presidente Trump al esperarse un enfoque más

Gráfica 1.1.5-a  
Vulnerabilidades y riesgos globales\*



Fuente: MAPFRE Economics

\*La flecha indica el sesgo observado del riesgo



transparente, multilateral y sosegado. No obstante, y como se anticipaba anteriormente, el escenario no queda exento de tensiones geopolíticas heredadas, como la tensión comercial con China con quien se espera una línea continuista, aunque menos volátil. En el terreno nacional, con independencia de la nueva configuración del legislativo estadounidense se esperan disputas en temas centrales como el cambio climático, la inmigración, el sistema salud y las políticas fiscales.

Por otra parte, la segunda fuente de incertidumbre, el Brexit, tras encarar un acelerado proceso final de negociación, se cerró una larga etapa iniciada en 2016 tras alcanzarse un acuerdo comercial de mínimos entre Reino Unido y la Unión Europea. Sin embargo, el proceso de transición podría continuar dilatándose con negociaciones aún pendientes en una ruta con perspectivas de continuar la senda de plazos dilatados y falta de consenso exacerbados por la incertidumbre en torno a la pandemia y necesidad de alinear acciones coordinadas.

Por último, en cuanto a la gobernanza en las regiones emergentes, la confrontación e inestabilidad se mantiene (aunque enmascarada por la emergencia sanitaria), con protestas cada vez más frecuentes y un clima de agitación política que se deteriora tanto en países latinoamericanos como en regiones de Asia-Pacífico cuyas instituciones continúan mostrando signos de fragilidad.

### Deuda global

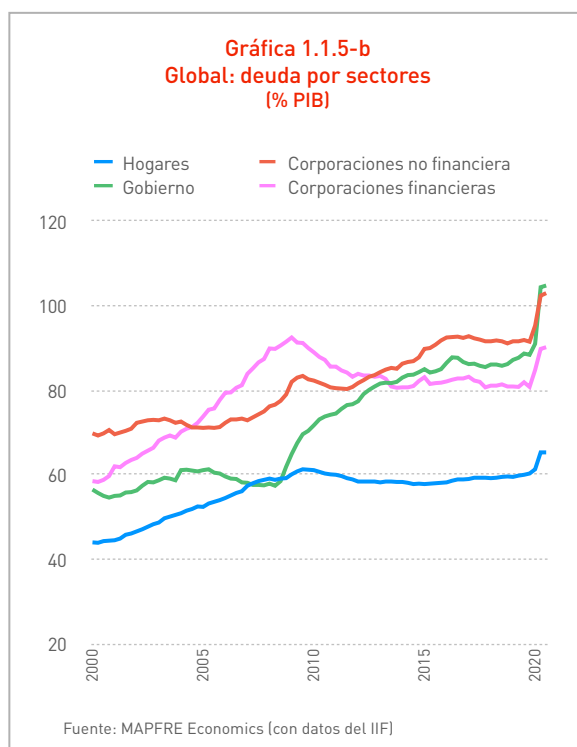
La recesión económica provocada por las medidas de confinamiento y distanciamiento social implementadas para enfrentar la pandemia del Covid-19 impulsó el ratio deuda/PIB mundial hasta un nuevo máximo histórico del 356% en el tercer trimestre de 2020, frente al 322% en el cuarto trimestre de 2019 (véase la Gráfica 1.1.5-b)<sup>17</sup>. En el caso de los mercados emergentes, el mayor apalancamiento se registró en el sector privado no financiero (corporativo y, en menor medida, hogares), mientras que en los mercados desarrollados la mayor contribución se dio en el sector financiero y gobiernos. En general, la inercia a un mayor apalancamiento por la perturbación de la pandemia, acompañada de una flexibilidad monetaria y generalizada, prevalece en un entorno de incertidumbre cuya

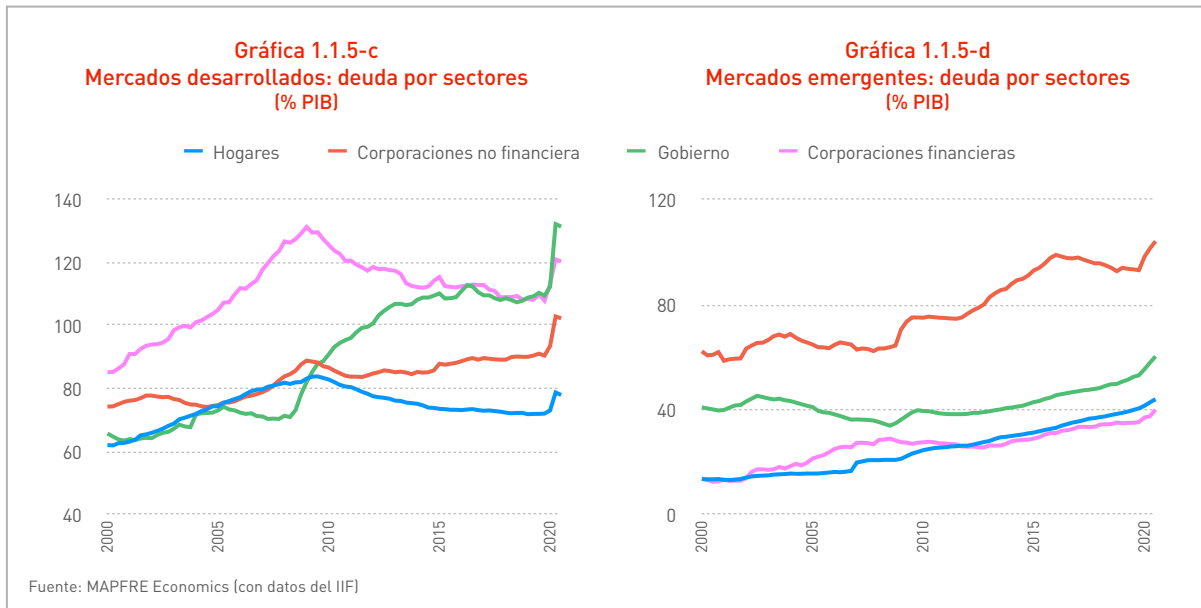
estabilización para dar servicio a la carga no se espera sino hasta 2021 (véase la Gráfica 1.1.5-c).

El mayor riesgo para las economías emergentes continúa siendo el incesante aumento de los niveles de deuda en dólares, tamizado por el contexto de un dólar menos fuerte y condiciones financieras, en general, muy favorables que mantienen el tipo de interés efectivo por debajo del crecimiento nominal, así como las posiciones de deuda externa como vía de apalancamiento para financiarse contra las perturbaciones más recientes. Desde el punto de vista inversor, un bajo apetito por la deuda en moneda local cubierto bajo exposiciones en divisas extranjeras, junto con la absorción de pasivos por demanda externa, supone un incremento de vulnerabilidades, principalmente frágil en aquellas economías con mayores desequilibrios acumulados.

En cuanto a las economías desarrolladas, la mayor concentración de deuda bajo políticas monetarias excepcionalmente flexibles continúa balanceada hacia el sector público. A medida que la caída de los ingresos merme la percepción de sostenibilidad y el servicio de la deuda, la necesidad de volver a equilibrar las políticas hacia la senda de la sostenibilidad fiscal podría darse de forma anticipada y abrupta (véase la Gráfica 1.1.5-d).

**Gráfica 1.1.5-b**  
Global: deuda por sectores (% PIB)





Por último, en Estados Unidos, así como en varios países de la Unión Europea, las perspectivas sobre el segmento de deuda corporativa de los CLO's (*Collateralized Debt Obligations*), cuya interconexión con el sistema económico fue manifiesta en 2008, continúan siendo negativas, siendo apoyadas en unas tasas de incumplimiento en aumento, refinanciaciones aceleradas por la emergencia sanitaria y su potencialidad de riesgo sistémico, a pesar del beneficio en los mercados de riesgo por las noticias de vacunas efectivas que han ayudado a reducir la brecha abierta en los diferenciales de crédito.

### Crisis soberano-financiera en China

Con el crecimiento de China paulatinamente recuperando los niveles previos al *shock* producido por la crisis sanitaria, una progresiva recuperación del consumo interno, la fortaleza exportadora como ventaja competitiva y el acompañamiento de una política económica expansiva, posiciona al país en un escenario más positivo que el del panorama medio global. En este sentido, y a pesar del todavía incierto desarrollo de los acontecimientos, el impulso positivo se ha venido reflejando en el saldo positivo de entradas de flujos que refuerza la divisa local, al tiempo que afronta las reformas necesarias para una mayor apertura del sistema financiero hacia el exterior. Sin embargo, el sobreendeudamiento del país continúa latente como una vulnerabilidad cuya disciplina crediticia recientemente mostró signos de tensión tras los últimos incumplimientos de deuda cor-

porativa en el sector de empresas estatales. A pesar de temprana recuperación de la economía china, el encadenamiento de mayores problemas de liquidez que deriven en problemas de solvencia no contenidos por parte de los reguladores podría servir de catalizadores negativo de repercusiones globales para el sistema financiero.

### Política económica de Estados Unidos

La flexibilización monetaria continúa siendo el eje principal en que descansa la respuesta global al *shock*, con un perfil más moderado en los últimos meses, aunque bajo el propósito intacto de reforzar las medidas tomadas hasta la fecha y continuar ejerciendo su papel de estabilizador automático. Al mismo tiempo, la respuesta fiscal adiciona esfuerzos bajo una implicación de política expansiva que podría continuar creciendo en los próximos meses y extenderse más allá de 2021. Bajo este escenario, el pilar monetario se enfrenta al delicado proceso de comunicación que llevaría la materialización tanto de riesgos a la baja que secunden nuevas medidas como de riesgos al alza que requieran de un proceso de canalización de expectativas al terreno del drenaje de la laxitud actual. En el marco fiscal, la disciplina presupuestaria continúa marcada bajo una relajación temporal cuya prolongación en el tiempo podría transformarse en desequilibrios estructurales que comprometan la estabilidad en el medio y largo plazo y deriven en ajustes de sostenibilidad.

## Crisis geopolítica

La intensidad de los eventos geopolíticos adversos continúa en unos niveles elevados a medida que la incertidumbre global se consolida, abriendo una brecha entre los países avanzados y los emergentes, y potenciado por el mayor deterioro institucional. En Estados Unidos, el resultado de las elecciones rebaja la presión previa de la administración Trump en este terreno. Sin embargo, podría continuar avanzando por la deriva proteccionista heredada y avanzar en su desacoplamiento con China. Por la parte latinoamericana, la intranquilidad social se mantiene bajo un clima de protestas que mantienen el clima de inestabilidad, aunque momentáneamente enmascarado por los efectos de la crisis sanitaria. En Oriente Medio, la inestabilidad regional se evidencia a pasos acelerados donde la frecuencia y reverberación de los conflictos es cada vez mayor y se extiende a un número cada vez mayor de países bajo dinámicas de conflicto donde las esferas de interés gravitan entorno a la competencia estratégica. En el continente europeo, el futuro de las relaciones con Reino Unido continúa marcando el futuro más cercano bajo el reto de implementar los acuerdos alcanzados con la Unión Europea; por otro lado, en el horizonte más alejado, el cambio de liderazgo alemán se aproxima bajo un delicado panorama populista en toda Europa, lo que podría poner en riesgo la estabilidad del bloque.

## Cambio climático

En medio de la extensa recesión provocada por la pandemia de Covid-19 y las medidas de confinamiento y distanciamiento social implementadas para enfrentarla, la tendencia hacia la sostenibilidad y una mayor sensibilidad hacia el medio ambiente se acelera. La propuesta de la Unión Europea, con inversiones asociadas al fondo de recuperación focalizadas en la transición energética y el desarrollo tecnológico, se suma a las aspiraciones propuestas en la reciente Cumbre de Impacto en el Desarrollo Sostenible del Foro Económico Mundial (WEF), cuyas ambiciones se focalizan agilizar la próxima normalidad y asentar los pilares de la recuperación y las ganancias de productividad en la que denominan la Cuarta Revolución Industrial.

## Vacuna Covid-19

La pronta y positiva batería de noticias sobre el avance de las diferentes vacunas contra el Covid-19 supone un importante catalizador positivo, al ofrecer un telón de fondo de erradicación de la pandemia. No obstante, a medida que la economía global se enfrenta a las consecuencias de una nueva oleada de contagios de la pandemia, con el riesgo a la baja de mutación en su estructura, el horizonte de nuevos cierres más estrictos para su contención y la desafiante fase de implementación de la vacuna en la carrera hacia la inmunidad colectiva podrían desequilibrar las perspectivas en la primera mitad de 2021. En un momento en que las expectativas están fuertemente apalancadas al alza, dificultades imprevistas en la masificación de los procesos de vacunación podrían impactar negativamente en el panorama económico más inminente bajo la incertidumbre condicional que ha caracterizado el 2020.

## 1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

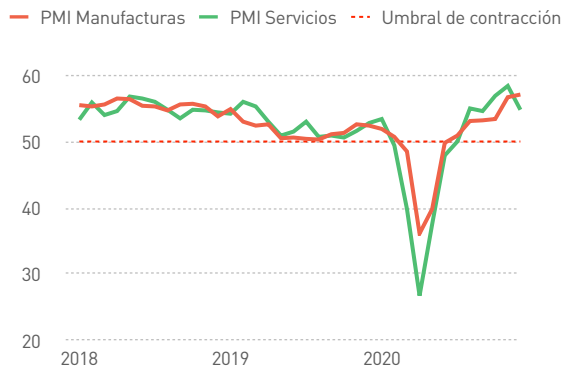
### 1.2.1 Estados Unidos

#### Nueva administración y combate contra la pandemia

La economía de los Estados Unidos se recuperó en verano creciendo un 7,4% t/t (no anualizado), dejando la tasa interanual en -2,9% en el tercer trimestre, gracias a los enormes estímulos fiscales y monetarios implementados. El consumo también se ha recuperado (+8,9% t/t), aunque no ha vuelto a la normalidad (-2,9% a/a). El repunte de casos de Covid-19 en el mes de diciembre, ha sido preocupante y muchas ciudades han vuelto a imponer confinamientos. De esta forma, se estima que el PIB del cuarto trimestre haya vuelto a caer, cuando antes se preveía una continuación de la recuperación. Se prevé que 2020 deberá haber cerrado con una caída en el entorno del -3,5% a/a.

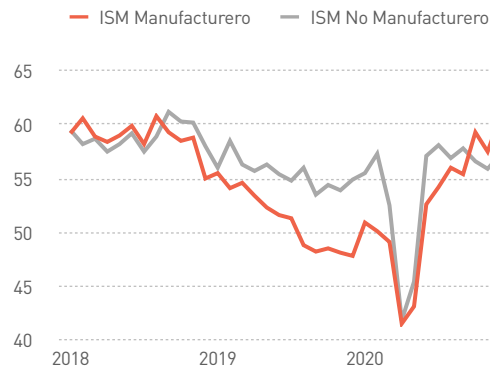
Aunque el país ha empezado a vacunar el 14 de diciembre, se estima que pasarán varios meses hasta que una parte significativa de la población esté inmunizada. Siendo así, se prevé un primer semestre de 2021 algo turbulento, con nuevas olas y caídas de actividad. En los últimos días de

**Gráfica 1.2.1-a**  
**Estados Unidos: PMIs**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

**Gráfica 1.2.1-b**  
**Estados Unidos: ISM**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

diciembre se aprobó un nuevo paquete de estímulo de 900 millardos de dólares para apoyo a empresas, familias y especialmente a los parados y otros beneficiarios más<sup>18</sup>. De esta forma, el gobierno está apostando en sostener la actividad económica, que es importante para evitar los cierres permanentes de negocios. En el escenario base considerado en este informe se apunta a recuperación del PIB del 3,9% a/a en 2021, mayor de la que se estimaba antes (3,3%) y del 2,8% en 2022 (véanse las Gráficas 1.2.1-c y 1.2.1-d, y la Tabla 1.2.1). Así, se prevé que la economía estadounidense alcance el nivel de PIB observado a finales de 2019 en el cuarto trimestre de 2021 (véase el Recuadro 1.1.2-a).

A nivel de actividad, la producción industrial de noviembre estaba un -5,5% a/a, por debajo del año anterior. Las ventas de vehículos, con 15,6 millones (en tasa anualizada), están un 12%

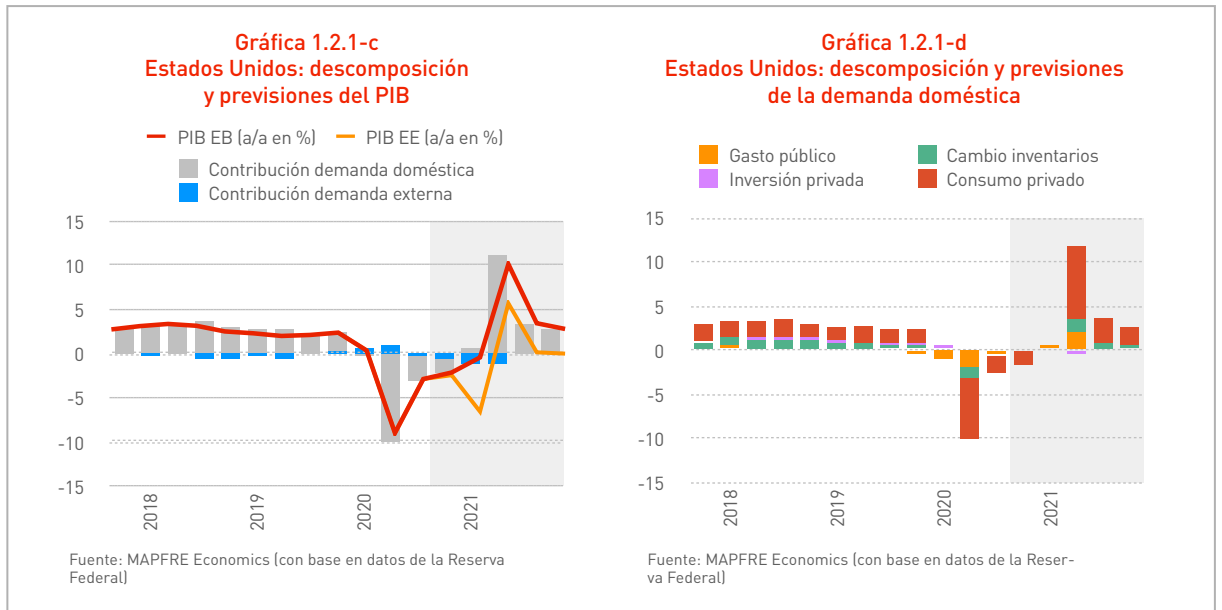
aproximadamente por debajo de los niveles habituales. Las ventas al por menor están fuertes en octubre (+5,7% a/a), gracias a los cheques entregados a las familias. Los índices de gestores de compras (PMI) de diciembre se situaron todos por encima de los 50 puntos que indicarían el umbral de la zona de expansión, por el optimismo en una mejora de la situación derivada de las vacunas, pero la realidad de la actual ola de contagios hace esperar unos niveles algo más pesimistas para inicios de 2021.

Por otra parte, la inflación general se situaba en 1,2% en noviembre, con la subyacente en 1,6% a/a. Aunque a corto plazo la evolución del empleo, salarios y demanda no haga esperar repunte de la inflación, los mercados ya están descontando a 5 años vista, una gradual subida, como lo refleja el *swap* de inflación a 5 años (ahora en 2,3%).

#### Estados Unidos

- Se ha elevado la previsión de crecimiento de la economía estadounidense en 2021 al 3,9%.
- Se encuentra en revisión un nuevo paquete de estímulos por 900 millardos de dólares.
- La vacunación masiva ha comenzado, pero aún se prevé un turbulento primer trimestre del año.
- Ante la expectativa de que 2021 sea el final de la pandemia, habrá que esperar el balance de los negocios que sobrevivirán.
- Se espera un regreso al multilateralismo con la administración del presidente Biden.

En su reunión del 16 de diciembre la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió mantener el rango objetivo de los tipos de interés de los fondos federales en un rango de 0,00-0,25%. Se espera que sea apropiado mantenerlos en este nivel hasta que las condiciones del mercado laboral hayan alcanzado niveles compatibles con el pleno empleo, y la inflación haya alcanzado el 2% y esté en camino de exceder moderadamente el 2% durante algún tiempo. Además, la Reserva Federal seguirá aumentando sus tenencias de valores del Tesoro por lo menos en 80 millardos de dólares al mes y de valores respaldados por



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

|   | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 <sup>(e)</sup> | Base (EB)           |                     | Estresado (EE)      |                     |
|---|------|------|------|------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|   |      |      |      |      |                     | 2021 <sup>(p)</sup> | 2022 <sup>(p)</sup> | 2021 <sup>(p)</sup> | 2022 <sup>(p)</sup> |
| PIB (% a/a, media)                        | 1,7  | 2,3  | 3,0  | 2,2  | -3,5                | 3,9                 | 2,8                 | -0,2                | 3,8                 |
| Contribución de la demanda doméstica      | 1,9  | 2,6  | 3,3  | 2,4  | -3,6                | 4,5                 | 2,8                 | 0,1                 | 3,8                 |
| Contribución de la demanda externa        | -0,2 | -0,2 | -0,3 | -0,2 | 0,1                 | -0,5                | 0,1                 | -0,3                | -0,1                |
| Contribución del consumo privado          | 1,9  | 1,8  | 1,9  | 1,7  | -2,6                | 3,2                 | 2,3                 | -0,2                | 2,8                 |
| Contribución de la inversión total        | 0,4  | 0,7  | 1,0  | 0,5  | -0,3                | 0,7                 | 0,5                 | 0,2                 | 0,7                 |
| Contribución del gasto público            | 0,3  | 0,1  | 0,2  | 0,2  | 0,1                 | -0,1                | -0,1                | -0,1                | -0,1                |
| Consumo privado (% a/a, media)            | 2,8  | 2,6  | 2,7  | 2,4  | -3,8                | 4,6                 | 3,4                 | -0,3                | 4,1                 |
| Consumo público (% a/a, media)            | 1,8  | 0,6  | 1,5  | 1,8  | 0,6                 | -0,7                | -0,4                | -0,7                | -0,4                |
| Inversión total (% a/a, media)            | 1,8  | 3,5  | 4,8  | 2,3  | -1,3                | 3,0                 | 2,4                 | 0,8                 | 3,1                 |
| Exportaciones (a/a en %)                  | 0,3  | 3,9  | 3,0  | -0,1 | -13,4               | 4,7                 | 7,6                 | -3,5                | 9,1                 |
| Importaciones (a/a en %)                  | 1,6  | 4,7  | 4,1  | 1,1  | -10,4               | 6,4                 | 5,1                 | -0,3                | 6,8                 |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 4,8  | 4,1  | 3,8  | 3,5  | 6,7                 | 6,2                 | 5,3                 | 6,8                 | 5,9                 |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 2,1  | 2,1  | 1,9  | 2,3  | 1,1                 | 1,8                 | 1,8                 | 1,1                 | 2,0                 |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -5,4 | -4,2 | -6,2 | -6,6 | -15,4               | -8,1                | -6,9                | -9,5                | -7,9                |
| 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)                 | -4,1 | -4,3 | -4,4 | -4,1 | -4,2                | -4,3                | -4,1                | -4,2                | -4,1                |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | -2,1 | -1,9 | -2,2 | -2,2 | -3,1                | -3,0                | -2,6                | -2,9                | -2,7                |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 0,75 | 1,50 | 2,50 | 1,75 | 0,25                | 0,25                | 0,25                | 0,20                | 0,20                |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | 1,00 | 1,69 | 2,81 | 1,91 | 0,20                | 0,20                | 0,20                | 0,20                | 0,20                |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 2,45 | 2,40 | 2,69 | 1,92 | 0,93                | 1,28                | 1,56                | 0,74                | 1,03                |
| 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)      | 1,05 | 1,20 | 1,15 | 1,12 | 1,21                | 1,21                | 1,22                | 1,21                | 1,22                |
| Crédito privado (% a/a, media)            | 3,3  | 6,9  | 4,7  | 5,8  | 9,8                 | 9,0                 | -4,9                | 9,2                 | -5,0                |
| Crédito familias (% a/a, media)           | 2,1  | 3,4  | 3,5  | 3,1  | 3,7                 | 5,6                 | 5,7                 | 5,1                 | 5,8                 |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | 5,4  | 6,7  | 8,9  | 6,5  | 7,7                 | 0,6                 | 4,0                 | 0,6                 | 4,0                 |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media)    | 4,3  | 2,9  | 2,2  | 2,2  | 1,9                 | 1,2                 | 1,6                 | 1,1                 | 1,3                 |
| Tasa de ahorro (% renta neta disp. media) | 6,9  | 7,2  | 7,8  | 7,5  | 16,1                | 10,7                | 9,1                 | 13,9                | 11,9                |

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

hipotecas de agencias por lo menos en 40 millardos de dólares al mes hasta que se haya avanzado sustancialmente más hacia los objetivos de pleno empleo y estabilidad de precios. Estas compras de activos ayudan a fomentar el buen funcionamiento del mercado y las condiciones financieras acomodaticias, apoyando así el flujo de crédito a los hogares y las empresas. Al evaluar la postura apropiada de la política monetaria, el Comité Federal de Mercado Abierto seguirá evaluando los datos económicos y su implicación para las perspectivas.

Con el inicio de una nueva administración del presidente Biden desde enero, se espera alguna reversión de las políticas proteccionistas de Estados Unidos, con un menor enfrentamiento con China, que por otra parte no estaba cumpliendo con el tratado comercial firmado, y una menor animosidad hacia la Unión Europea, tanto a nivel comercial como en el ámbito de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN). Es de esperar también una vuelta de los Estados Unidos a los acuerdos de París sobre cambio climático y una eventual reposición respecto al tema de la financiación a la Organización Mundial de la Salud (OMS). A nivel geopolítico, habrá que estar expectantes sobre la postura de la administración Biden sobre la presencia militar en conflictos en el medio-oriente.

Los riesgos para la economía estadounidense a corto plazo se centran en una reincidencia de olas de la pandemia que obliguen a cierres

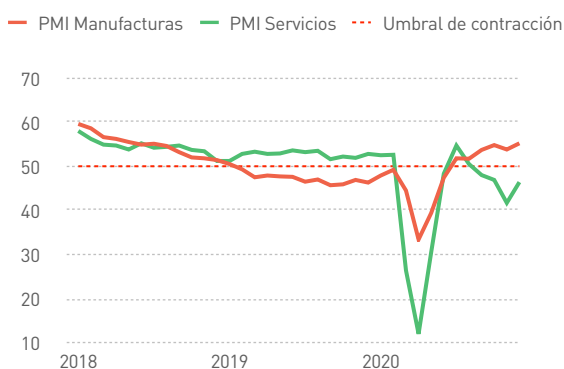
recurrentes. El despliegue de la vacunación masiva empezará a ver beneficios más a hacia el segundo semestre de 2021. Queda ver cuántos negocios sobrevivirán a la pandemia y a los cierres. A nivel fiscal, no se espera que la nueva administración tenga mucha capacidad de revertir las bajadas de impuestos efectuados durante la era Trump, y más bien llegarán a acuerdos con los republicanos para seguir proveyendo nuevos paquetes de estímulos mientras la economía lo siga requiriendo. A nivel geopolítico, se espera una mayor apertura al multilateralismo y se abre nueva incertidumbre sobre el regreso a una postura militar en el extranjero más proactiva.

## 1.2.2 Eurozona

### Esperanzas puestas en los planes de vacunación y en los estímulos monetarios y fiscales

El tercer trimestre, el del verano, fue de recuperación, con un crecimiento del 12,5% t/t (-4,3% a/a), pero la segunda ola de contagios del Covid-19 ocurrida principalmente en los meses de noviembre y diciembre ha obligado a nuevos cierres de actividad en muchos países europeos. Así, la actividad se habrá vuelto a contraer en el cuarto trimestre del año (-2,5% t/t), aunque de forma menos acusada que en abril y mayo, por lo que se prevé que el 2020 cierre con una caída del producto en el entorno del -7,3% a/a.

Gráfica 1.2.2-a  
Eurozona: PMIs

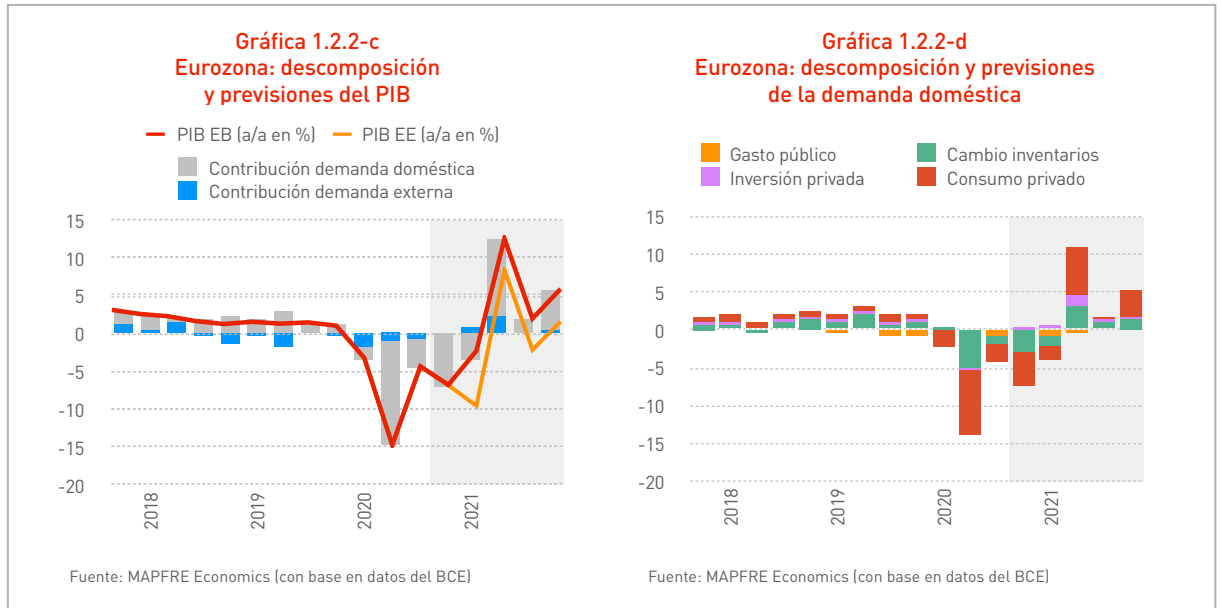


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.2-b  
Eurozona: índice ZEW de expectativas de crecimiento



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)



**Tabla 1.2.2**  
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

|   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020(e) | Base (EB) |         | Estresado (EE) |         |
|---|-------|-------|-------|-------|---------|-----------|---------|----------------|---------|
|   |       |       |       |       |         | 2021(p)   | 2022(p) | 2021(p)        | 2022(p) |
| PIB (% a/a, media)                        | 1,8   | 2,7   | 1,9   | 1,3   | -7,3    | 4,5       | 4,5     | -0,5           | 5,4     |
| Contribución de la demanda doméstica      | 2,3   | 2,3   | 1,8   | 1,8   | -6,6    | 3,6       | 4,3     | -1,1           | 5,2     |
| Contribución de la demanda externa        | -0,4  | 0,4   | 0,1   | -0,5  | -0,7    | 0,9       | 0,2     | 0,6            | 0,2     |
| Contribución del consumo privado          | 1,0   | 1,0   | 0,8   | 0,7   | -4,4    | 2,1       | 2,7     | -0,6           | 3,0     |
| Contribución de la inversión total        | 0,8   | 0,8   | 0,7   | 1,2   | -2,1    | 0,9       | 1,1     | -0,4           | 1,3     |
| Contribución del gasto público            | 0,4   | 0,2   | 0,2   | 0,4   | 0,1     | 0,6       | 0,3     | 0,6            | 0,3     |
| Consumo privado (% a/a, media)            | 1,9   | 1,9   | 1,5   | 1,4   | -8,3    | 4,0       | 5,1     | -1,1           | 5,7     |
| Consumo público (% a/a, media)            | 1,9   | 1,1   | 1,2   | 1,8   | 0,3     | 2,8       | 1,5     | 2,8            | 1,5     |
| Inversión total (% a/a, media)            | 3,9   | 4,2   | 3,3   | 5,7   | -9,5    | 4,6       | 5,2     | -1,8           | 6,2     |
| Exportaciones (a/a en %)                  | 2,9   | 5,9   | 3,6   | 2,5   | -11,1   | 8,1       | 6,4     | 0,2            | 8,0     |
| Importaciones (a/a en %)                  | 4,3   | 5,4   | 3,6   | 3,9   | -10,4   | 6,6       | 6,6     | -1,3           | 8,2     |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 9,7   | 8,7   | 7,9   | 7,4   | 8,8     | 9,1       | 8,3     | 10,8           | 9,8     |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 0,7   | 1,4   | 1,9   | 1,0   | -0,1    | 1,4       | 1,3     | 0,4            | 1,3     |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -1,4  | -0,9  | -0,5  | -0,6  | -7,7    | -6,1      | -3,7    | -8,2           | -5,5    |
| Balance fiscal primario (% PIB)           | 0,6   | 1,0   | 1,4   | 1,0   | -5,9    | -4,3      | -2,0    | -6,3           | -3,8    |
| 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)          | 3,0   | 3,1   | 2,9   | 2,3   | 1,9     | 2,5       | 2,5     | 2,8            | 2,6     |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00    | 0,00      | 0,00    | 0,00           | 0,00    |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | -0,32 | -0,33 | -0,31 | -0,38 | -0,54   | -0,77     | -0,78   | -0,70          | -0,67   |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 0,93  | 1,13  | 1,17  | 0,32  | -0,19   | -0,02     | 0,35    | -0,02          | 0,36    |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 1,05  | 1,20  | 1,15  | 1,12  | 1,21    | 1,21      | 1,22    | 1,21           | 1,22    |
| 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)           | 1,5   | 2,3   | 2,7   | 3,3   | 2,8     | 3,5       | 3,8     | 2,0            | 2,4     |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | 2,9   | 1,4   | 3,5   | 1,9   | 3,9     | 0,2       | 2,4     | -2,4           | 2,3     |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media)    | 3,8   | 2,5   | -1,1  | 1,6   | -0,8    | 0,8       | 3,3     | 0,6            | 3,3     |
| Tasa de ahorro (% renta neta disp. media) | 12,3  | 12,2  | 12,3  | 12,8  | 18,9    | 16,9      | 14,4    | 19,5           | 16,7    |

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

### Eurozona

- Las vacunaciones podrán traer una relativa normalización de la actividad económica hacia el final de 2021.
- En los primeros trimestres de año todavía podrían verse rebrotes y nuevos cierres de actividad.
- El despliegue de los fondos de la Unión Europea será más de cara al segundo semestre de 2021.
- Se prevé un crecimiento del PIB en 2021 del 4,5%.

El año 2021 presenta una gran cantidad de incertidumbres. A nivel de salud, se irán desplegando las vacunas entre la población, aunque hasta el segundo semestre de 2021 no habrá un porcentaje suficientemente elevado de población vacunada. Mientras tanto, el primer semestre del año será muy turbulento, con repuntes en el número de contagios y nuevos cierres y restricciones a la actividad económica. Por otro lado, a medida que avanzan los meses, la experiencia adquirida a nivel médico propiciará también un aumento de eficacia en los tratamientos. La combinación entre la profilaxis (vacunas) y el aumento de eficacia de los tratamientos terapéuticos traerá como resultado reducciones en las tasas de mortalidad y permitirá una gradual vuelta a la normalidad.

A nivel económico, se puede anticipar que los dos primeros trimestres de 2021 todavía serán afectados por los cierres y, por tanto, se verá afectado el consumo privado y las exportaciones. Los estímulos fiscales activados por la Unión Europea mediante el programa Next Generation UE (NGEU), se empezarán a desplegar posiblemente hacia la segunda mitad de 2021, ya que el plazo de presentación de los planes de gasto transcurre hasta final de abril. Además, el efecto dependerá de que tipo de planes se presenten, los cuales podrán tener un efecto puntual cíclico (gasto) o que beneficie la economía más a largo plazo de forma estructural (inversión). Lo que parece ser un requerimiento es que las inversiones sean de características "verdes" o que promuevan un avance en la digitalización. En este contexto, se prevé un crecimiento del 4,5% en 2021 y en 2022, bajo el supuesto de que la actividad se reactivará, aunque con restricciones, desde el primer trimestre del año. En el segundo se-

mestre de 2021 es cuando los fondos europeos empezarán a activarse y también empezará a haber una mayor proporción de la población inmunizada (véanse las Gráficas 1.2.2-c y 1.2.2-d, y la Tabla 1.2.2). De esta forma, la economía de la Eurozona estaría regresando al nivel de PIB observado a finales de 2019 en el segundo trimestre de 2022 (véase el Recuadro 1.1.2-a).

A nivel actividad, la producción Industrial no se ha recuperado del todo, pero es el sector que ha podido retomar la actividad con mayor normalidad, mientras que los servicios, especialmente aquellos que requieren presencia física, todavía sufren fuertes condicionamientos. Esto se refleja en los índices de gestores de compras (PMI), con el manufacturero en diciembre indicando expectativas de mejoras (55,5 puntos), mientras que el de servicios sigue en zona de contracción (47,3 puntos).

Por otra parte, la inflación agregada de la Eurozona sigue en negativo, -0,3% en noviembre, con la subyacente también muy débil, 0,2%. El Banco Central Europeo (BCE), en su reunión del 10 de diciembre, no ha decepcionado tomando una serie de medidas adicionales para garantizar que las condiciones de liquidez y de financiación siguen ampliamente acomodaticias en toda la zona Euro. Los tipos de interés se han mantenido en los niveles actuales (0% las operaciones principales de financiación y -0,50% la facilidad de depósito). La novedad fue la ampliación del Programa de Compras contra la Emergencia Pandémica (PEPP) en 500 millardos de euros hasta 1.850 millardos, y ha ampliado el horizonte de compras hasta marzo de 2022, añadiendo que en todo caso seguirían haciendo compras hasta que consideren que la crisis del coronavirus ha terminado. Asimismo, el consejo del BCE ha decidido ampliar el plazo de las operaciones de financiación al sector financiero (TLTRO III) hasta junio de 2022, con el propósito de garantizar condiciones amplias de liquidez y mantener un nivel alto de crédito bancario. El consejo hizo también referencia al nivel muy bajo de inflación, estimando que la inflación subyacente (sin alimentación ni energía) para 2023 estará en el 1,2%. También hizo una breve referencia a la fortaleza del euro, indicando que el rebasado nivel de 1,20 USD/EUR todavía no preocupa.

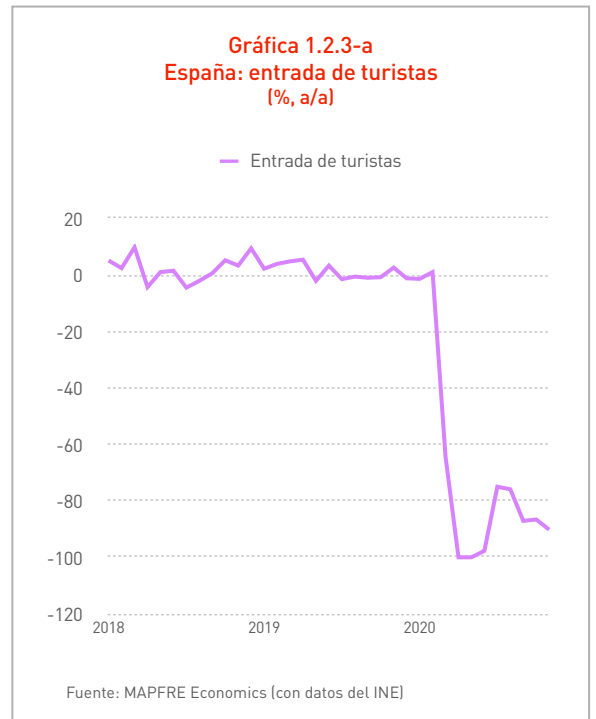


Los riesgos para la economía de la Eurozona se centran en brotes pandémicos recurrentes que obliguen a nuevas restricciones, o en la lentitud en normalizar la actividad por un programa de vacunación que tarde más de lo previsto. La recuperación de las exportaciones también es vital y eso depende también de los niveles de actividad de sus socios comerciales. Adicionalmente, la Eurozona se verá afectada por el Brexit, que causará, en mayor o menor medida, problemas en el comercio y en las cadenas de producción. La capacidad de despliegue de los fondos de ayuda es otra incertidumbre, mientras que la profundidad del daño generado por la crisis al tejido empresarial, al empleo y al sector financiero aún está por determinarse.

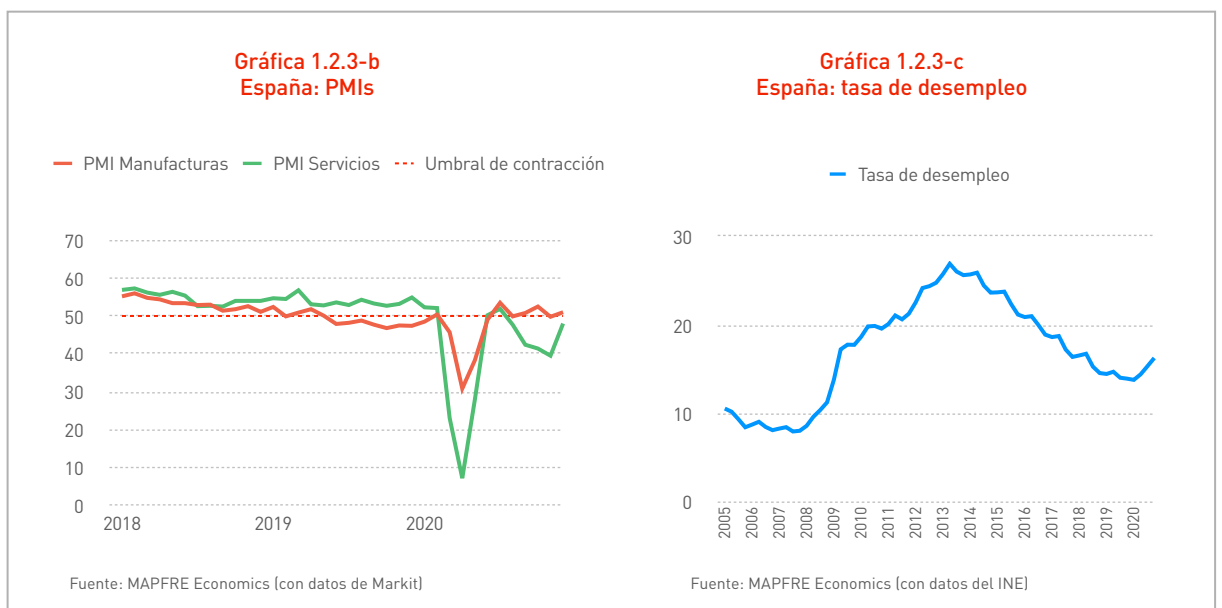
### 1.2.3 España

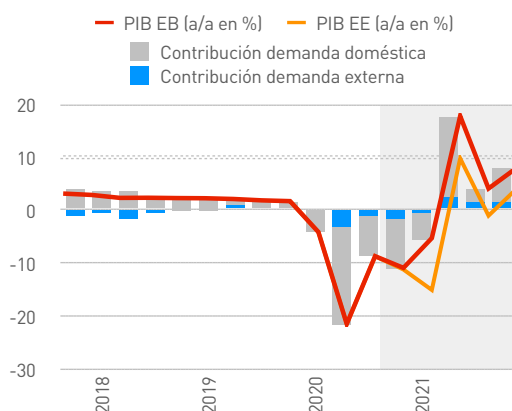
#### Inmunización, inversión, minimización del daño y recuperación de la confianza

El PIB de España se recuperó un 16,7% t/t en el tercer trimestre, quedándose aún un -8,7% a/a por debajo del año anterior. En general, todos los componentes han mostrado una relativa recuperación ante la gradual reapertura de la actividad. Sin embargo, la ocurrencia de una segunda ola de contagios del coronavirus y la imposición de nuevas restricciones por regiones, llevarán a una nueva contracción económica en el cuatro trimestre del año. Esto deberá llevar el PIB anual de 2020 a una contracción estimada del -11,3% a/a.

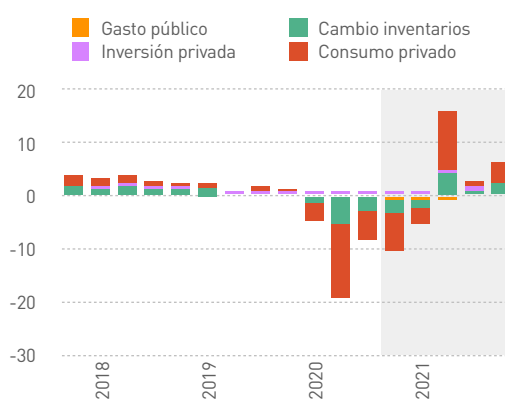


Las encuestas de perspectivas señalan un deterioro en el último trimestre de 2020, con los índices de gestores de compras (PMI) volviendo a empeorar, con el compuesto en 41,7 puntos, el manufacturero en 49,8 y el de servicios hasta 39,5. Asimismo, el indicador de Confianza del Consumidor cayó de nuevo a -29 puntos, las ventas al por menor siguen un -2,4% por debajo del año anterior (octubre), y la producción industrial un -1,2%. Las matriculaciones de coches en noviembre seguían un -19% por debajo de las de 2019.



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


Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)

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


Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)

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

|   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020(e) | Base (EB) |         | Estresado (EE) |         |
|---|-------|-------|-------|-------|---------|-----------|---------|----------------|---------|
|   |       |       |       |       |         | 2021(p)   | 2022(p) | 2021(p)        | 2022(p) |
| PIB (% a/a, media)                        | 3,0   | 3,0   | 2,4   | 2,0   | -11,3   | 6,1       | 6,3     | -0,6           | 9,1     |
| Contribución de la demanda doméstica      | 2,0   | 3,1   | 3,0   | 1,4   | -9,9    | 4,9       | 5,3     | -2,2           | 8,0     |
| Contribución de la demanda externa        | 1,0   | -0,2  | -0,5  | 0,6   | -1,4    | 1,3       | 0,9     | 1,6            | 1,1     |
| Contribución del consumo privado          | 1,6   | 1,8   | 1,0   | 0,5   | -7,7    | 3,2       | 3,4     | -0,7           | 4,4     |
| Contribución de la inversión total        | 0,4   | 1,2   | 1,1   | 0,5   | -2,7    | 1,4       | 1,6     | -0,1           | 2,1     |
| Contribución del gasto público            | 0,2   | 0,2   | 0,5   | 0,4   | 0,7     | 0,7       | 0,3     | 0,7            | 0,3     |
| Consumo privado (% a/a, media)            | 2,7   | 3,0   | 1,8   | 0,9   | -13,4   | 5,8       | 6,1     | -1,2           | 7,9     |
| Consumo público (% a/a, media)            | 1,0   | 1,0   | 2,6   | 2,3   | 3,7     | 3,0       | 1,4     | 3,0            | 1,4     |
| Inversión total (% a/a, media)            | 2,4   | 6,8   | 6,1   | 2,7   | -13,9   | 7,8       | 8,6     | -0,2           | 11,1    |
| Exportaciones (a/a en %)                  | 5,4   | 5,5   | 2,3   | 2,3   | -20,1   | 11,8      | 10,2    | 0,2            | 14,5    |
| Importaciones (a/a en %)                  | 2,7   | 6,8   | 4,2   | 0,7   | -18,0   | 7,8       | 8,1     | -5,8           | 12,3    |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 18,6  | 16,6  | 14,5  | 13,8  | 16,6    | 17,9      | 16,4    | 19,9           | 18,2    |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 1,6   | 1,1   | 1,2   | 0,8   | -0,6    | 1,1       | 0,8     | -0,5           | 0,4     |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -4,3  | -3,0  | -2,5  | -2,9  | -12,1   | -8,6      | -6,0    | -11,4          | -7,6    |
| Balance fiscal primario (% PIB)           | -1,5  | -0,5  | -0,1  | -0,6  | -9,8    | -6,5      | -4,1    | -9,1           | -5,5    |
| Balance comercial (% PIB)                 | -1,3  | -1,9  | -2,5  | -2,1  | -0,7    | -0,5      | -1,5    | 0,0            | -0,8    |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | 3,2   | 2,8   | 1,9   | 2,1   | 0,7     | 1,7       | 1,7     | 2,4            | 2,3     |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00    | 0,00      | 0,00    | 0,00           | 0,00    |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | -0,32 | -0,33 | -0,31 | -0,38 | -0,54   | -0,77     | -0,78   | -0,70          | -0,67   |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 1,35  | 1,51  | 1,41  | 0,46  | 0,09    | 0,39      | 0,79    | 0,50           | 0,92    |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 1,05  | 1,20  | 1,15  | 1,12  | 1,21    | 1,21      | 1,22    | 1,21           | 1,22    |
| 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)           | -2,5  | -1,4  | -0,3  | -0,2  | 0,1     | 2,4       | 3,0     | 0,4            | 1,6     |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | -2,7  | -1,1  | -1,4  | -0,6  | 3,0     | 0,1       | 1,7     | -10,2          | 1,7     |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media)    | -16,4 | -7,9  | -0,5  | -4,9  | 1,2     | 4,4       | 3,0     | 4,5            | 3,0     |
| Tasa de ahorro (% renta neta disp. media) | 7,5   | 6,1   | 6,0   | 6,6   | 15,1    | 13,7      | 11,9    | 16,3           | 14,9    |

 Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)  
 Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

### España

- La actividad económica se verá afectada hasta en tanto no se consiga una inmunidad generalizada.
- Los fondos de la Unión Europea podrán aportar hasta 2 puntos del PIB cada año durante 2021-2023.
- El mantenimiento de las ayudas al empleo y al sector hostelero serán necesarias para minimizar el daño causado por la pandemia a la economía.
- La confianza volverá de la mano de la normalización de la actividad y de las ganancias de empleo.

Para 2021, el escenario está cargado de incertidumbre, especialmente por la reincidencia de olas de contagios hasta que se consiga alcanzar una inmunidad generalizada de la población, lo que puede llevar aún algunos trimestres. Persiste la incertidumbre sobre los sectores turísticos, hosteleros y de ocio, y sobre todos aquellos que impliquen presencia física. Se estima que el uso de los fondos de la Unión Europea, Next Generation EU, tendrán un impacto de hasta 2 puntos porcentuales del PIB en cada año de 2021 a 2023. En este contexto, en el escenario base considerado en este informe se prevé una recuperación de la economía española del 6,1% en 2021 y del 6,3% en 2022 (véanse las Gráficas 1.2.3-d y 1.2.3-e, y la Tabla 1.2.3). De esta forma, solo hasta el cuarto trimestre de 2022 la economía española volverá a alcanzar el nivel de PIB del último trimestre de 2019, dos trimestres más tarde que el promedio de las economías de la Eurozona (véase el Recuadro 1.1.2-a).

La inflación, por su parte, se mantiene en negativo, -0,8% en noviembre, mientras que la subyacente se sigue debilitando hasta 0,2%, lo que es sintomático de la debilidad en la demanda. Son las componentes de energía, transportes y comunicaciones las que están poniendo presión a la baja, mientras que, al igual que en otros países, es la alimentación la que denota subidas de precios. En 2021, la inflación volverá por el efecto de base en la energía y en otras componentes, a medida que se recuperen la actividad y los empleos. Se prevé que las líneas de soporte al empleo se deberán ir manteniendo hasta que la actividad se recupere y se consigan estabilizar los niveles de empleo. Un apoyo gubernamental a la

industria hotelera parece inevitable si se quiere evitar la reducción de la capacidad de oferta turística del país.

Los riesgos para la economía española provienen primeramente de los posibles rebotes en contagios del Covid-19 que obliguen periódicamente a nuevas restricciones en 2021. Hasta que una parte importante de la población no haya sido inmunizada son de esperar nuevos rebotes. Para 2021, se prevé un repunte en las insolvencias de negocios, en la morosidad bancaria y un repunte del paro que, por ahora, está contenido gracias a las ayudas temporales al empleo (ERTEs) las cuales podrían ser ampliadas, al menos en los sectores que están sufriendo mayores restricciones. Algunas de las insolvencias, principalmente en los sectores hotelero y de transporte turístico, podrán dejar un daño algo más duradero que se traduzca en una la reducción de la oferta turística, un sector clave para la economía de España.

### 1.2.4 Alemania

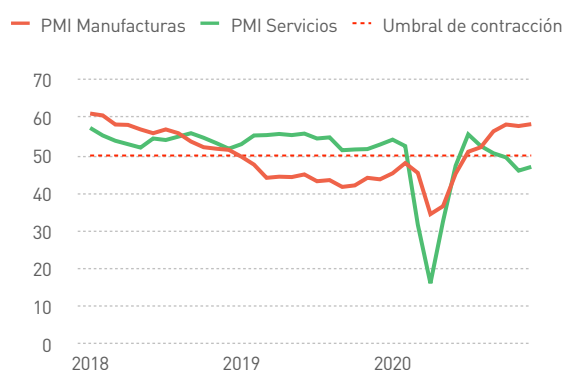
#### La pandemia marcará los tiempos en un año de superciclo electoral

El PIB de Alemania ha rebotado en el tercer trimestre un 8,5% t/t, pero dejando la tasa interanual todavía -4,0% a/a por debajo del año anterior. La reactivación de la actividad hizo que el consumo rebotara un 10,8% t/t (-3,7% a/a) y las exportaciones un +18,1% t/t (-9,4% a/a). La inversión seguía un -10,2% por debajo del año anterior, mientras que el gasto del gobierno, por las medidas de apoyo a la economía, sube un 4,2% a/a.

### Alemania

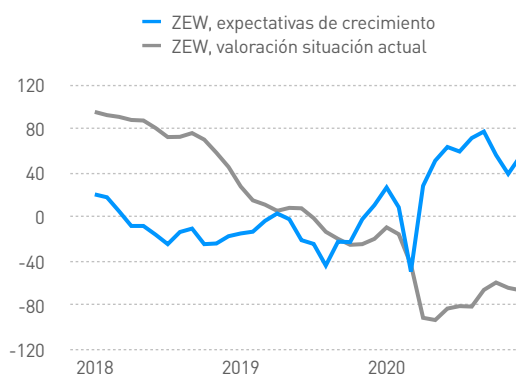
- El repunte de contagios del Covid-19 al final de 2020, y los respectivos confinamientos, podrían extenderse a los primeros trimestres de 2021.
- En el sector industrial hay cierta visibilidad de la recuperación y las exportaciones deberán tirar de la economía en 2021.
- El consumo privado seguirá al ritmo que marcase la pandemia, por lo que seguirá afectado hasta en tanto una gran parte de la población haya sido inmunizada.

**Gráfica 1.2.4-a**  
**Alemania: PMIs**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

**Gráfica 1.2.4-b**  
**Alemania: índice ZEW de expectativas de crecimiento y situación actual**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

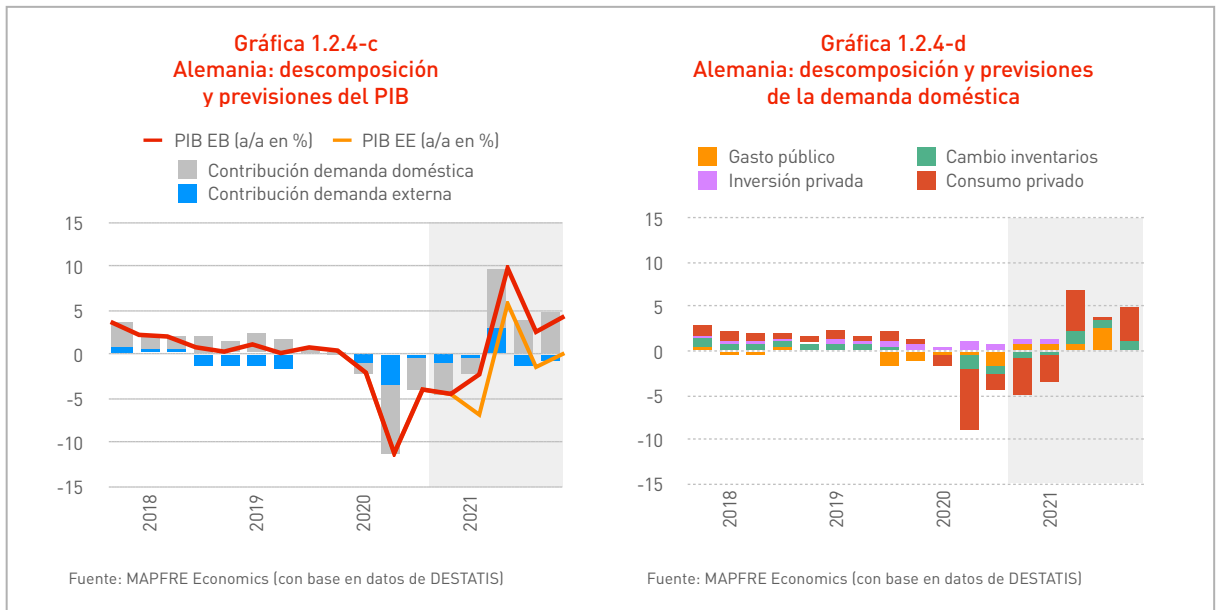
La esperanza de las vacunas ha levantado las expectativas de los agentes económicos, pero la situación sanitaria actual todavía es preocupante, ya que a lo largo del mes de diciembre Alemania presentaba las segundas peores estadísticas en Europa de nuevos contagios del Covid-19, solo detrás de Rusia, habiendo impuesto unos confinamientos algo más flexibles pero que afectarán el desempeño económico en el cuarto trimestre y posiblemente en el inicio del 2021. El índice ZEW de Expectativas Económicas ha rebotado a un nivel de 55 puntos, por encima de lo esperado (46), pero el ZEW de Situación Actual apenas se ha movido y sigue pesimista (-66,5). El índice IFO de Expectativas de los Negocios ha vuelto a retroceder algo en diciembre hasta 91,5 puntos, ante el hecho que la normalización va a tardar, este índice se situaba por encima de 100 hace dos años. Los índices de gestores de compras (PMI) compuesto y manufacturero de diciembre están optimistas (51,7 y 57,8 puntos, respectivamente) mientras el de servicios sigue pesimista (46,0).

En este contexto, el PIB alemán en 2020 caerá algo menos de lo que hasta ahora se había anticipado por el mejor desempeño de lo esperado en el tercer trimestre. Así, se prevé una caída en el entorno del -5,5% (vs -5,8% anterior). Para 2021, sin embargo, todavía subsisten muchas incertidumbres, principalmente en el primer trimestre del año. Por el aumento de contagios a final de 2020 y el tiempo que tardará en desplegar la vacunación masiva, la actividad de servicios aún continuará mermada.

Así, para 2021, se espera un crecimiento del 3,6% (vs 4,5% anterior), tanto por el efecto de base como por la ampliación de la crisis pandémica adentrándose en 2021, en tanto que para 2022 el crecimiento estimado se situaría en el 4,1% (véanse las Gráficas 1.2.4-c y 1.2.4-d, y la Tabla 1.2.4).

En cuanto a la inflación, esta se sitúa en negativo, -0,3% en noviembre, empujada por los combustibles, transportes, comunicaciones y vestuario. La inflación, excluyendo energía, se sitúa en +0,7%, y en la alimentación se registra una inflación de +1,4%. La inflación tenderá a subir para mediados de año por los efectos de base, al menos en energía y transporte.

Alemania tendrá, en 2021, un superciclo electoral, con elecciones federales y estatales en varias regiones. Será un año agitado a nivel político y, entre otras cosas, implicará el debate sobre en quién recaerán los costes de los estímulos fiscales. Los riesgos se concentran en la continuación de la debilidad de la demanda interna, al menos hasta que una gran parte de la población pueda volver a hacer vida normal, y en la recuperación en mayor o menor medida de la actividad exportadora en función de la demanda externa. El efecto de la crisis en el empleo se ha hecho notar principalmente en las ofertas de empleo; no obstante, la subida de la tasa de desempleo no ha sido tan grave como podría haberlo sido en ausencia de la activación de los apoyos por parte del gobierno.



**Tabla 1.2.4**  
**Alemania: principales agregados macroeconómicos**

|   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020(e) | Base (EB) |         | Estresado (EE) |         |  |
|---|-------|-------|-------|-------|---------|-----------|---------|----------------|---------|--|
|   |       |       |       |       |         | 2021(p)   | 2022(p) | 2021(p)        | 2022(p) |  |
| PIB (% a/a, media)                        | 2,1   | 2,9   | 1,3   | 0,6   | -5,5    | 3,6       | 4,1     | -0,6           | 4,3     |  |
| Contribución de la demanda doméstica      | 2,8   | 2,7   | 1,7   | 1,2   | -4,0    | 3,3       | 4,4     | -0,5           | 4,5     |  |
| Contribución de la demanda externa        | -0,7  | 0,2   | -0,4  | -0,6  | -1,5    | 0,2       | -0,3    | -0,1           | -0,2    |  |
| Contribución del consumo privado          | 1,2   | 1,0   | 0,8   | 0,8   | -3,5    | 1,4       | 3,8     | -0,9           | 3,3     |  |
| Contribución de la inversión total        | 0,7   | 0,6   | 0,7   | 0,5   | -0,8    | 0,8       | 0,6     | 0,1            | 0,8     |  |
| Contribución del gasto público            | 0,8   | 0,3   | 0,2   | 0,5   | 0,8     | 0,2       | 0,1     | 0,2            | 0,1     |  |
| Consumo privado (% a/a, media)            | 2,2   | 1,8   | 1,5   | 1,6   | -6,6    | 2,8       | 7,3     | -1,6           | 6,3     |  |
| Consumo público (% a/a, media)            | 4,1   | 1,6   | 1,2   | 2,7   | 3,9     | 0,7       | 0,6     | 0,7            | 0,6     |  |
| Inversión total (% a/a, media)            | 3,6   | 3,2   | 3,6   | 2,6   | -3,8    | 3,8       | 2,6     | 0,2            | 3,5     |  |
| Exportaciones (a/a en %)                  | 2,3   | 5,4   | 2,5   | 1,0   | -11,5   | 8,9       | 6,6     | 0,7            | 8,0     |  |
| Importaciones (a/a en %)                  | 4,4   | 5,8   | 3,8   | 2,6   | -9,5    | 9,0       | 8,0     | 0,8            | 9,3     |  |
|   |       |       |       |       |         |           |         |                |         |  |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 6,0   | 5,5   | 5,0   | 5,0   | 6,4     | 5,9       | 5,5     | 7,4            | 6,8     |  |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 1,4   | 1,4   | 1,6   | 1,5   | -0,1    | 2,0       | 1,6     | 1,1            | 1,7     |  |
| Balance fiscal (% PIB)                    | 1,2   | 1,4   | 1,8   | 1,5   | -5,0    | -3,6      | -1,0    | -5,4           | -3,0    |  |
| Balance fiscal primario (% PIB)           | 2,4   | 2,4   | 2,7   | 2,3   | -4,2    | -2,9      | -0,4    | -4,7           | -2,3    |  |
| Balance comercial (% PIB)                 | 8,0   | 7,8   | 6,8   | 6,5   | 5,5     | 5,4       | 5,3     | 5,1            | 5,2     |  |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | 8,4   | 7,8   | 7,5   | 7,2   | 6,7     | 6,2       | 5,6     | 6,4            | 5,8     |  |
|   |       |       |       |       |         |           |         |                |         |  |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00    | 0,00      | 0,00    | 0,00           | 0,00    |  |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | -0,32 | -0,33 | -0,31 | -0,38 | -0,54   | -0,77     | -0,78   | -0,70          | -0,67   |  |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 0,21  | 0,43  | 0,25  | -0,19 | -0,55   | -0,58     | -0,30   | -0,71          | -0,40   |  |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 1,05  | 1,20  | 1,15  | 1,12  | 1,21    | 1,21      | 1,22    | 1,21           | 1,22    |  |
| 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)           | 2,8   | 3,2   | 3,6   | 4,4   | 4,3     | 6,8       | 6,7     | 5,4            | 5,0     |  |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | 3,8   | 5,2   | 7,5   | 5,4   | 4,4     | 0,2       | 4,6     | -0,1           | 4,3     |  |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media)    | 2,2   | 0,7   | 3,9   | 6,3   | 5,5     | 1,6       | 7,2     | 1,7            | 7,1     |  |
| Tasa de ahorro (% renta neta disp. media) | 10,4  | 10,5  | 10,9  | 10,8  | 17,0    | 14,6      | 10,4    | 16,9           | 13,1    |  |

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

## 1.2.5 Italia

### En 2021 vendrá el fin de las ayudas emergencia y el repunte de morosidad

El PIB del tercer trimestre en Italia se recuperó +15,9% t/t con motivo de la vuelta a la actividad, pero no al nivel pre-crisis, ya que permanece por debajo de lo habitual (-5,0% a/a). Todas las componentes del PIB observaron una relativa recuperación en términos trimestrales, pero siguen por debajo del año anterior (consumo, -7,4% a/a; exportaciones, -9,1%; importaciones, -11,9%). En el cuarto trimestre, la actividad habría vuelto a caer por la segunda ola de la pandemia del Covid-19, la cual ha vuelto a imponer nuevas restricciones. No obstante, la caída no será tan abrupta como en el segundo trimestre porque las restricciones han sido más cortas y más enfocadas a los sectores donde el distanciamiento social es más complicado mientras se intenta que el resto de la actividad se desarrolle con normalidad.

En noviembre, el sentimiento económico volvió a caer a 81,5 desde los 90,2 puntos, en tanto que la matriculación de vehículos también ha vuelto a caer y está un 8% por debajo del año anterior. Los índices de gestores de compras (PMI) de noviembre también han vuelto a caer, el compuesto a 42,7, el de servicios a 39,4 y el manufacturero a 51,5 puntos.

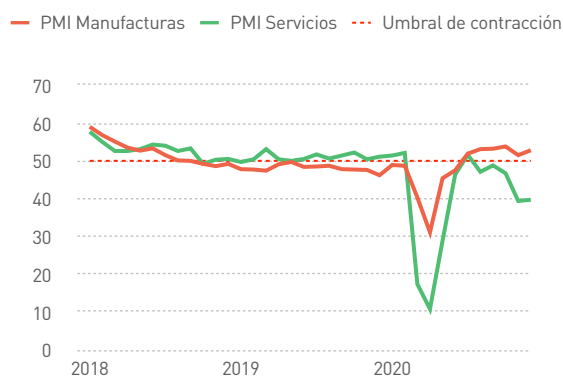
### Italia

- En 2021, la economía italiana no volverá aún al nivel pre-crisis del PIB.
- Se prevé un crecimiento del PIB en el entorno del 4,6% en 2021.
- El nivel de la deuda ahora preocupa menos. La incertidumbre se centra en el fin de las ayudas de emergencia y el posible repunte de morosidad.
- Conseguir aplicar la totalidad de las ayudas europeas será clave en la recuperación.

En este contexto, se ha ajustado la proyección de crecimiento para el PIB italiano para 2020 hasta -8,8% a/a, en función de un cuarto trimestre más débil de lo esperado. Para 2021, se prevé una recuperación del 4,6%, menor de lo antes previsto (6,3%), ya que hasta en tanto no se puedan restablecer todas las actividades con normalidad la actividad va a seguir mermada, mientras que para 2022 la estimación de crecimiento se situaría en el entorno del 3,9% (véanse las Gráficas 1.2.5-c y 1.2.5-d, y la Tabla 1.2.5).

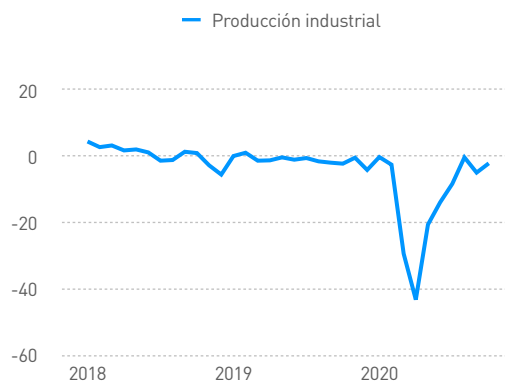
Por otra parte, la inflación se encuentra en negativo, -0,2% en noviembre, por el choque de demanda que se está produciendo, debido principalmente a los precios de los vuelos (-31,1%) y telecomunicaciones (-20,7%). En los alimentos hay presión al alza en los precios (1,8% en noviembre).

Gráfica 1.2.5-a  
Italia: PMIs

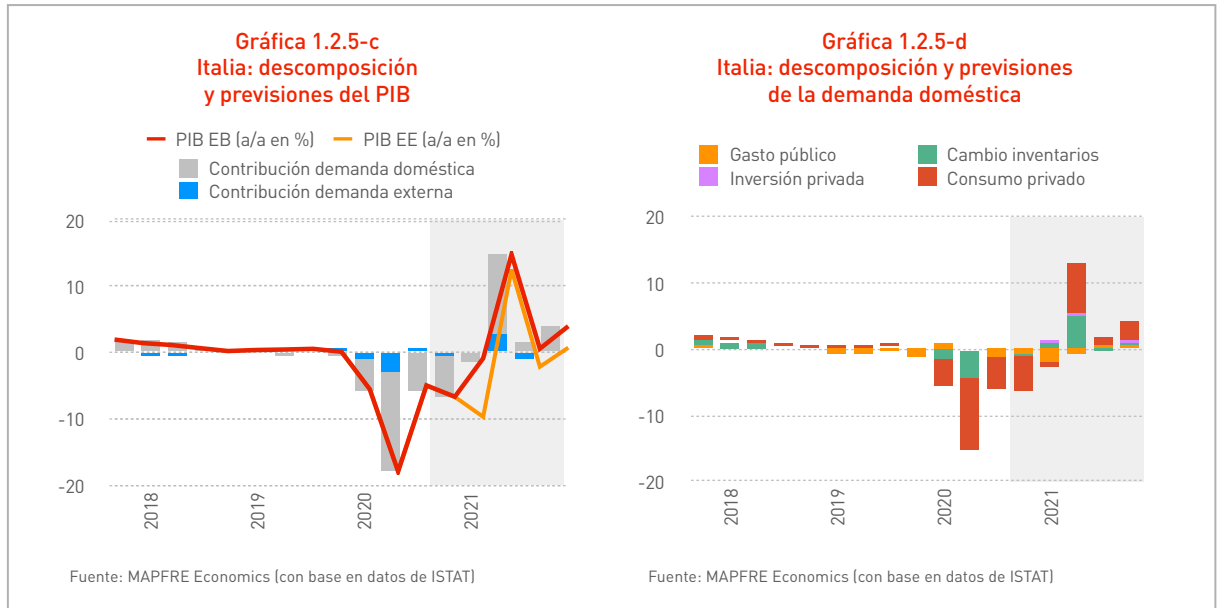


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.5-b  
Italia: producción industrial (% a/a)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ISTAT)



**Tabla 1.2.5**  
Italia: principales agregados macroeconómicos

|   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020(e) | Base (EB) |         | Estresado (EE) |         |
|---|-------|-------|-------|-------|---------|-----------|---------|----------------|---------|
|   |       |       |       |       |         | 2021(p)   | 2022(p) | 2021(p)        | 2022(p) |
| PIB (% a/a, media)                        | 1,4   | 1,7   | 0,8   | 0,3   | -8,8    | 4,6       | 3,9     | 0,3            | 4,9     |
| Contribución de la demanda doméstica      | 1,9   | 1,7   | 1,2   | -0,2  | -7,9    | 4,1       | 3,7     | -0,0           | 5,3     |
| Contribución de la demanda externa        | -0,5  | 0,0   | -0,3  | 0,5   | -0,9    | 0,5       | 0,2     | 0,4            | -0,4    |
| Contribución del consumo privado          | 0,7   | 0,9   | 0,6   | 0,3   | -6,1    | 2,6       | 2,3     | 0,1            | 3,4     |
| Contribución de la inversión total        | 0,7   | 0,6   | 0,5   | 0,3   | -1,5    | 1,6       | 0,5     | 0,0            | 1,0     |
| Contribución del gasto público            | 0,1   | -0,0  | 0,0   | -0,0  | -0,1    | 0,3       | 0,2     | 0,3            | 0,2     |
| Consumo privado (% a/a, media)            | 1,2   | 1,5   | 1,0   | 0,5   | -10,1   | 4,2       | 3,9     | 0,1            | 5,8     |
| Consumo público (% a/a, media)            | 0,7   | -0,1  | 0,2   | -0,2  | -0,6    | 1,3       | 0,9     | 1,3            | 0,9     |
| Inversión total (% a/a, media)            | 4,2   | 3,4   | 2,9   | 1,6   | -8,1    | 9,0       | 2,9     | 0,6            | 5,4     |
| Exportaciones (a/a en %)                  | 1,9   | 6,0   | 1,6   | 1,3   | -15,2   | 14,9      | 6,1     | 2,5            | 9,2     |
| Importaciones (a/a en %)                  | 4,1   | 6,5   | 2,9   | -0,4  | -13,5   | 13,3      | 5,9     | 0,8            | 11,4    |
| Tasa de paro (% último trimestre)         | 11,8  | 11,0  | 10,5  | 9,5   | 10,4    | 10,4      | 9,9     | 11,6           | 11,2    |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 0,5   | 0,9   | 1,1   | 0,5   | -0,4    | 0,6       | 0,8     | -0,3           | 0,8     |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -2,4  | -2,4  | -2,2  | -1,6  | -10,9   | -7,4      | -5,0    | -9,3           | -6,5    |
| Balance fiscal primario (% PIB)           | 1,5   | 1,4   | 1,4   | 1,8   | -7,4    | -4,0      | -1,7    | -5,8           | -3,0    |
| Balance comercial (% PIB)                 | 3,5   | 3,1   | 2,6   | 3,2   | 3,8     | 3,7       | 3,9     | 3,0            | 2,7     |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | 2,6   | 2,6   | 2,5   | 3,1   | 3,4     | 3,4       | 3,3     | 3,6            | 2,7     |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00    | 0,00      | 0,00    | 0,00           | 0,00    |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | -0,32 | -0,33 | -0,31 | -0,38 | -0,54   | -0,77     | -0,78   | -0,70          | -0,67   |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 1,82  | 2,00  | 2,77  | 1,43  | 0,64    | 1,15      | 1,69    | 1,28           | 1,82    |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 1,05  | 1,20  | 1,15  | 1,12  | 1,21    | 1,21      | 1,22    | 1,21           | 1,22    |
| 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)           | 0,5   | 1,2   | 1,8   | 2,1   | 1,0     | 2,1       | 2,7     | 1,0            | 1,4     |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | -2,1  | -3,0  | -0,4  | -1,1  | 2,9     | 2,1       | 1,3     | -8,4           | 3,4     |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media)    | -3,9  | -13,2 | 25,1  | -5,7  | 20,9    | -1,2      | 0,4     | -5,0           | 0,3     |
| Tasa de ahorro (% renta neta disp. media) | 10,2  | 9,8   | 9,6   | 9,6   | 14,4    | 13,3      | 11,1    | 16,0           | 12,5    |

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

Los riesgos de la economía italiana, igual que en otros países, ahora está en un posible repunte de la morosidad bancaria en 2021. A este hay que añadir el habitual de inestabilidad política y el de la capacidad de aprovechar totalmente los fondos que le fueron asignados en el marco del fondo europeo de recuperación. El nivel de deuda parece ya preocupar menos en estos momentos por el bajo gasto en intereses, por el apoyo del BCE y por la voluntad del gobierno de cumplir con las directrices de la Comisión Europea, y porque se han relajado en cierta medida las exigencias de equilibrio fiscal por la situación pandémica. No obstante, es importante destacar que Italia sigue teniendo que hacer reformas estructurales y los difíciles equilibrios políticos pueden seguir retrasándolas.

### 1.2.6 Reino Unido

#### Fin del periodo de transición y nueva relación con la Unión Europea

La economía del Reino Unido se contrajo -9,6% a/a en el tercer trimestre del año (+15,5% t/t). Sin embargo, esta recuperación ocurrida en el verano no se repetirá en el otoño-invierno, ya que a partir de noviembre ha habido nuevos confinamientos y un aumento de casos de contagio del Covid-19 que, en el mes de diciembre, ha obligado a la reintroducción de restricciones en la actividad económica según la incidencia de la pandemia en las diferentes regiones. Se espera que en el cuarto trimestre

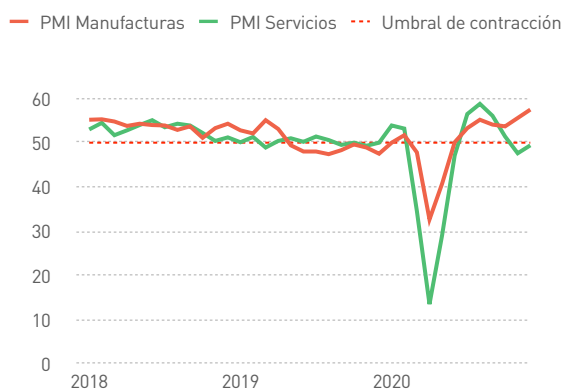
#### Reino Unido

- El repunte de contagios en diciembre ha llevado a nuevas restricciones y a afectar nuevamente la actividad económica.
- Aunque ya se ha iniciado la vacunación de la población, no se prevé que haya una proporción grande de la población inmunizada hasta bien entrado 2021.
- Se ha rebajado la previsión de crecimiento del PIB de 2020 a un -11,4% y la de 2021 se ha situado con un crecimiento del 5,7%.
- El Reino Unido y la Unión Europea llegaron finalmente a un acuerdo comercial tras el Brexit.

del año el PIB haya vuelto a caer respecto al trimestre previo (-2,6% t/t y -12% a/a).

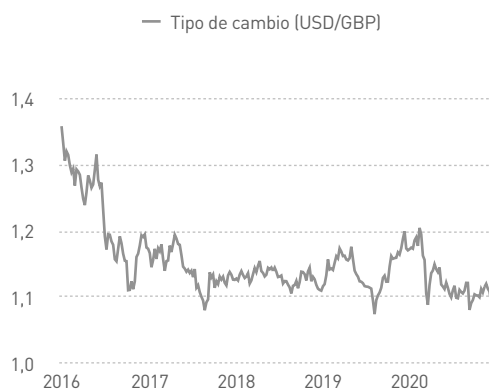
Por lo que se refiere a los datos de actividad, las ventas al por menor presentaban una cierta recuperación hasta octubre, pero en noviembre, con los confinamientos, el indicador habrá vuelto a empeorar, como lo muestran las matriculaciones de vehículos que caían un 27% en noviembre. La producción industrial se ha recuperado en gran medida, pero sigue un -5% por debajo de 2019 y se estima que parte de esta fortaleza se debe a que el sector industrial ha estado haciendo inventarios en anticipación al final del periodo de transición del Brexit que ocurrió a 31 de diciembre. Asimismo, la confianza del consumidor (GfK) ha vuelto a girar a la baja en octubre y noviembre situándose en -31 puntos. Por ello, se ha ajustado la estimación de crecimiento del PIB de 2020 al -11,4% (desde el -9,6% previo).

Gráfica 1.2.6-a  
Reino Unido: PMIs



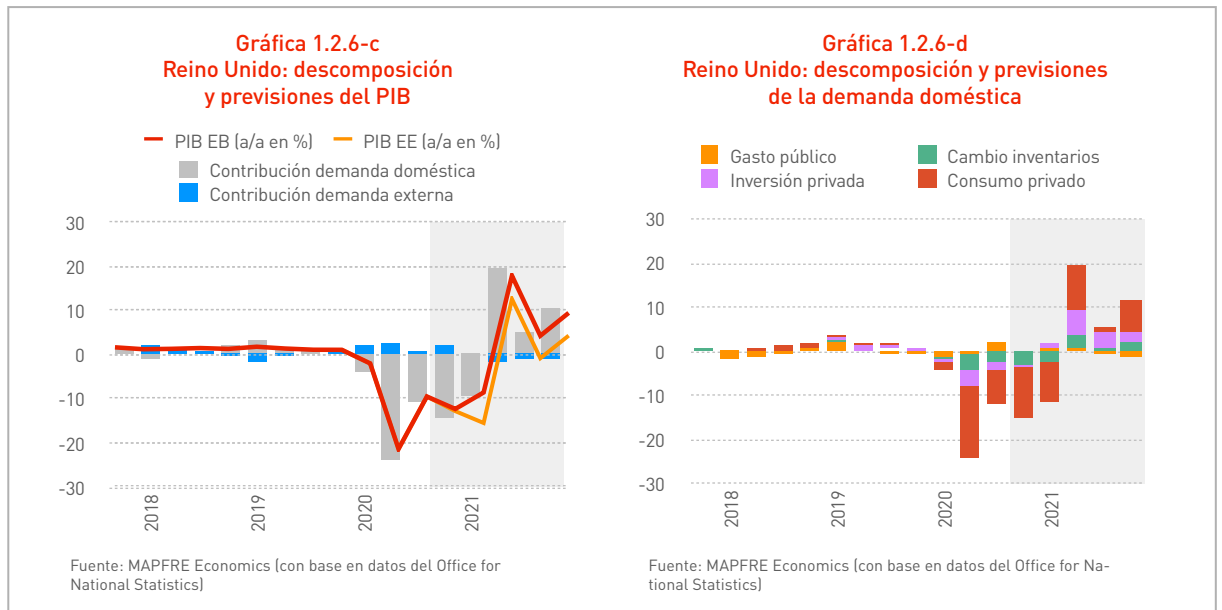
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.6-b  
Reino Unido: tipo de cambio



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)





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

|   | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020(e) | Base (EB) |         | Estresado (EE) |         |  |
|---|------|------|------|------|---------|-----------|---------|----------------|---------|--|
|   |      |      |      |      |         | 2021(p)   | 2022(p) | 2021(p)        | 2022(p) |  |
| PIB (% a/a, media)                        | 1,7  | 1,7  | 1,3  | 1,3  | -11,4   | 5,7       | 6,1     | 0,1            | 6,7     |  |
| Contribución de la demanda doméstica      | 3,1  | 1,5  | 0,3  | 1,6  | -13,2   | 6,5       | 6,5     | -0,6           | 6,8     |  |
| Contribución de la demanda externa        | -1,4 | 0,2  | 0,9  | -0,4 | 1,8     | -0,8      | -0,4    | 0,7            | -0,1    |  |
| Contribución del consumo privado          | 2,3  | 0,6  | 0,8  | 0,5  | -9,2    | 2,6       | 4,7     | -2,6           | 5,0     |  |
| Contribución de la inversión total        | 0,8  | 0,5  | 0,1  | 0,3  | -2,3    | 0,9       | 1,4     | -0,8           | 1,1     |  |
| Contribución del gasto público            | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,8  | -1,7    | 3,1       | 0,5     | 3,1            | 0,6     |  |
| Consumo privado (% a/a, media)            | 3,7  | 1,0  | 1,3  | 0,8  | -14,9   | 4,6       | 8,1     | -4,0           | 9,0     |  |
| Consumo público (% a/a, media)            | 1,0  | 0,7  | 0,6  | 4,1  | -9,1    | 15,7      | 2,4     | 15,7           | 2,4     |  |
| Inversión total (% a/a, media)            | 4,5  | 2,8  | 0,4  | 1,5  | -13,1   | 5,1       | 8,0     | -4,5           | 6,8     |  |
| Exportaciones (a/a en %)                  | 2,7  | 5,5  | 3,0  | 2,8  | -12,6   | 1,9       | 3,8     | -4,9           | 4,8     |  |
| Importaciones (a/a en %)                  | 4,0  | 2,7  | 2,7  | 3,3  | -20,4   | 7,9       | 5,8     | -4,8           | 6,1     |  |
|   |      |      |      |      |         |           |         |                |         |  |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 4,7  | 4,4  | 4,0  | 3,8  | 6,3     | 6,7       | 5,3     | 10,1           | 8,4     |  |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 1,8  | 2,7  | 2,0  | 1,3  | 0,6     | 1,8       | 1,6     | 0,9            | 1,6     |  |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -3,3 | -2,4 | -2,2 | -2,4 | -14,6   | -11,2     | -6,5    | -14,2          | -8,9    |  |
| Balance fiscal primario (% PIB)           | -0,5 | 0,5  | 0,5  | 0,1  | -12,7   | -9,8      | -5,0    | -12,9          | -7,4    |  |
| Balance comercial (% PIB)                 | -6,6 | -6,5 | -6,4 | -5,9 | -4,4    | -4,9      | -4,9    | -3,9           | -3,8    |  |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | -5,5 | -3,8 | -3,7 | -4,3 | -2,2    | -2,5      | -2,7    | -0,8           | -0,7    |  |
|   |      |      |      |      |         |           |         |                |         |  |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 0,25 | 0,50 | 0,75 | 0,75 | 0,10    | 0,00      | 0,00    | -0,25          | -0,25   |  |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | 0,37 | 0,52 | 0,91 | 0,79 | 0,04    | -0,05     | -0,05   | -0,06          | -0,06   |  |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 1,28 | 1,25 | 1,33 | 0,91 | 0,34    | 0,24      | 0,59    | -0,18          | 0,18    |  |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 1,23 | 1,35 | 1,28 | 1,32 | 1,36    | 1,37      | 1,39    | 1,36           | 1,38    |  |
| Tipo de cambio vs Euro (fin período)      | 1,17 | 1,13 | 1,11 | 1,18 | 1,13    | 1,13      | 1,14    | 1,13           | 1,14    |  |
|   |      |      |      |      |         |           |         |                |         |  |
| 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  | 4,0  | 3,1  | 2,1  | 2,9     | 2,9       | 2,9     | 1,9            | 0,1     |  |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | 4,5  | 9,4  | 7,1  | -4,3 | 4,5     | 3,1       | 1,0     | 2,7            | 0,4     |  |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media)    | 7,7  | 8,4  | 5,3  | 1,9  | 14,6    | 4,1       | 5,1     | 4,0            | 4,8     |  |
| Tasa de ahorro (% renta neta disp. media) | 7,6  | 5,7  | 6,1  | 6,5  | 17,8    | 14,2      | 9,7     | 18,3           | 12,6    |  |

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

El Reino Unido fue el primer país europeo en iniciar el proceso de vacunación de su población el 7 de diciembre. No obstante, este despliegue tomará aún varios trimestres, en función de la capacidad de proveedores para producir y entregar las vacunas, lo que significa que, con el nivel de casos actuales, la merma de actividad se extenderá a los primeros trimestres de 2021. De esta forma, se prevé que el PIB crezca en 2021 un 5,7% (desde el 8,1% de nuestra previsión anterior), en tanto que en 2022 este crecimiento se acelere hasta el 6,1% (véanse las Gráficas 1.2.6-c y 1.2.6-d, y la Tabla 1.2.6).

Por otra parte, la inflación sigue baja, principalmente por la energía (combustibles, gas y electricidad), situándose en 0,3% en noviembre, con la subyacente en 1,1%. En 2021, se espera un repunte de la inflación, tanto por efectos de base y la subida de la energía, como por el efecto del fortalecimiento del euro. Posiblemente pueden también ocurrir efectos de reducción de la oferta a raíz de la crisis. El Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra, en su reunión del 16 de diciembre de 2020, consideró que la actual postura de la política monetaria sigue siendo apropiada y, por tanto, decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,10%. Asimismo, decidió mantener el *stock* de adquisiciones de bonos corporativos en 20 millardos de libras y continuar con el programa de 100 millardos de libras de compras de bonos del gobierno e iniciar el programa previamente anunciado de 150 millardos de libras, manteniendo el objetivo del *stock* de estas compras de bonos del gobierno

en 875 millardos de libras y, por lo tanto, el *stock* total objetivo de compras de activos en 895 millardos de libras.

Luego de varios meses de negociaciones, el 24 de diciembre el Reino Unido y la Unión Europea alcanzaron un acuerdo comercial, con lo que se conjura el peligro de un Brexit “duro” y se establecen las bases para normar las relaciones comerciales y de seguridad a partir de 2021. Queda aún pendiente la ratificación del tratado por parte tanto del Parlamento británico como por el Parlamento Europeo. No obstante, este acuerdo establece ya los parámetros para las relaciones del Reino Unido con la Unión Europea, que se hallaban en un período de transición luego de que se formalizara el Brexit el 31 de enero pasado.

Los riesgos para la economía británica se concentran en una agravación de la crisis sanitaria, habiéndose reducido el impacto del riesgo de un no-acuerdo comercial con la Unión Europea, lo que habría cambiado totalmente el panorama para el comercio exterior y las inversiones.

### 1.2.7 Japón

#### Gobierno activa tercer paquete de estímulo económico

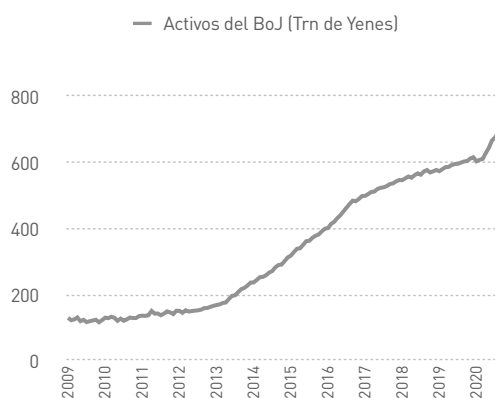
En el tercer trimestre del año la economía japonesa se contrajo un -5,7% a/a, aunque recupera 5,3% t/t con respecto al trimestre

Gráfica 1.2.7-a  
Japón: PMIs

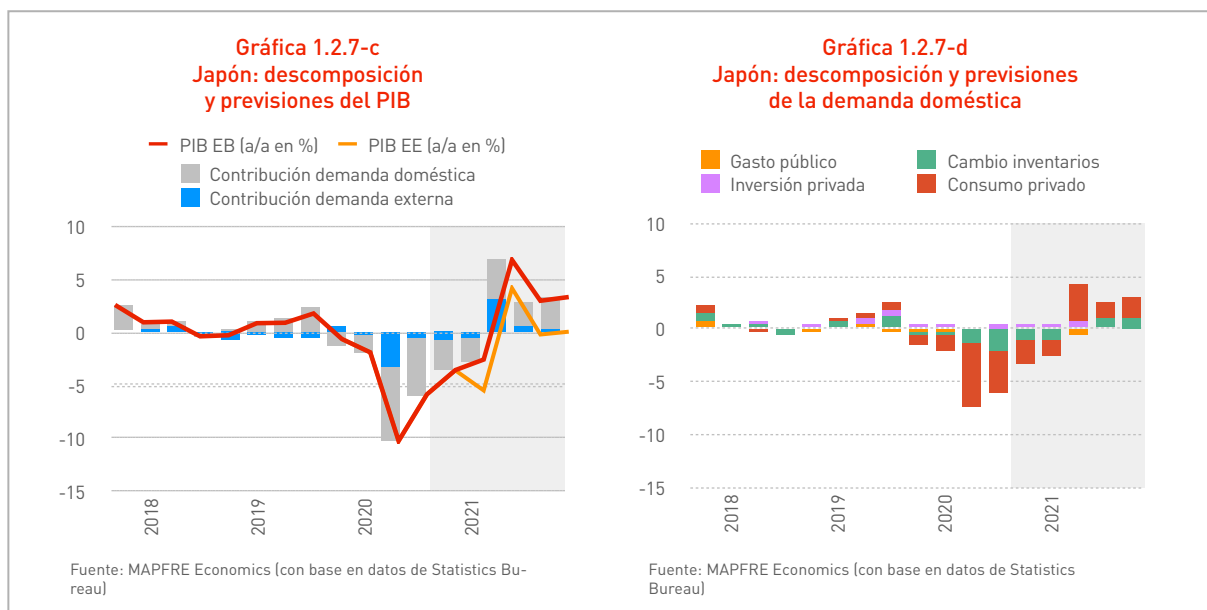


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.7-b  
Japón: activos del banco central



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco de Japón)



**Tabla 1.2.7**  
Japón: principales agregados macroeconómicos

|   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020(e) | Base (EB) |         | Estresado (EE) |         |  |
|---|--------|--------|--------|--------|---------|-----------|---------|----------------|---------|--|
|   |        |        |        |        |         | 2021(p)   | 2022(p) | 2021(p)        | 2022(p) |  |
| PIB (% a/a, media)                        | 0,5    | 2,2    | 0,3    | 0,7    | -5,4    | 2,6       | 2,4     | -0,4           | 2,1     |  |
| Contribución de la demanda doméstica      | -0,1   | 1,6    | 0,3    | 0,9    | -4,3    | 1,7       | 2,1     | -0,5           | 1,7     |  |
| Contribución de la demanda externa        | 0,6    | 0,6    | 0,0    | -0,2   | -1,1    | 0,9       | 0,3     | 0,1            | 0,4     |  |
| Contribución del consumo privado          | -0,2   | 0,8    | -0,0   | 0,1    | -3,5    | 1,4       | 1,2     | 0,1            | 1,1     |  |
| Contribución de la inversión total        | -0,1   | 0,7    | 0,1    | 0,3    | -1,1    | 0,2       | 0,8     | -0,3           | 0,3     |  |
| Contribución del gasto público            | 0,3    | 0,0    | 0,2    | 0,4    | 0,4     | 0,3       | 0,1     | 0,3            | 0,1     |  |
| Consumo privado (% a/a, media)            | -0,3   | 1,3    | -0,0   | 0,2    | -6,2    | 2,5       | 2,1     | 0,1            | 1,9     |  |
| Consumo público (% a/a, media)            | 1,4    | 0,1    | 0,9    | 1,9    | 1,8     | 1,5       | 0,3     | 1,5            | 0,3     |  |
| Inversión total (% a/a, media)            | -0,3   | 3,0    | 0,6    | 1,3    | -4,8    | 0,8       | 3,5     | -1,4           | 1,4     |  |
| Exportaciones (a/a en %)                  | 1,7    | 6,8    | 3,5    | -1,6   | -13,4   | 9,8       | 5,8     | 1,4            | 7,5     |  |
| Importaciones (a/a en %)                  | -1,6   | 3,4    | 3,7    | -0,6   | -7,1    | 3,3       | 3,8     | 0,5            | 4,6     |  |
|   |        |        |        |        |         |           |         |                |         |  |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 3,0    | 2,7    | 2,4    | 2,3    | 3,2     | 2,7       | 2,4     | 3,6            | 3,2     |  |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 0,3    | 0,6    | 0,9    | 0,5    | -0,6    | -0,3      | 0,3     | -1,7           | -0,4    |  |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -3,5   | -3,0   | -2,4   | -2,6   | -12,7   | -9,5      | -5,9    | -10,6          | -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)                 | 1,0    | 0,9    | 0,2    | 0,1    | 0,4     | 0,8       | 0,4     | 0,8            | 0,5     |  |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | 3,9    | 4,2    | 3,6    | 3,7    | 3,0     | 3,9       | 4,0     | 3,8            | 3,8     |  |
|   |        |        |        |        |         |           |         |                |         |  |
| Tipo de interés oficial (final período)   | -0,06  | -0,06  | -0,06  | -0,07  | -0,10   | -0,28     | -0,30   | -0,25          | -0,25   |  |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | -0,05  | -0,02  | -0,07  | -0,05  | -0,12   | -0,27     | -0,32   | -0,26          | -0,26   |  |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 0,04   | 0,05   | 0,01   | -0,02  | 0,02    | -0,12     | -0,14   | -0,09          | -0,09   |  |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 116,80 | 112,90 | 110,83 | 109,12 | 104,46  | 104,32    | 104,30  | 102,18         | 102,82  |  |
| Tipo de cambio vs Euro (fin período)      | 123,12 | 135,40 | 126,90 | 122,59 | 126,40  | 125,90    | 127,02  | 123,15         | 124,99  |  |
|   |        |        |        |        |         |           |         |                |         |  |
| Crédito privado (% a/a, media)            | 2,2    | 4,2    | 2,6    | 2,0    | 7,1     | 3,8       | -1,3    | 0,4            | -3,1    |  |
| Crédito familias (% a/a, media)           | 1,5    | 2,5    | 3,0    | 2,4    | 2,1     | -0,6      | 0,1     | -1,6           | -1,1    |  |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | 1,8    | 2,2    | 1,9    | 3,4    | 7,8     | 1,7       | -0,6    | 1,6            | -0,7    |  |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media)    | -0,2   | 8,0    | 6,3    | 3,0    | 15,6    | -3,2      | -2,8    | -3,1           | -2,6    |  |
| Tasa de ahorro (% renta neta disp. media) | 2,9    | 2,5    | 4,3    | 4,4    | 11,6    | 7,0       | 5,4     | 8,0            | 5,3     |  |

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

### Japón

- **Ante la perspectiva de que se alargue la debilidad de la economía, el gobierno activó un tercer paquete de estímulos por 73,6 billones de yenes, con 32 billones de gasto e inversión del Estado.**
- **En 2021 todavía no se volverá a la normalidad y se mira ya hacia 2022.**
- **Son las exportaciones, el gasto público y la inversión los que deberán tirar de la economía.**

previo. El consumo privado cayó un -7,8% y la inversión un -10,8%, las exportaciones un -15,7% y las importaciones un -13,3%. El gobierno, que ha activado varios paquetes de ayuda, ha aumentado su gasto en 3,3% y su inversión en 3,8%.

La producción industrial se ha recuperado desde el punto bajo del 26% de mayo, pero sigue un -3,2% (octubre) por debajo de 2019. Los índices de gestores de compras (PMI) están todos por debajo de 50 puntos, con el compuesto en 49 puntos. El índice de condiciones de negocio Tankan en todas sus componentes se recupera, pero poco y lentamente, pero aún no hay visibilidad de una recuperación fuerte. En cuanto a indicadores adelantados, el indicador coincidente (octubre) indica también una cierta recuperación (87,5).

En este sentido, la situación excepcional de contracción de actividad como resultado de las medidas de confinamiento y distanciamiento social implementadas para enfrentar la pandemia, ha llevado al gobierno a activar el 8 de diciembre un tercer paquete de ayuda a la economía por un importe global anunciado de 73,6 billones de yenes, cifra que incluye inversión prevista del sector privado y de bancos cuasi-estatales. La cifra neta que corresponde al gasto del gobierno es de 32 billones de yenes, de los cuales 20 billones salen del presupuesto suplementario de 2020 y 12 billones del presupuesto de 2021.

A partir de las nuevas perspectivas de vacunación en 2021, se prevé que la actividad se vaya normalizando hacia la segunda mitad de 2021, pero en ningún caso se recuperará la trayectoria del PIB anterior. Así, se estima una contracción de -5,4% en 2020 y un crecimiento

del 2,6% en 2021 y de 2,4% en 2022 (véanse las Gráficas 1.2.7-c y 1.2.7-d, y la Tabla 1.2.7).

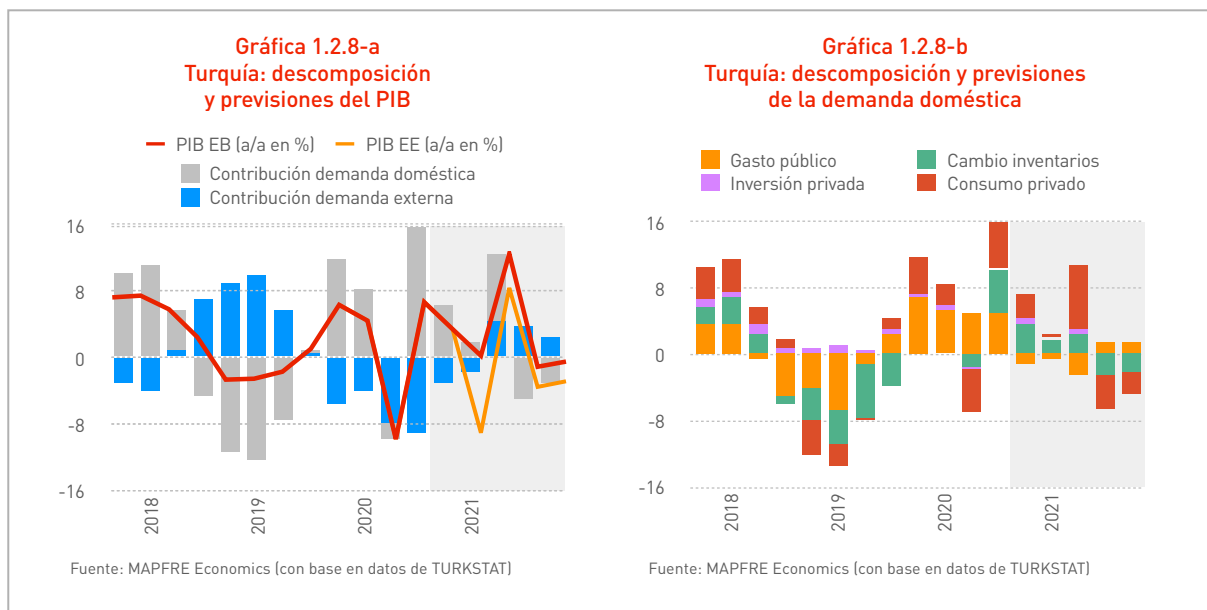
En este contexto de menor actividad, la inflación se situó en -0,7% en noviembre, con la subyacente en -0,3%, y se prevé que siga en negativo en los próximos trimestres, al menos mientras no se fortalezca la demanda. El Banco de Japón, en su reunión del 17-18 de diciembre, mantuvo intacta su política monetaria, con los tipos de interés en el -0.10%, pero ha extendido su programa de soporte financiero a empresas por seis meses más hasta septiembre 2021. Este mantenimiento del apoyo monetario se alinea con los esfuerzos del gobierno que también ha anunciado el paquete de estímulos el 8 de diciembre. Tal vez lo más importante es que el Banco de Japón anunció planes para revisar la flexibilización monetaria, con miras a alcanzar su objetivo de inflación del 2%, dado que se espera que la actividad económica y los precios sigan con presión a la baja durante un período prolongado.

En los próximos trimestres la recuperación debe venir principalmente del gasto público, la inversión y las exportaciones, ya que el consumo de los hogares debe seguir mermado durante algún tiempo más. Los riesgos para la economía japonesa vendrán, por tanto, de una falta de fuerza en las exportaciones, así como de que la demanda privada tarde mucho en recuperarse. 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 está siendo activada vía gasto e inversión, pero esta 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

#### **El nivel de actividad sorprende positivamente, pero con inflación y debilidad en el tipo de cambio**

La economía turca tuvo un rebote sorprendente en el tercer trimestre del año de un 6,7% a/a (no ajustado, o 5,5% ajustado de estacionalidad) y que corresponde a +15,6% t/t (ajustado de



**Tabla 1.2.8**  
Turquía: principales agregados macroeconómicos

|   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020(e) | Base (EB) |         | Estresado (EE) |         |
|---|-------|-------|-------|-------|---------|-----------|---------|----------------|---------|
|   |       |       |       |       |         | 2021(p)   | 2022(p) | 2021(p)        | 2022(p) |
| PIB (% a/a, media)                        | 3,4   | 7,4   | 3,3   | 0,8   | 1,2     | 2,8       | 3,4     | -1,8           | 5,5     |
| Contribución de la demanda doméstica      | 4,6   | 7,0   | 0,1   | -1,9  | 7,1     | 0,4       | 2,9     | -3,1           | 4,5     |
| Contribución de la demanda externa        | -1,1  | 0,4   | 3,2   | 2,6   | -5,9    | 2,4       | 0,5     | 1,3            | 0,9     |
| Contribución del consumo privado          | 2,3   | 3,5   | 0,6   | 0,8   | 1,5     | 0,3       | 1,5     | -1,8           | 2,7     |
| Contribución de la inversión total        | 0,7   | 2,4   | 0,2   | -3,6  | 1,8     | -0,0      | 0,8     | -1,3           | 1,0     |
| Contribución del gasto público            | 1,3   | 0,7   | 0,9   | 0,6   | 0,2     | 0,2       | 0,3     | 0,0            | 0,3     |
| Consumo privado (% a/a, media)            | 3,8   | 5,9   | 0,9   | 1,5   | 2,6     | 0,4       | 2,5     | -3,0           | 4,5     |
| Consumo público (% a/a, media)            | 9,8   | 5,2   | 6,6   | 4,6   | 1,4     | 1,4       | 1,8     | 0,1            | 2,0     |
| Inversión total (% a/a, media)            | 2,4   | 8,2   | 0,5   | -12,1 | 7,6     | 0,1       | 3,1     | -4,8           | 4,1     |
| Exportaciones (a/a en %)                  | -1,6  | 12,5  | 8,7   | 5,1   | -18,6   | 14,3      | 6,8     | 2,5            | 12,7    |
| Importaciones (a/a en %)                  | 3,0   | 10,5  | -4,9  | -4,2  | 6,3     | 1,2       | 5,1     | -5,3           | 8,2     |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 12,1  | 10,3  | 12,3  | 13,3  | 13,1    | 12,7      | 11,9    | 13,4           | 12,7    |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 8,5   | 11,9  | 20,3  | 11,8  | 13,3    | 10,8      | 10,4    | 10,5           | 10,0    |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -1,3  | -1,6  | -1,9  | -2,9  | -4,3    | -3,9      | -3,5    | -4,7           | -4,1    |
| Balance fiscal primario (% PIB)           | 0,7   | 0,2   | 0,0   | -0,6  | -1,3    | -0,0      | 0,3     | -0,5           | -0,1    |
| Balance comercial (% PIB)                 | -4,6  | -6,8  | -5,2  | -2,2  | -5,0    | -3,7      | -3,6    | -4,1           | -3,4    |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | -3,1  | -4,7  | -2,6  | 1,1   | -5,2    | -3,3      | -3,1    | -4,2           | -3,3    |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 8,31  | 12,75 | 24,06 | 11,43 | 16,00   | 13,75     | 11,00   | 13,70          | 10,16   |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | 9,90  | 14,61 | 24,07 | 10,76 | 16,38   | 14,41     | 11,21   | 14,92          | 10,70   |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 11,40 | 11,72 | 16,53 | 11,95 | 12,37   | 11,19     | 10,85   | 10,57          | 10,34   |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 3,52  | 3,79  | 5,29  | 5,95  | 7,74    | 8,04      | 8,29    | 8,33           | 8,47    |
| Tipo de cambio vs Euro (fin período)      | 3,71  | 4,55  | 6,06  | 6,68  | 9,36    | 9,70      | 10,10   | 10,04          | 10,30   |
| Crédito privado (% a/a, media)            | 13,1  | 20,9  | 20,2  | 8,4   | 31,8    | 13,9      | 6,6     | 13,7           | 6,0     |
| Crédito familias (% a/a, media)           | 7,1   | 17,5  | 9,8   | 3,3   | 41,2    | 16,2      | 10,0    | 14,0           | 9,9     |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | 14,7  | 24,3  | 20,9  | 5,4   | 35,4    | 6,7       | 1,8     | -1,8           | 3,4     |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media)    | 9,0   | 27,2  | 25,1  | 18,3  | 19,5    | 4,7       | 13,2    | 0,6            | 15,6    |
| Tasa de ahorro (% renta neta disp. media) | 32,8  | 30,9  | 30,1  | 28,6  | 19,4    | 23,2      | 23,4    | 22,9           | 23,2    |

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

**Turquía**

- El PIB del tercer trimestre del año sorprende positivamente con crecimiento del 6,7%.
- Se ha revisado la estimación para el cuarto trimestre también al alza en base a los indicadores de actividad.
- La inflación muestra una fuerte tendencia al alza (14%), especialmente en alimentos (21%).
- El Banco Central podrá actuar nuevamente en vista de la inflación y debilidad cambiaria.

estacionalidad). El consumo creció un 6,3% a/a y la inversión se recuperó fuertemente un 22,5% a/a (+20,5% t/t). Las exportaciones, siguen un -22,4% por debajo del año anterior después de haber sufrido una caída récord en el segundo trimestre (-35%). Este rebote del tercer trimestre se debe a la demanda que se acumuló en el trimestre previo, debido a los cierres y la posterior apertura durante el verano, destacando el caso de la actividad turística.

Esta fortaleza en el consumo e inversión, y en lo que puede verse en los otros indicadores como la actividad industrial, consumo de electricidad, ventas al por menor y ventas de automóviles, hacen prever que el crecimiento seguirá fuerte, aunque moderando su dinámica. De esta forma, revisamos nuestra previsión de crecimiento para 2020 a un 1,2%, con un crecimiento de 2,8% en 2021 y de 3,4%

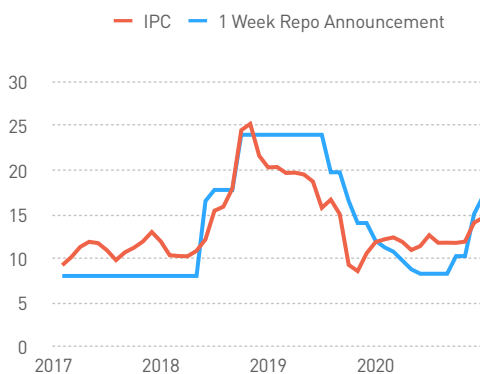
en 2022 (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

Por otro lado, la inflación de noviembre ha repuntado al 14%, con la subyacente en 13,3%. La inflación de alimentos fue particularmente elevada (21%), en parte debido a la depreciación cambiaria. El Banco Central de Turquía ha subido los tipos para el Repo a 1 semana en +475 puntos básicos, hasta 15,00% en noviembre, pero el reciente comportamiento de la inflación y la moneda podrían forzar a revisar el nivel de tipos.

La balanza por cuenta corriente profundiza en territorio negativo, por la fuerte caída que han sufrido las exportaciones durante el segundo trimestre y, aunque se recuperan, lo hacen con menos fuerza que las importaciones. Este es otro factor, además de la inflación y el fuerte endeudamiento corporativo en dólares, que mantendrá el tipo de cambio bajo presión.

Los riesgos para la economía turca provienen principalmente de un cambio brusco en los flujos de inversión extranjera debido a la elevada dependencia tanto de bancos como de empresas de la financiación externa en dólares. La dificultad está en las enormes renovaciones de la deuda todos los años, lo que pone presión en las reservas en dólares del banco central. La vuelta a políticas de libre mercado después de un periodo más intervencionista continuará poniendo la moneda bajo presión.

**Gráfica 1.2.8-c**  
Turquía: inflación y tipos de interés



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del CBRT)

**Gráfica 1.2.8-d**  
Turquía: tipo de cambio



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del CBRT)

## 1.2.9 México

### Débil recuperación en 2021

La economía mexicana se recuperó en el tercer trimestre de año (+12,1% t/t) después de la fuerte caída de -17% del trimestre anterior, dejando el crecimiento interanual en -8,6% a/a. La producción industrial se recupera, aunque sigue por debajo de los niveles pre-crisis; las ventas al por menor (-8,0% en septiembre) y las ventas de vehículos están un -30% por debajo de los niveles de hace 3 años. El consumo baja un -12,7% a/a, la inversión un -18% a/a y las exportaciones un -2,7% a/a. La respuesta del gobierno a la crisis económica ha sido de las más tímidas de toda Latinoamérica, al haber activado paquetes de ayuda de solo el 1,0-1,5% del PIB, lo que hizo que la caída fuera más profunda y hará que la recuperación sea menos fuerte.

De cara al año 2021, partimos de la hipótesis de que las exportaciones se recuperarán y la inversión lo hará solo en parte, ya que las inversiones en 2019 ya habían descendido un -5,0% debido a factores idiosincrásicos. De igual forma, el consumo no recuperará totalmente durante 2021. Aunque han comenzado ya los programas de vacunación, será a lo largo de 2021 cuando estos esfuerzos se realicen de forma masiva, y no será sino hasta la segunda mitad del año cuando una parte sustancial de la población estará inmunizada. La vuelta a la normalidad en los

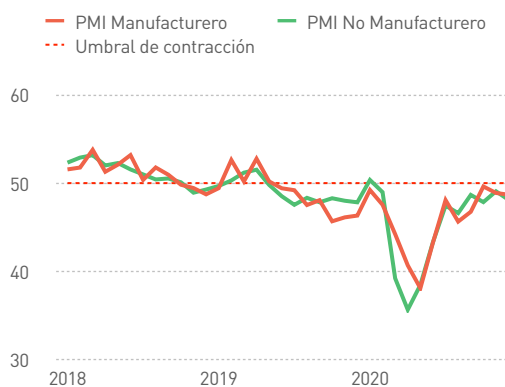
#### México

- México ya arrastraba problemas antes de la irrupción de la pandemia, con caídas en la inversión y falta de estímulos para reactivarla.
- El gobierno ha activado un paquete de ayuda pequeño, solo el 1,5% del PIB, lo que condicionará la velocidad y profundidad de la recuperación en 2021.
- La tendencia de la inflación podría limitar bajadas adicionales de tipos de interés.
- La lenta recuperación del precio del petróleo tampoco ayudará al proceso de reactivación de la economía mexicana.

servicios será muy gradual. Por ello, se prevé que el PIB tenga una contracción de -9,0% en 2020, reactivándose con un crecimiento del 3,4% en 2021 y de 2,0% en 2022 (véanse las Gráficas 1.2.9-c y 1.2.9-d, y la Tabla 1.2.9).

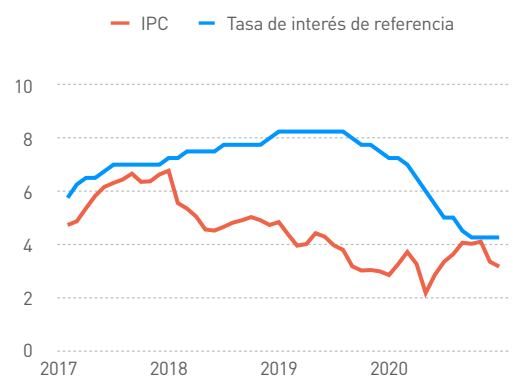
Por otra parte, la inflación mostró una tendencia al alza tras el verano, alcanzando un 4,09% en octubre, con un registro alto en los productos agrícolas esenciales (+6,9%) y casi el 10% en otros productos agrícolas, aunque en noviembre la inflación se había reducido al 3,15% al cierre del año. El Banco de México ha dejado sin cambios el tipo de interés de referencia en el 4,25% en su última reunión del 17 diciembre. Aunque México es de los países de la región con los tipos de interés más elevados, tanto nominales como reales, un eventual repunte de la inflación podría hacer que el banco central optara por mantenerlos en el nivel actual.

Gráfica 1.2.9-a  
México: PMIs



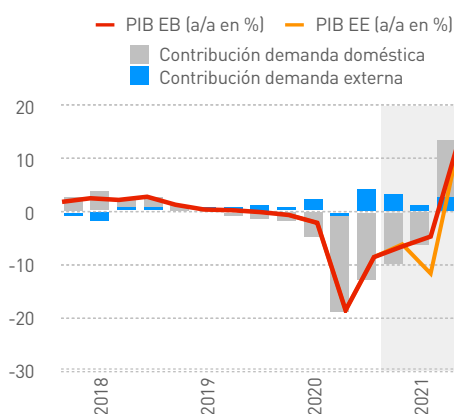
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.9-b  
México: inflación y tipos de interés (%)



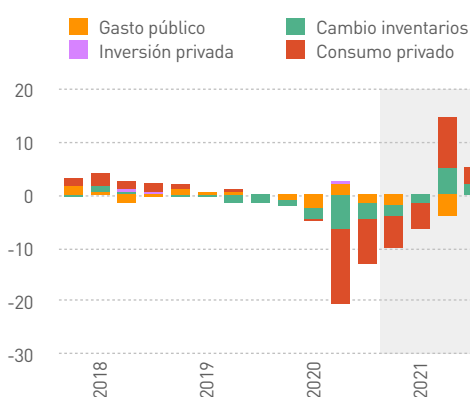
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco de México e INEGI)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)

**Tabla 1.2.9**  
México: principales agregados macroeconómicos

|   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020 <sup>(e)</sup> | Base (EB)           |                     | Estresado (EE)      |                     |
|---|-------|-------|-------|-------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|   |       |       |       |       |                     | 2021 <sup>(p)</sup> | 2022 <sup>(p)</sup> | 2021 <sup>(p)</sup> | 2022 <sup>(p)</sup> |
| PIB (% a/a, media)                        | 2,4   | 2,3   | 2,2   | -0,0  | -9,0                | 3,4                 | 2,0                 | 0,7                 | 3,6                 |
| Contribución de la demanda doméstica      | 2,0   | 3,2   | 2,2   | -0,9  | -11,3               | 3,3                 | 2,8                 | -2,1                | 5,4                 |
| Contribución de la demanda externa        | 0,4   | -0,9  | -0,0  | 0,9   | 2,3                 | 0,2                 | -0,8                | 2,8                 | -1,8                |
| Contribución del consumo privado          | 2,3   | 2,3   | 1,6   | 0,3   | -7,4                | 2,4                 | 1,4                 | -0,5                | 3,4                 |
| Contribución de la inversión total        | 0,2   | -0,2  | 0,2   | -1,0  | -3,5                | 1,6                 | 0,5                 | -0,5                | 1,0                 |
| Contribución del gasto público            | 0,3   | 0,1   | 0,3   | -0,2  | 0,3                 | 0,1                 | 0,2                 | 0,0                 | 0,2                 |
| Consumo privado (% a/a, media)            | 3,5   | 3,4   | 2,4   | 0,4   | -10,9               | 3,7                 | 2,2                 | -0,7                | 5,3                 |
| Consumo público (% a/a, media)            | 2,6   | 0,7   | 2,8   | -1,4  | 2,6                 | 0,4                 | 1,4                 | 0,3                 | 1,4                 |
| Inversión total (% a/a, media)            | 0,9   | -1,1  | 1,0   | -5,1  | -18,3               | 10,4                | 2,9                 | -1,6                | 6,1                 |
| Exportaciones (a/a en %)                  | 3,6   | 4,3   | 5,9   | 1,5   | -8,8                | 8,1                 | 2,4                 | 3,4                 | 5,3                 |
| Importaciones (a/a en %)                  | 2,4   | 6,9   | 5,9   | -0,9  | -16,4               | 8,8                 | 4,7                 | -5,3                | 12,2                |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 3,5   | 3,3   | 3,3   | 3,4   | 5,0                 | 5,2                 | 5,2                 | 5,5                 | 5,6                 |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 3,4   | 6,8   | 4,8   | 2,8   | 3,6                 | 2,6                 | 2,1                 | 2,6                 | 2,3                 |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -2,5  | -1,1  | -2,0  | -1,7  | -3,1                | -3,9                | -3,5                | -4,4                | -3,5                |
| Balance fiscal primario (% PIB)           | -0,1  | 1,4   | 0,6   | 1,1   | 0,0                 | -1,0                | -0,5                | -1,5                | -0,5                |
| Balance comercial (% PIB)                 | -1,2  | -0,9  | -1,1  | 0,4   | 2,8                 | 2,4                 | 1,5                 | 3,6                 | 1,8                 |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | -2,3  | -1,8  | -2,1  | -0,3  | 2,1                 | 1,6                 | 0,8                 | 4,0                 | 1,9                 |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 5,75  | 7,25  | 8,25  | 7,25  | 4,25                | 3,00                | 1,50                | 1,39                | 1,12                |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | 6,19  | 7,66  | 8,63  | 7,45  | 4,31                | 3,31                | 1,62                | 1,64                | 1,37                |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 7,42  | 7,66  | 8,70  | 6,84  | 5,76                | 5,74                | 5,19                | 5,46                | 5,58                |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 20,74 | 19,67 | 19,65 | 18,93 | 21,00               | 22,17               | 22,99               | 22,36               | 22,45               |
| Tipo de cambio vs Euro (fin período)      | 21,86 | 23,59 | 22,50 | 21,26 | 25,41               | 26,75               | 28,00               | 26,94               | 27,30               |
| Crédito privado (% a/a, media)            | 16,3  | 12,1  | 10,4  | 8,9   | 4,1                 | 7,9                 | 6,9                 | 6,6                 | 7,8                 |
| Crédito familias (% a/a, media)           | 12,8  | 10,0  | 8,4   | 6,2   | 3,7                 | 7,8                 | 8,2                 | 7,8                 | 8,2                 |
| 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)    | 3,5   | 1,7   | -0,8  | 6,2   | 6,1                 | 10,9                | 10,5                | 8,7                 | 11,6                |
| Tasa de ahorro (% renta neta disp. media) | 12,8  | 10,7  | 12,4  | 16,6  | 25,2                | 21,9                | 21,1                | 23,4                | 20,6                |

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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



Los riesgos son a la baja para la economía de México y se concentran principalmente en una demora en solucionar la pandemia (con el consecuente impacto en el consumo), así como en la limitada dimensión del paquete de ayudas públicas puesto en marcha que podría haber generado efectos profundos sobre el tejido empresarial y el empleo que mermarán y dificultarán la recuperación. Asimismo, la recuperación de su contexto exterior, especialmente de la economía de los Estados Unidos, y la recuperación de los precios del petróleo será clave. El riesgo de que la inversión tarde en recuperarse también hay que tenerlo en cuenta, considerando que desde 2019 ya se estaba reduciendo.

### 1.2.10 Brasil

#### La actividad volvió, pero la perspectiva es incierta por el fin de las ayudas de emergencia

La economía brasileña ha tenido un tercer trimestre de recuperación en el que la actividad creció un 7,7% t/t (-3,9% a/a), con la producción industrial, y la fabricación y venta de automóviles, volviendo a niveles pre-crisis, ayudados también por la reducción de inventarios. Las ventas al por menor han estado fuertes en el tercer trimestre, en parte también por las ayudas estatales a las familias (el "Coronavoucher"), que inicialmente iba a durar hasta junio y que el gobierno ha decidido prolongar. El consumo y la inversión han

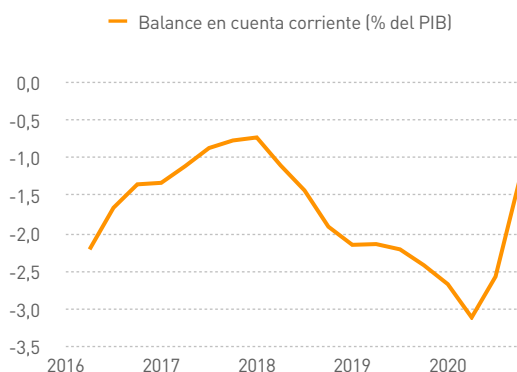
#### Brasil

- La actividad se está recuperando, aunque muestra cierta desaceleración.
- La gran duda ahora es el impacto del fin de las ayudas gubernamentales.
- EL banco central mantiene tipos de interés y estímulos monetarios, pero muestra cierta preocupación por el regreso de la inflación.
- La inflación ha repuntado al 4,3% debido a la debilidad de la moneda y al efecto de las ayudas a las familias.

rebotado (7,6% t/t y 11% t/t, respectivamente), las exportaciones todavía decrecen (-2,1% t/t) y las importaciones siguen deteriorándose (-9,6% a/a). En el último trimestre de 2020 se prevé que la recuperación continúe, pero el ritmo se está frenando según algunos indicadores adelantados.

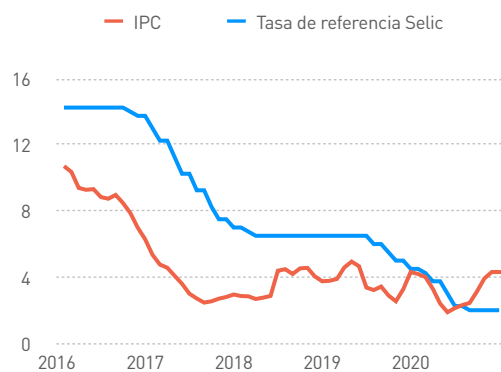
De cara al 2021, una de las cuestiones importantes será la continuidad de las ayudas de emergencia, las cuales se tiene previsto concluyan en diciembre de 2020, a la vez que termina el "estado de calamidad" que ha suspendido las reglas fiscales. En este sentido, el equipo del presidente J. Bolsonaro tendrá que encontrar la fórmula para evitar una interrupción abrupta que cause gran impacto en la economía. Estas ayudas costaron 322 millones de reales (4,5% del PIB) y su continuidad es fiscalmente insostenible. De ahí que será difícil encontrar una fórmula que impida una caída económica sin deteriorar la

Gráfica 1.2.10-a  
Brasil: balance en cuenta corriente

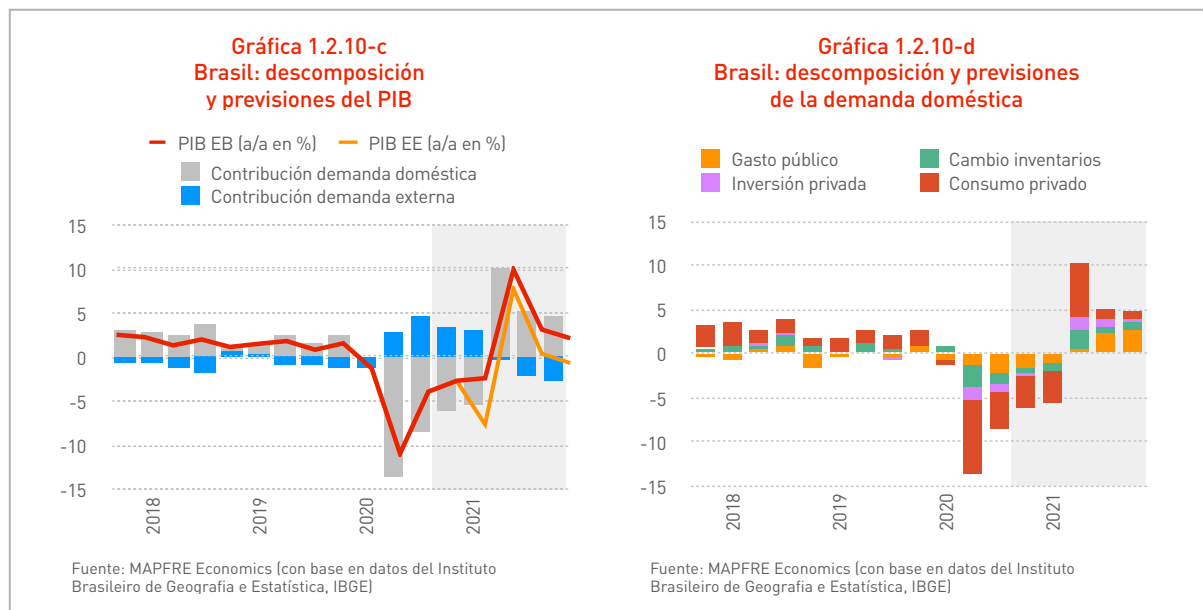


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Central de Brasil)

Gráfica 1.2.10-b  
Brasil: inflación y tipos de interés (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Instituto Brasileño de Geografía y Estadística)



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

|   | 2016  | 2017  | 2018 | 2019 | 2020(e) | Base (EB) |         | Estresado (EE) |         |
|---|-------|-------|------|------|---------|-----------|---------|----------------|---------|
|   |       |       |      |      |         | 2021(p)   | 2022(p) | 2021(p)        | 2022(p) |
| PIB (% a/a, media)                        | -3,5  | 1,6   | 1,7  | 1,4  | -4,7    | 3,2       | 2,7     | -0,1           | 3,1     |
| Contribución de la demanda doméstica      | -5,4  | 2,0   | 2,4  | 2,0  | -7,1    | 3,6       | 4,5     | -0,2           | 5,6     |
| Contribución de la demanda externa        | 1,9   | -0,4  | -0,7 | -0,6 | 2,4     | -0,5      | -1,8    | 0,1            | -2,5    |
| Contribución del consumo privado          | -2,6  | 1,3   | 1,6  | 1,5  | -4,2    | 1,1       | 2,1     | -1,6           | 3,2     |
| Contribución de la inversión total        | -2,3  | -0,4  | 0,8  | 0,6  | -0,9    | 0,8       | 1,0     | -0,4           | 1,0     |
| Contribución del gasto público            | 0,0   | -0,1  | 0,1  | -0,1 | -0,7    | 0,7       | 0,1     | 0,7            | 0,1     |
| Consumo privado (% a/a, media)            | -3,8  | 2,0   | 2,4  | 2,2  | -6,0    | 1,6       | 3,1     | -2,3           | 4,7     |
| Consumo público (% a/a, media)            | 0,2   | -0,7  | 0,8  | -0,4 | -4,0    | 3,8       | 0,6     | 3,8            | 0,6     |
| Inversión total (% a/a, media)            | -12,0 | -2,5  | 5,2  | 3,5  | -5,0    | 4,6       | 5,9     | -1,9           | 5,8     |
| Exportaciones (a/a en %)                  | 1,0   | 5,3   | 3,3  | -2,3 | -1,2    | 4,2       | 4,5     | -0,9           | 5,1     |
| Importaciones (a/a en %)                  | -9,7  | 7,3   | 7,1  | 1,1  | -14,0   | 8,2       | 15,4    | -0,1           | 21,0    |
|   |       |       |      |      |         |           |         |                |         |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 12,0  | 11,8  | 11,6 | 11,0 | 13,8    | 12,3      | 12,1    | 13,9           | 13,7    |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 6,3   | 2,9   | 3,7  | 4,3  | 3,5     | 3,4       | 3,3     | 2,9            | 2,8     |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -9,0  | -7,8  | -7,0 | -5,8 | -17,1   | -9,8      | -8,2    | -11,5          | -9,6    |
| Balance fiscal primario (% PIB)           | -2,5  | -1,7  | -1,5 | -0,8 | -12,5   | -4,6      | -2,7    | -6,1           | -3,8    |
| Balance comercial (% PIB)                 | 2,5   | 3,1   | 2,8  | 2,2  | 3,7     | 3,5       | 2,9     | 3,0            | 2,2     |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | -1,3  | -0,7  | -2,2 | -2,7 | -0,2    | -1,0      | -2,3    | -1,1           | -2,7    |
|   |       |       |      |      |         |           |         |                |         |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 13,75 | 7,00  | 6,50 | 4,50 | 2,00    | 1,75      | 2,00    | 1,13           | 0,96    |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | 13,65 | 6,90  | 6,40 | 4,40 | 1,89    | 1,39      | 1,93    | 1,03           | 0,86    |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 11,36 | 10,24 | 9,28 | 6,86 | 7,31    | 7,91      | 7,83    | 7,62           | 7,69    |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 3,26  | 3,31  | 3,87 | 4,03 | 5,14    | 5,36      | 5,52    | 5,52           | 5,61    |
| Tipo de cambio vs Euro (fin período)      | 3,43  | 3,97  | 4,44 | 4,53 | 6,22    | 6,47      | 6,72    | 6,65           | 6,82    |
|   |       |       |      |      |         |           |         |                |         |
| 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)           | 4,4   | 4,7   | 7,0  | 10,8 | 9,9     | 13,9      | 12,2    | 12,4           | 11,9    |
| 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) | 17,2  | 17,4  | 16,4 | 16,2 | 18,4    | 14,1      | 16,7    | 15,9           | 17,4    |

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

credibilidad fiscal del país. Una fórmula que se está evaluando es la figura de “Renta Ciudadana”, que es una fórmula mejorada de la ya existente “Bolsa Familia”, pero cuya dimensión es de entre 30 a 40 millardos de reales, para asegurar un “aterrizaje suave”.

El programa de inmunización de la población que permita la actividad volver a la normalidad tardará en desplegarse a lo largo de 2021, así que la recuperación económica será gradual. La previsión de crecimiento del PIB para 2021 es de 3,2%, después de una caída estimada de -4,7% en 2020, y del 2,7% para 2022 (véanse las Gráficas 1.2.10-c y 1.2.10-d, y la Tabla 1.2.10). De esta forma, la economía brasileña estaría regresando al nivel de PIB observado a finales de 2019 en el segundo trimestre de 2022 (véase el Recuadro 1.1.2-a).

La inflación de noviembre se situó en 4,3%, notándose una tendencia al alza debido especialmente a los alimentos y bebidas y bienes industriales, por la persistente depreciación del real, el aumento de los precios de las materias primas y el programa de ayudas que ha aumentado la renta de los ciudadanos. El Comité de Política Monetaria, en su reunión de diciembre, ha mantenido los tipos de interés SELIC en el 2%, indicando que las condiciones siguen requiriendo estímulos monetarios, pero se advierte ya alguna cautela con respecto a las presiones inflacionarias. La base monetaria ha crecido un 35,6% a/a en noviembre.

Los riesgos a corto plazo para la economía de Brasil residen en la inevitable reducción de las ayudas a las familias, por su insostenibilidad fiscal, y sus implicaciones para la credibilidad fiscal del país. La presión sobre la moneda está relacionada con lo anterior y con el aumento de la masa monetaria que, por otra parte, es común a muchos países en estos momentos. El déficit fiscal habrá ascendido a niveles récord del 18% del PIB en 2020, y aún permanecerá alto (-9%) en 2021. La deuda bruta del gobierno podrá llegar al 98% del PIB en 2020 y 103% en 2021. Así que el foco ahora estará en la salida gradual de las ayudas, la evolución de la pandemia y la continuidad de las reformas que permitan equilibrio de las cuentas públicas a largo plazo.

## 1.2.11 Argentina

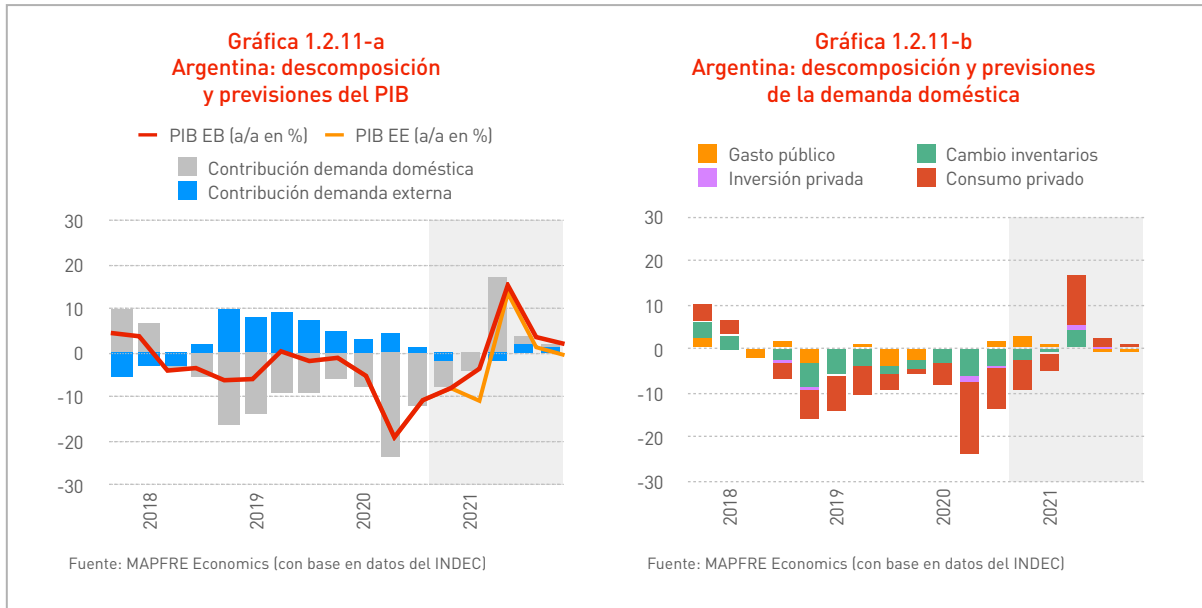
### Presión en la moneda e inflación auguran renovadas dificultades económicas

#### Argentina

- La moneda sigue su imparable depreciación, con la masa monetaria duplicándose en un año.
- Las autoridades quisieran reducir esa monetización del déficit, mediante financiación con otros organismos multilaterales, además del FMI.
- La inflación está al alza y la moneda depreciándose augura nuevas subidas de tipos de interés.

El PIB del tercer trimestre del año se recuperó con respecto al trimestre anterior (+12,8% t/t), pero se redujo versus al año anterior un -10,2% a/a. El consumo privado no termina de recuperarse (-14,2% a/a) y la inversión tampoco (-10,7% a/a). Tanto las exportaciones como las importaciones caen sustancialmente (-17% y -22% a/a), mientras que el gasto del gobierno no tiene espacio para estímulos (-6,5%). El sector de la construcción está con una contracción del 27%, y el de hoteles y restaurantes de un 61,5%.

El Ministerio de Economía está intentando encauzar la creciente inestabilidad macroeconómica, con elevados riesgos para la moneda e inflación que van a traer problemas para el consumo, inversión y la actividad económica. Para ello, está actuando en promover sectores específicos, exportadores y de construcción, reducir controles de moneda, reducir la dependencia de financiación monetaria del déficit, comprometerse a financiarse más junto de otras organizaciones multilaterales además del Fondo Monetario Internacional (FMI) y enviar una propuesta al Congreso para ajustar los cálculos de las pensiones. No obstante, ajustar el déficit puede ser una tarea difícil en año de elecciones legislativas (24 octubre 2021 y, previamente, primarias el 8 de agosto). En este contexto, se prevé una caída del PIB del -10,7% en 2020, con una recuperación débil del 4,4% en 2021 y del 2,3% en 2022 (véanse las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b, y la Tabla 1.2.11).

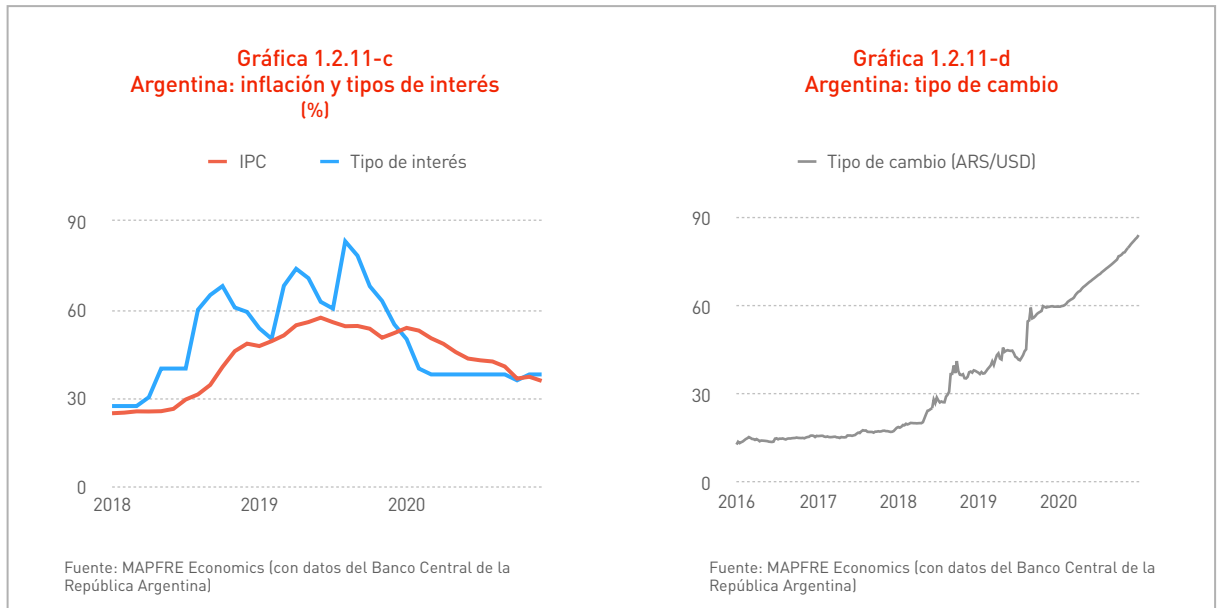


**Tabla 1.2.11**  
**Argentina: principales agregados macroeconómicos**

|   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020 <sup>(e)</sup> | Base (EB)           |                     | Estresado (EE)      |                     |
|---|-------|-------|-------|-------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|   |       |       |       |       |                     | 2021 <sup>(p)</sup> | 2022 <sup>(p)</sup> | 2021 <sup>(p)</sup> | 2022 <sup>(p)</sup> |
| PIB (% a/a, media)                        | -2,0  | 2,8   | -2,4  | -2,1  | -10,7               | 4,4                 | 2,3                 | 0,9                 | 2,5                 |
| Contribución de la demanda doméstica      | -1,6  | 6,4   | -3,9  | -9,4  | -12,4               | 3,8                 | 1,8                 | -0,4                | 3,5                 |
| Contribución de la demanda externa        | -0,4  | -3,6  | 1,5   | 7,3   | 1,6                 | 0,6                 | 0,5                 | 1,3                 | -0,9                |
| Contribución del consumo privado          | -0,5  | 3,0   | -1,6  | -4,8  | -9,0                | 2,5                 | 1,0                 | -0,6                | 2,5                 |
| Contribución de la inversión total        | -1,1  | 2,5   | -1,2  | -3,2  | -4,0                | 0,6                 | 0,4                 | -0,5                | 0,6                 |
| Contribución del gasto público            | -0,1  | 0,4   | -0,2  | -0,1  | -0,5                | 0,5                 | 0,3                 | 0,5                 | 0,3                 |
| Consumo privado (% a/a, media)            | -0,7  | 4,2   | -2,4  | -6,3  | -12,7               | 3,9                 | 1,5                 | -0,5                | 3,5                 |
| Consumo público (% a/a, media)            | -0,5  | 2,7   | -1,6  | -1,0  | -3,6                | 3,4                 | 1,7                 | 3,4                 | 1,7                 |
| Inversión total (% a/a, media)            | -5,7  | 13,2  | -4,8  | -15,5 | -23,3               | 5,1                 | 2,8                 | -2,3                | 4,7                 |
| Exportaciones (a/a en %)                  | 6,0   | 2,6   | 0,8   | 9,1   | -10,9               | 4,8                 | 1,9                 | -2,2                | 3,1                 |
| Importaciones (a/a en %)                  | 6,1   | 15,5  | -3,6  | -18,5 | -17,5               | 3,1                 | -0,3                | -7,6                | 8,2                 |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 7,6   | 7,2   | 9,1   | 8,9   | 11,3                | 9,8                 | 8,4                 | 11,6                | 9,9                 |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 37,5  | 23,3  | 47,4  | 52,2  | 38,7                | 39,4                | 29,6                | 40,9                | 29,4                |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -5,8  | -5,9  | -5,0  | -3,8  | -9,1                | -6,4                | -4,3                | -7,3                | -4,9                |
| Balance fiscal primario (% PIB)           | -4,2  | -3,8  | -2,3  | -0,4  | -7,0                | -4,9                | -2,7                | -5,7                | -3,2                |
| Balance comercial (% PIB)                 | 0,8   | -0,8  | -0,1  | 4,1   | 5,1                 | 5,5                 | 5,3                 | 5,9                 | 4,9                 |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | -2,7  | -4,8  | -5,0  | -0,9  | 2,0                 | 2,7                 | 2,2                 | 3,0                 | 1,8                 |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 24,75 | 28,75 | 59,25 | 55,00 | 38,00               | 38,00               | 23,00               | 36,36               | 23,57               |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | 26,23 | 27,44 | 56,76 | 45,13 | 30,51               | 30,62               | 21,81               | 30,41               | 22,49               |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 7,00  | 5,91  | 10,86 | 19,36 | 15,39               | 9,37                | 6,80                | 9,24                | 6,51                |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 15,89 | 18,65 | 37,70 | 59,89 | 83,52               | 113,96              | 142,49              | 119,71              | 146,40              |
| Tipo de cambio vs Euro (fin período)      | 16,75 | 22,37 | 43,17 | 67,28 | 101,06              | 137,54              | 173,54              | 144,27              | 177,97              |
| 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: 4 enero 2021.

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



La inflación de octubre se había situado en 37,2% (3,6% mes a mes) con tendencia al alza, como lo hace prever la subida de precios al productor de octubre de 4,7% m/m. La presión sobre la moneda sigue, y se manifiesta en el diferencial entre tipos oficiales y los del mercado paralelo. Ante esto, el banco central ha estado evitando una depreciación más fuerte mediante la utilización de reservas. No obstante, las reservas de libre disponibilidad para actuar en el mercado cambiario se están agotando y, por ello, es de prever una aceleración en la depreciación de la moneda y, en consecuencia, nuevas subidas de tipos de interés. El banco central ha subido el tipo de interés de referencia LELIQ a 7 días a 38% después de un breve periodo (poco más de un mes) en 36-37%. Con la base monetaria M3 creciendo al 84% (en noviembre), 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. El estímulo monetario vía financiación del déficit estatal es altamente expansivo.

De esta forma, la moneda continúa su imparable depreciación, a medida que se expande la masa monetaria, y se acercaba a los 84 ARS/USD a finales de diciembre. De esta forma, se prevé 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

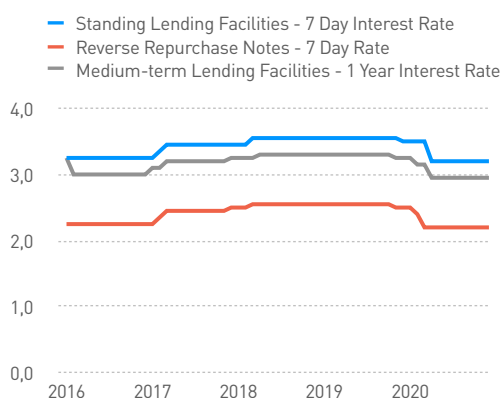
#### **Economía fuerte con gran ayuda de las exportaciones y de la inversión**

El PIB chino creció un 4,9% a/a en el tercer trimestre, ligeramente peor de lo esperado, lo que hace rebajar la previsión para la totalidad del año en cuatro décimas hasta 1,5%. El consumo todavía está por debajo de los niveles de 2019 (-0,5% a/a), pero muestra un perfil de recuperación.

**China**

- La economía china crecerá 1,7% en 2020.
- El crecimiento del PIB en 2021 se prevé en torno al 8,5%, sujeto a la no existencia de segundas olas de contagios tanto en China como en el exterior.
- El crecimiento de las exportaciones fue sólido, 6,4% en el tercer trimestre, por la reapertura económica mundial.
- La política fiscal ha sido expansiva en 2020 y lo seguirá siendo, aunque a menor escala, en 2021.
- Un fuerte empuje de la inversión en infraestructuras.

**Gráfica 1.2.12-a**  
China: tipos de interés



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del PBOC)

**Gráfica 1.2.12-b**  
China: tipo de cambio



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del PBOC)

Las exportaciones han aumentado un 6,4%, beneficiándose de la recuperación en los mercados externos, la inversión crece un 8% y el gasto gubernamental un 12%.

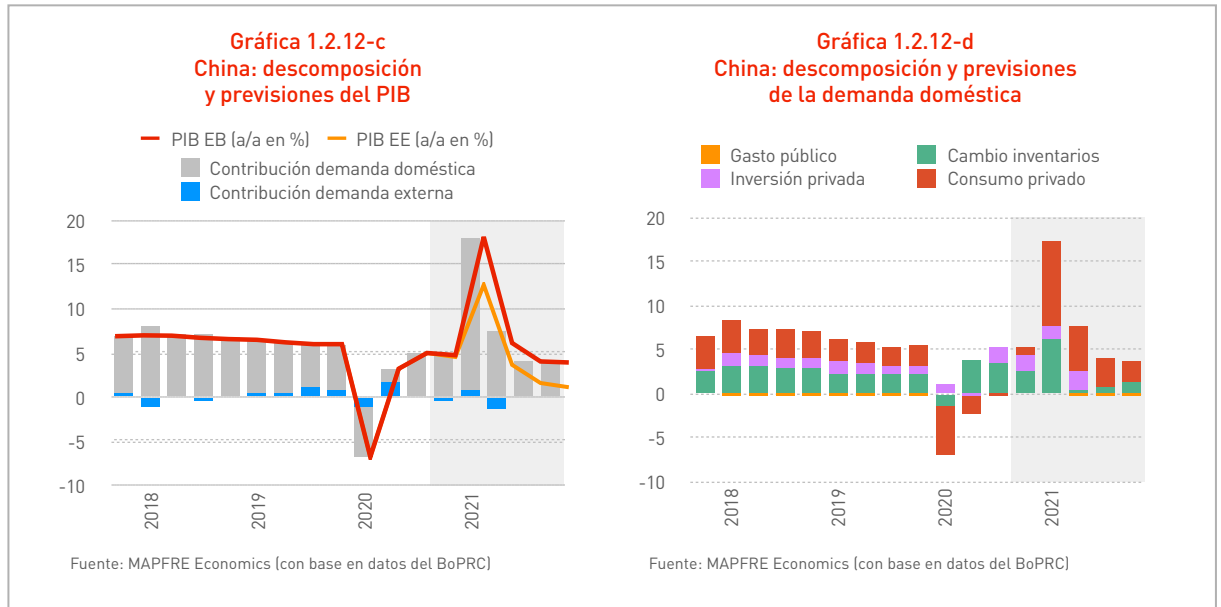
Hay indicadores que ya muestran niveles de actividad normales: las ventas al por menor crecieron 4,6% en octubre y las ventas de automóviles se recuperaron hasta niveles normales. Los índices de los gestores de compras (PMI) de octubre mejoran y están en zona de expansión (por encima de los 50 puntos), con el de servicios en 56,8 y el manufacturero en 53,6. Asimismo, la confianza del consumidor de septiembre rebotó fuertemente desde los mínimos de junio. De esta forma, China alcanzará los niveles de PIB previos a la pandemia en 2021, antes que el resto del mundo, con un crecimiento estimado del 8,0% en 2021 y de 5,0% en 2022 (véanse las Gráficas 1.2.12-c y 1.2.12-d, y la Tabla 1.2.12).

La inflación ha caído abruptamente en los últimos meses hasta situarse en 0,5% en octubre (y un estimado de 0,4% para el último trimestre del año). La subyacente también se sitúa en 0,5% y los precios al productor (-2,1%) están en deflación desde mediados del 2019. La razón de esta bajada abrupta del IPC general está en algunos alimentos (cerdo, -2,8%, huevos, -16,3%) y en la energía (-8,9%), lo que permite prever que la inflación tenderá a quedarse baja al menos en el primer trimestre de 2021.

En cuanto a la política monetaria, que en el caso de China se maneja a través de múltiples instrumentos, se prevé que los tipos de interés se mantendrán estables hasta el segundo semestre de 2022, y con la economía en trayectoria de recuperación no se vislumbra que el banco central necesite aplicar estímulos adicionales. La política fiscal es expansiva, previéndose que el déficit presupuestario alcance -8,5% del PIB en 2020 (promedio trimestral), comparado con el -5,4% en 2019. La fuerte inversión en infraestructuras (plan de 2.600 millardos de dólares a 5 años) y el recorte de impuestos son otras medidas de apoyo a la economía.

Por otro lado, el renminbi se ha estado apreciando contra el dólar desde junio, en un contexto de fortaleza de las exportaciones (+11,4% a/a octubre) y balanza por cuenta corriente (+1,5% del PIB). Así, la moneda se ha revalorizado desde los 7,15 contra el dólar de final de mayo, hasta los niveles de 6,60 actuales.

Los riesgos para la economía de China son de una vuelta al aumento de tensiones comerciales con Estados Unidos; aunque el próximo presidente estadounidense tenga intenciones de relajarlas, China por ahora no está cumpliendo las cuotas de importaciones previstas en el acuerdo comercial de fase uno. El otro riesgo es el de la evolución de la pandemia, tanto internamente como externamente, ya que China es "la fábrica del mundo" y una menor demanda externa terminaría por afectarle.



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

|   | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020(e) | Base (EB) |         | Estresado (EE) |         |
|---|------|------|------|------|---------|-----------|---------|----------------|---------|
|   |      |      |      |      |         | 2021(p)   | 2022(p) | 2021(p)        | 2022(p) |
| PIB (% a/a, media)                        | 6,8  | 7,0  | 6,8  | 6,1  | 1,5     | 8,0       | 5,0     | 4,7            | 5,3     |
| Contribución de la demanda doméstica      | 7,7  | 6,6  | 7,3  | 5,4  | 1,4     | 8,1       | 4,7     | 4,6            | 4,9     |
| Contribución de la demanda externa        | -0,9 | 0,3  | -0,5 | 0,7  | 0,1     | -0,1      | 0,3     | 0,1            | 0,4     |
| Contribución del consumo privado          | 3,3  | 3,6  | 3,2  | 2,4  | -1,7    | 5,2       | 2,8     | 2,1            | 3,1     |
| Contribución de la inversión total        | 3,1  | 2,5  | 3,0  | 2,1  | 2,0     | 2,1       | 1,4     | 1,7            | 1,4     |
| Contribución del gasto público            | 1,3  | 0,4  | 1,2  | 1,2  | 1,1     | 1,0       | 0,7     | 1,0            | 0,7     |
| Consumo privado (% a/a, media)            | 8,7  | 9,4  | 8,2  | 5,9  | -4,0    | 13,5      | 7,2     | 5,5            | 8,1     |
| Consumo público (% a/a, media)            | 8,0  | 2,3  | 7,8  | 7,5  | 7,0     | 6,0       | 4,0     | 6,0            | 4,0     |
| Inversión total (% a/a, media)            | 7,3  | 5,9  | 7,1  | 5,0  | 4,8     | 4,8       | 3,4     | 4,0            | 3,2     |
| Exportaciones (a/a en %)                  | 1,8  | 7,0  | 4,5  | 2,4  | 0,3     | 6,7       | 4,7     | 0,2            | 5,0     |
| Importaciones (a/a en %)                  | 3,2  | 8,3  | 6,9  | -0,8 | -0,8    | 7,8       | 5,3     | -0,6           | 5,4     |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 3,8  | 3,8  | 3,7  | 3,8  | 5,0     | 3,6       | 3,5     | 5,2            | 4,9     |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 2,2  | 1,8  | 2,2  | 4,3  | 0,4     | 3,0       | 2,3     | 2,0            | 2,4     |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -4,3 | -4,8 | -4,7 | -5,5 | -8,3    | -6,6      | -5,6    | -7,8           | -6,7    |
| Balance fiscal primario (% PIB)           | -1,6 | -1,8 | -1,5 | -2,1 | -4,7    | -3,3      | -2,4    | -4,5           | -3,6    |
| Balance comercial (% PIB)                 | 4,4  | 3,9  | 2,8  | 3,0  | 3,5     | 2,8       | 3,0     | 3,2            | 3,4     |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | 1,8  | 1,6  | 0,2  | 1,0  | 2,0     | 1,5       | 1,4     | 2,1            | 1,9     |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 3,00 | 3,25 | 3,30 | 3,25 | 3,00    | 2,75      | 2,75    | 1,02           | 0,78    |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | 4,25 | 5,53 | 3,70 | 3,20 | 2,95    | 2,67      | 2,82    | 1,09           | 0,92    |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 3,05 | 3,91 | 3,26 | 3,15 | 3,36    | 3,22      | 3,33    | 2,43           | 2,56    |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 6,94 | 6,51 | 6,88 | 6,99 | 6,60    | 6,53      | 6,51    | 6,58           | 6,53    |
| Tipo de cambio vs Euro (fin período)      | 7,32 | 7,80 | 7,87 | 7,85 | 7,99    | 7,89      | 7,92    | 7,93           | 7,94    |
| Crédito privado (% a/a, media)            | 13,8 | 13,1 | 12,9 | 13,1 | 13,1    | 12,6      | 8,6     | 13,4           | 7,8     |
| 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) | 39,3 | 38,7 | 37,9 | 38,2 | 42,2    | 39,6      | 38,7    | 43,0           | 41,6    |

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

### 1.2.13 Indonesia

#### La pandemia, aún en la primera ola, podría perjudicar recuperación económica prevista para 2021

El PIB de Indonesia del tercer trimestre se contrajo -3,5% a/a, con el consumo cayendo un -4,0%, la inversión un -6,5% y las exportaciones un -10,8%. Las importaciones han sufrido una contracción formidable de -21,9% revelando la profundidad de la crisis y su efecto en la capacidad de consumo y en la desaceleración de la inversión.

La expansión de la pandemia del Covid-19 en Indonesia ha sido diferente a otros países. El gobierno ha evitado recurrir inicialmente a los confinamientos y la evolución de la pandemia tiene una trayectoria gradualmente ascendente, como en una primera ola. Esto ha hecho que el daño a la economía haya sido menor a corto plazo, pero puede llevar a un comportamiento más negativo a largo plazo. En septiembre, ante la subida de casos de contagio, el gobierno tuvo que imponer más restricciones principalmente en la capital, Yakarta, de manera que la actividad en el cuarto trimestre del año habrá estado perjudicada, igual que lo estará la del primer trimestre de 2021.

La previsión para el PIB durante 2021 es de un crecimiento de 5,1% y del 6,4% para 2022, después de una contracción esperada del -2,1% en 2020 [véanse las Gráficas 1.2.13-c y 1.2.13-d,

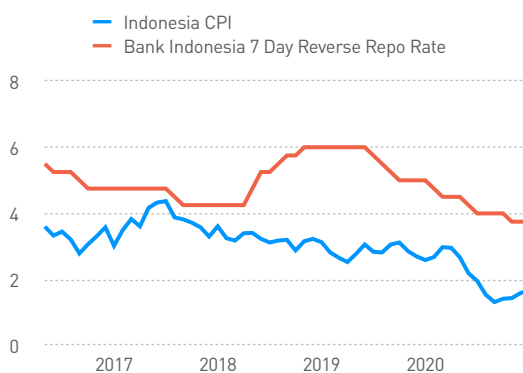
#### Indonesia

- La economía de Indonesia sufrió menos cierres que en otros países, pero esto podría pasar factura más adelante.
- El gobierno trabaja en impulsar la economía con un plan de infraestructuras equivalente al 2,5% del PIB.
- La recuperación de la moneda facilitó nueva bajada de tipos de interés en noviembre.

y la Tabla 1.2.13). Esto dependerá de la evolución de la pandemia y del grado de reactivación del consumo. El gobierno está tratando de activar una inversión en infraestructuras equivalente al 2,5% del PIB y la reducción de barreras a la inversión extranjera para activar ambos componentes. Los índices de gestores de compras (PMI) manufacturero del cuarto trimestre de 2020 se recuperó, pero sigue en zona de contracción (47,2 puntos).

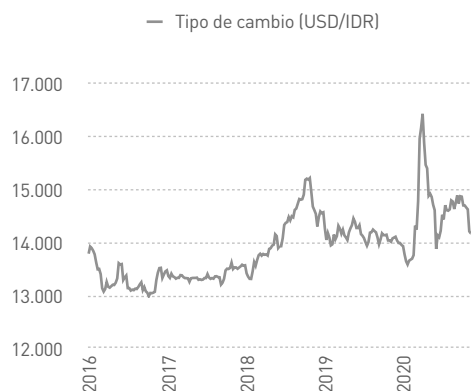
Por otra parte, la inflación se ha situado en 1,6% en noviembre, repuntando dos décimas. En su reunión del 17 de diciembre, el Banco Central de Indonesia ha mantenido los tipos de interés en 3,75%. De cara al futuro, el gobernador Perry Warjiyo reiteró que el banco central mantendrá una postura de política monetaria acomodaticia hasta el año 2021, para ayudar a la recuperación económica. El Banco de Indonesia señaló que la actividad mundial ha seguido mejorando gracias al aumento de la

Gráfica 1.2.13-a  
Indonesia: inflación y tipos de interés (%)



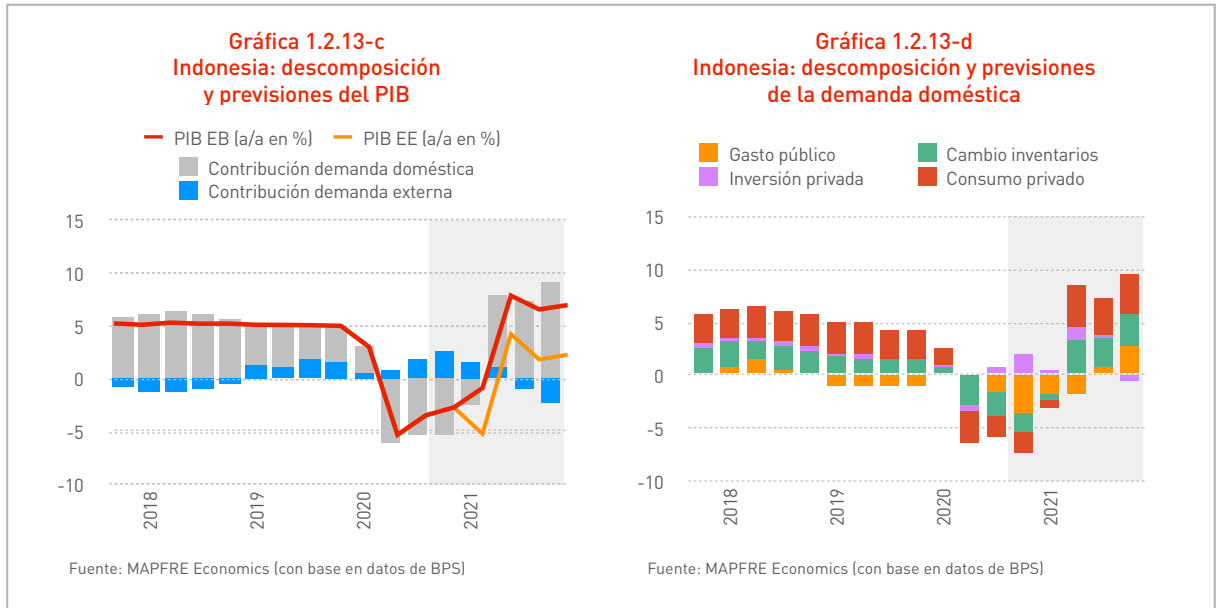
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.13-b  
Indonesia: tipo de cambio



Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Bloomberg)





**Tabla 1.2.13**  
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

|   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020(e) | Base (EB) |         | Estresado (EE) |         |
|---|--------|--------|--------|--------|---------|-----------|---------|----------------|---------|
|   |        |        |        |        |         | 2021(p)   | 2022(p) | 2021(p)        | 2022(p) |
| PIB (% a/a, media)                        | 5,0    | 5,1    | 5,2    | 5,0    | -2,1    | 5,1       | 6,4     | 0,7            | 5,8     |
| Contribución de la demanda doméstica      | 4,9    | 4,8    | 6,1    | 3,6    | -3,5    | 5,2       | 7,6     | -0,2           | 5,9     |
| Contribución de la demanda externa        | 0,1    | 0,3    | -0,9   | 1,4    | 1,4     | -0,1      | -1,2    | 0,9            | -0,2    |
| Contribución del consumo privado          | 2,8    | 2,8    | 2,8    | 2,9    | -1,4    | 2,7       | 3,5     | -0,4           | 3,2     |
| Contribución de la inversión total        | 1,5    | 2,0    | 2,2    | 1,5    | -1,5    | 2,1       | 2,7     | -0,1           | 2,3     |
| Contribución del gasto público            | -0,0   | 0,2    | 0,4    | 0,3    | 0,6     | 0,4       | 0,4     | 0,4            | 0,4     |
| Consumo privado (% a/a, media)            | 5,0    | 5,0    | 5,1    | 5,2    | -2,6    | 4,9       | 6,3     | -0,8           | 5,9     |
| Consumo público (% a/a, media)            | 0,7    | 2,0    | 4,7    | 3,7    | 6,3     | 6,7       | 4,7     | 6,7            | 4,7     |
| Inversión total (% a/a, media)            | 4,5    | 6,1    | 6,7    | 4,5    | -4,6    | 6,6       | 8,2     | -0,4           | 7,2     |
| Exportaciones (a/a en %)                  | -1,6   | 9,0    | 6,6    | -0,9   | -7,3    | 6,6       | 5,2     | 0,0            | 6,1     |
| Importaciones (a/a en %)                  | -2,4   | 8,1    | 12,1   | -7,7   | -15,5   | 9,0       | 13,9    | -5,5           | 16,3    |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 5,5    | 5,3    | 5,1    | 5,1    | 7,2     | 6,0       | 4,4     | 9,9            | 7,6     |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 3,3    | 3,5    | 3,3    | 2,7    | 1,5     | 2,1       | 2,6     | 1,5            | 2,2     |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -2,5   | -2,6   | -1,7   | -2,2   | -7,0    | -6,0      | -4,5    | -6,8           | -5,3    |
| 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)                 | 1,6    | 1,9    | -0,0   | 0,3    | 2,7     | 2,8       | 1,3     | 0,0            | 0,0     |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | -1,8   | -1,6   | -2,9   | -2,7   | -0,6    | -1,0      | -2,0    | 0,6            | -0,5    |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 4,75   | 4,25   | 6,00   | 5,00   | 3,50    | 3,25      | 3,00    | 1,12           | 1,00    |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | 7,46   | 5,48   | 7,70   | 5,51   | 3,79    | 3,51      | 3,32    | 1,43           | 1,31    |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 7,85   | 6,30   | 7,90   | 7,05   | 6,13    | 6,04      | 6,11    | 5,70           | 5,97    |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 13.525 | 13.484 | 14.380 | 13.883 | 14.193  | 14.047    | 13.819  | 14.316         | 13.971  |
| Tipo de cambio vs Euro (fin período)      | 14.257 | 16.171 | 16.465 | 15.596 | 17.174  | 16.953    | 16.829  | 17.253         | 16.984  |
| Crédito privado (% a/a, media)            | 7,8    | 8,2    | 10,8   | 8,8    | 2,5     | 12,6      | 13,8    | -2,4           | 4,0     |
| 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)    | 10,1   | 15,1   | 5,6    | -3,0   | -0,2    | 10,6      | 8,1     | 6,3            | 6,5     |
| Tasa de ahorro (% renta neta disp. media) | 22,9   | 23,6   | 24,0   | 22,8   | 21,3    | 22,0      | 22,8    | 22,0           | 22,8    |

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de BPS)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

movilidad y a los continuos estímulos fiscales, y se espera que ambos efectos sigan apoyando la recuperación en 2021. En el frente doméstico, el banco central ve signos alentadores de una recuperación en los puntos de datos de alta frecuencia.

El riesgo principal para la economía indonesia es que la curva de contagios, que estaría aún en una primera ola, obligue a la imposición de restricciones y perjudique la recuperación prevista para el 2021. La solución médica a la pandemia, aunque más cercana, todavía tardará en materializarse. Por ello, se prevé que la pandemia seguirá afectando de forma importante al turismo y que el contexto externo afectará a las exportaciones, aunque su principal exportación, el aceite de palma, presenta una evolución positiva.

### 1.2.14 Filipinas

#### Recuperación más débil de lo previsto y con perspectivas aún negativas

En el tercer trimestre del año, el PIB de Filipinas se contrajo un -11,5% a/a (+8,0% t/t), peor de lo esperado. El consumo privado sigue muy afectado (-9,3%), debido a que un repunte de contagios en los meses de agosto y septiembre han llevado al gobierno a imponer nuevas restricciones. La inversión ha caído un -37,1% a/a, destacando sectores clave como la construcción (-43,5%) y el de maquinaria duradera (-34,4%). Las aportaciones positivas han estado

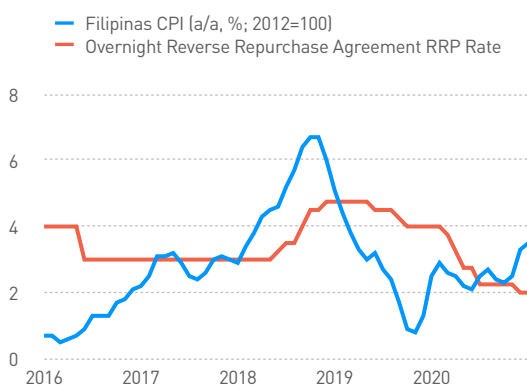
#### Filipinas

- La confianza de los agentes económicos sigue afectada y la movilidad no acaba de recuperarse.
- Se presentó un repunte de contagios en el tercer trimestre, lo que impidió la reapertura de varias actividades y perjudicó la recuperación.
- Existe poco espacio para estímulos fiscales y monetarios adicionales.
- Las remesas de emigrantes repuntan situándose en niveles normales.

del lado del gasto gubernamental (+5,8%) y de las exportaciones netas; las importaciones se contraen más que las exportaciones, -21,7% y -14,7%, respectivamente.

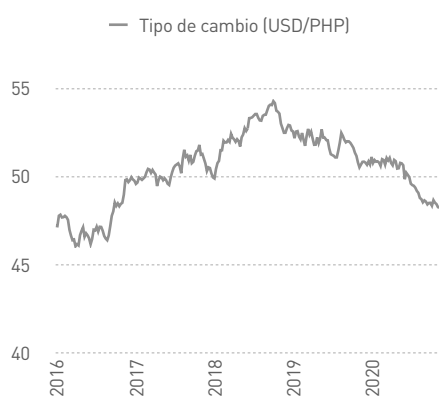
Los niveles de movilidad están todavía un 30% por debajo de lo normal, mientras que en otros países asiáticos están en -10%. El desplazamiento al local de trabajo se encuentra un 37% por debajo de lo normal, y la actividad en los comercios restaurantes y ocio un -41%. Las restricciones están afectando al nivel de gasto y es difícil vislumbrar una recuperación fuerte mientras el nivel de contagios siga alto. Las restricciones seguirán afectando también a la inversión, concretamente a las obras de infraestructuras proyectadas por el gobierno y al resto de la construcción. El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero de octubre volvió a empeorar y a situarse en territorio de contracción (48,5 puntos). A pesar de los tipos de interés más bajos y las amplias condiciones

Gráfica 1.2.14-a  
Filipinas: inflación y tipos de interés (%)

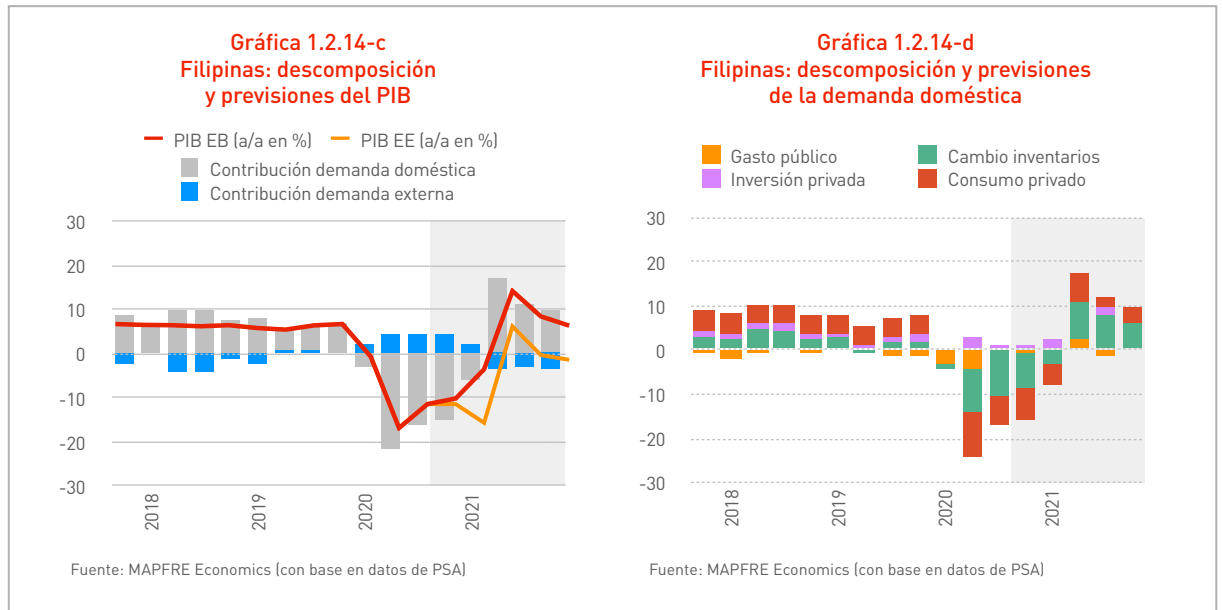


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.14-b  
Filipinas: tipo de cambio



Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Bloomberg)



**Tabla 1.2.14**  
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

|   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020(e) | Base (EB) |         | Estresado (EE) |         |
|---|-------|-------|-------|-------|---------|-----------|---------|----------------|---------|
|   |       |       |       |       |         | 2021(p)   | 2022(p) | 2021(p)        | 2022(p) |
| PIB (% a/a, media)                        | 7,2   | 6,9   | 6,3   | 6,0   | -9,8    | 6,3       | 7,0     | -2,9           | 8,9     |
| Contribución de la demanda doméstica      | 10,9  | 7,8   | 8,6   | 6,1   | -13,7   | 8,1       | 7,9     | -2,3           | 11,1    |
| Contribución de la demanda externa        | -3,8  | -0,9  | -2,3  | -0,1  | 3,9     | -1,8      | -0,9    | -0,6           | -2,1    |
| Contribución del consumo privado          | 5,3   | 4,4   | 4,2   | 4,3   | -6,1    | 1,8       | 4,0     | -2,2           | 5,6     |
| Contribución de la inversión total        | 4,6   | 2,6   | 3,3   | 1,1   | -7,1    | 4,8       | 2,8     | -1,5           | 4,2     |
| Contribución del gasto público            | 1,0   | 0,7   | 1,5   | 1,1   | 1,4     | 1,1       | 0,2     | 1,1            | 0,2     |
| Consumo privado (% a/a, media)            | 7,2   | 5,9   | 5,8   | 5,9   | -8,5    | 2,5       | 5,6     | -2,9           | 7,6     |
| Consumo público (% a/a, media)            | 9,1   | 6,7   | 13,5  | 9,8   | 10,8    | 7,6       | 1,3     | 7,6            | 1,3     |
| Inversión total (% a/a, media)            | 21,1  | 10,6  | 12,9  | 4,1   | -26,3   | 23,8      | 11,5    | -5,5           | 22,0    |
| Exportaciones (a/a en %)                  | 9,2   | 17,4  | 11,9  | 2,4   | -16,7   | 10,9      | 14,2    | 4,6            | 14,3    |
| Importaciones (a/a en %)                  | 18,9  | 15,1  | 14,6  | 2,0   | -22,0   | 14,2      | 13,1    | 5,9            | 16,7    |
|   |       |       |       |       |         |           |         |                |         |
| Tasa de paro (% , último trimestre)       | 4,7   | 5,0   | 5,1   | 4,6   | 8,8     | 8,3       | 7,3     | 11,2           | 9,5     |
| Inflación (% a/a, último trimestre)       | 2,0   | 3,0   | 5,9   | 1,5   | 2,5     | 2,6       | 3,3     | 1,9            | 2,8     |
| Balance fiscal (% PIB)                    | -2,3  | -2,1  | -3,1  | -3,4  | -7,7    | -7,6      | -7,1    | -9,3           | -8,5    |
| 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)                 | -11,2 | -12,2 | -14,7 | -13,1 | -9,2    | -9,6      | -10,0   | n.d.           | n.d.    |
| Balance cuenta corriente (% PIB)          | -0,4  | -0,7  | -2,6  | -0,9  | 2,7     | 1,3       | 0,9     | 2,3            | 1,2     |
|   |       |       |       |       |         |           |         |                |         |
| Tipo de interés oficial (final período)   | 3,00  | 3,00  | 4,75  | 4,00  | 2,00    | 1,75      | 1,50    | 0,63           | 0,84    |
| Tipo de interés a 3 meses (final período) | 2,50  | 3,22  | 5,03  | 3,97  | 1,82    | 1,80      | 1,67    | 0,60           | 0,87    |
| Tipo de interés a 10 años (final período) | 4,63  | 5,70  | 7,05  | 4,44  | 3,01    | 3,27      | 3,74    | 2,57           | 3,23    |
| Tipo de cambio vs USD (fin período)       | 49,81 | 49,92 | 52,72 | 50,74 | 48,26   | 48,31     | 48,09   | 49,14          | 48,48   |
| Tipo de cambio vs Euro (fin período)      | 52,51 | 59,87 | 60,37 | 57,01 | 58,40   | 58,31     | 58,57   | 59,22          | 58,94   |
|   |       |       |       |       |         |           |         |                |         |
| Crédito privado (% a/a, media)            | 15,3  | 17,6  | 16,8  | 9,5   | 3,8     | 9,6       | 17,8    | 10,2           | 17,3    |
| 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)    | 8,5   | 9,4   | 10,3  | 6,9   | -8,2    | 13,7      | 9,2     | 4,0            | 10,6    |
| Tasa de ahorro (% renta neta disp. media) | 9,3   | 9,7   | 9,3   | 8,4   | 6,0     | 8,3       | 10,8    | 9,9            | 10,1    |

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de PSA)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

de liquidez, el crédito bancario se ha estancado, tanto por la demanda que se ha retraído por las malas perspectivas, como por la oferta ya que los bancos ven cómo repunta la morosidad. En estas circunstancias, se prevé que el PIB se contraiga en 2020 un -9,8% (más que los 7,8% que lo proyectado hace tres meses). Asimismo, se estima que para 2021-2022 se registrará una recuperación del 6,3% y 7,0%, respectivamente (véanse las Gráficas 1.2.14-c y 1.2.14-d, y la Tabla 1.2.14).

La inflación, por su parte, se ha situado en 3,3% en noviembre, mostrando cierta tensión al alza en los últimos meses. El Banco Central de Filipinas (BSP) ha bajado en noviembre los tipos de interés oficiales (*Overnight Repo*) en 25 puntos básicos, hasta situarlos en el 2,0%, después de una serie de bajadas desde el 4,0% de final de 2019. Ahora los tipos reales de interés están en negativo, así que no se esperan más bajadas por ahora. Las condiciones financieras son ya laxas y la masa monetaria

M3 crece por encima del 12%. En este momento, bajar más los tipos de interés no tendría gran impacto a nivel de condiciones financieras y sí podría perjudicar el tipo de cambio.

El gobierno prevé un aumento del gasto presupuestario del 10% en 2021, el cual deberá ser aprobado antes de fin de año. En la ausencia de un estímulo fiscal adicional, es difícil ser más optimista con las perspectivas de recuperación. El control de la pandemia, la reapertura de la economía y la recuperación de la confianza del consumidor serán requisitos para que las perspectivas puedan mejorar.

Los riesgos para la economía filipina derivan de la continuación de las restricciones por el difícil control de la pandemia, la baja movilidad y, por tanto, de falta de visibilidad en la recuperación del consumo, 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

#### 2.1.1 Mercados globales

El crecimiento económico mundial en 2021 se estima puede situarse en un rango entre el 5,2% (escenario base) y el 0,9% (escenario estresado), tras una caída estimada en 2020 en torno al -4,4%, lo que representa una contracción prácticamente sin precedentes a consecuencia de la pandemia del Covid-19. El amplio rango de la previsión del crecimiento global en 2021 es indicativo del elevado nivel de incertidumbre que afecta a todos los sectores de actividad, incluido el sector asegurador, si bien en este caso en menor medida que otros sectores directamente vinculados a los viajes, al turismo o a los servicios de proximidad. Las buenas noticias en cuanto a las vacunas, sin embargo, se están viendo compensadas por nuevos rebrotes de la enfermedad, que ponen presión sobre los sistemas sanitarios y obligan a adoptar nuevas medidas con cierres parciales y restricciones a la movilidad.

La vuelta al crecimiento del tercer trimestre de 2020, tras la reapertura parcial de la actividad económica, se está viendo empañada en el último trimestre a consecuencia de los nuevos cierres, mucho más limitados que los vividos al estallar la pandemia, pero que elevan la incertidumbre y afectan a las decisiones de gasto, contratación e inversión de hogares y empresas, lo que perjudica el desarrollo del sector asegurador. La eficacia de las campañas de vacunación para lograr una inmunidad que al menos evite el colapso de los sistemas sanitarios hasta alcanzar la inmunidad de grupo será un elemento clave para una recuperación económica, la cual será desigual, por las carencias en la infraestructura sanitaria y los problemas logísticos para la distribución de las vacunas que presentan algunos países, especialmente las economías emergentes.

La 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), está siendo crucial y continúa dando estabilidad a los mercados financieros, en los que las entidades aseguradoras son uno de los grandes inversores institucionales, a la vez que han permitido a los gobiernos, hogares y empresas seguir financiándose a costes reducidos. Sin embargo, como se ha venido apuntando en anteriores informes<sup>19</sup>, las medidas fiscales adoptadas están incrementando sustancialmente los déficits y el nivel de deuda de los países, 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, en algunos de los cuales el deterioro de las cuentas públicas está provocando depreciaciones en el tipo de cambio y tensiones inflacionistas alimentadas por las medidas de política monetaria acomodaticias adoptadas, lo que puede retrasar la recuperación económica y del sector asegurador por su alta vinculación al ciclo económico, además de reducir la rentabilidad de las entidades aseguradoras por el incremento en el coste de los siniestros y la pérdida de rentabilidad financiera en sus inversiones.

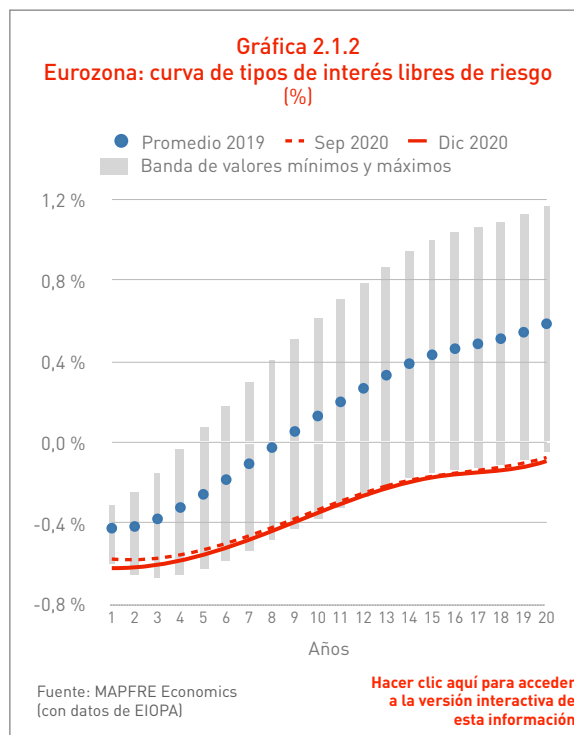
#### 2.1.2 Eurozona

El crecimiento económico previsto para la Eurozona en 2021 se sitúa en un rango entre el 4,5% (escenario base) y el -0,5% (escenario estresado) tras una caída estimada en 2020 en torno al -7,3%, lo que representa una contracción sin precedentes a consecuencia de la pandemia. Los estímulos monetarios adoptados por el Banco Central Europeo (BCE) han evitado un colapso económico y financiero al permitir a los Estados Miembros financiar su deuda y los abultados déficits fiscales incurridos para ayudar a familias y empresas a un coste muy reducido, incluso negativo. Los planes de vacunación recién iniciados en los últimos días de 2020 todavía requieren de

varios meses para alcanzar a un porcentaje elevado de la población y los planes fiscales de ayuda a través del fondo de reconstrucción de la Unión Europea tardarán en implementarse, ya que requieren que se vayan presentando y aprobando los proyectos a los que van a dedicarse los fondos de este programa de recuperación. Mientras tanto subsiste el riesgo de nuevos brotes de contagios y cierres parciales con los consiguientes efectos negativos sobre el empleo y la viabilidad de pequeñas y medianas empresas, lo que continuará afectando negativamente al sector asegurador, especialmente en el primer semestre de 2021, en tanto no llegue la recuperación económica.

El BCE, en su última reunión de diciembre, ha mantenido los tipos de interés en los niveles actuales (0% las operaciones principales de financiación y -0,5% la facilidad de depósito). No obstante, continúa ampliando las medidas no convencionales para asegurar la financiación a través de los mercados de bonos soberanos y corporativos, garantizando su liquidez con primas de riesgo reducidas. De esta forma, extendió el programa de adquisición de activos hasta 1,85 billones de euros, con un horizonte temporal que se prolongará hasta que consideren que la crisis del coronavirus ha terminado. Asimismo, decidió ampliar el plazo de las operaciones de financiación al sector financiero (TLTRO III) hasta junio de 2022 para garantizar condiciones amplias de liquidez y mantener un nivel alto de crédito bancario. Continúa, por tanto, apoyando con firmeza a los mercados financieros de la Eurozona, en los que las entidades aseguradoras son grandes inversores institucionales. Aumenta, sin embargo, la incertidumbre en relación con la solvencia de algunos emisores, lo que está llevando a las principales agencias de rating a rebajas en su calificación crediticia.

Por otra parte, a pesar de las medidas de expansión cuantitativa adoptadas por el BCE la inflación continúa débil, incluso en negativo para el conjunto de la zona euro. La curva de tipos de interés libres de riesgo del mes de diciembre producida por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) continúa en el terreno negativo a lo largo de la curva, con un nivel similar al del trimestre anterior, que sigue afectando a todos los plazos de la curva superiores incluso a los veinte años, lo que



impide prácticamente el desarrollo de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales. La Gráfica 2.1.2 muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos de tipos de interés alcanzados en 2019, así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de septiembre y diciembre de 2020.

El índice Euro Stoxx 50, sin embargo, sigue mostrando síntomas de recuperación, lo cual favorece el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. Asimismo, la mejora de las expectativas económicas puede ayudar a este negocio, que hasta ahora se veía perjudicado por la preferencia de los agentes económicos a mantenerse en posiciones de liquidez.

### 2.1.3 Alemania

El crecimiento previsto para la economía alemana en 2021 se sitúa en un rango entre el 3,6% (escenario base) y el -0,6% (escenario estresado), luego de una caída estimada en 2020 en torno al -5,5%, lo que supone una vez más una moderada mejoría en las expectativas. Las medidas fiscales expansivas adoptadas están compensando en parte los efectos económicos provocados por los rebotes que se

están viviendo en las últimas semanas, los cuales siguen afectando de manera particular al consumo por los cierres parciales y por la incertidumbre. Las ayudas a los trabajadores y a las pequeñas y medianas empresas incluidas en el amplio paquete de medidas fiscales y las expectativas de vuelta al crecimiento económico pueden ayudar a moderar los efectos negativos de la crisis sobre el negocio asegurador, especialmente en el negocio de No Vida y Vida riesgo.

No obstante, el entorno continúa siendo complejo para el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, por los bajos tipos de interés en el que ha quedado 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. El DAX alemán, sin embargo, se ha recuperado de la fuerte caída que experimentó en el mes de abril y ha cerrado el año con una ligera revalorización, 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 esta situación de bajos tipos de interés se prolongue por largo tiempo.

#### 2.1.4 Italia

La previsión para la economía italiana en 2021 es de un crecimiento del PIB dentro de un rango situado entre el 4,6% (escenario base) y el 0,3% (escenario estresado), frente a una caída estimada en 2020 del -8,8%, a consecuencia de la pandemia. En Italia, la situación antes de la crisis era ya de bajo crecimiento y un alto nivel de deuda pública, el cual se está elevando a raíz de las medidas fiscales aplicadas para apoyar a su economía. La extensión de las medidas de expansión cuantitativa adoptadas por el BCE (flexible por países) le permiten seguir financiándose en los mercados sin un repunte excesivo en la prima de riesgo, lo que le está facilitando la implementación de estas medidas fiscales. A esto se sumará los fondos recibidos en forma de subvenciones y préstamos del fondo de recuperación europeo. La vuelta al crecimiento económico prevista para este año ayudará al

desarrollo del negocio de su mercado asegurador, especialmente en el negocio de No Vida, que está experimentando fuertes retrocesos a consecuencia de la abrupta contracción económica vivida en 2020. La incertidumbre, sin embargo, es alta por el repunte en la tasa de morosidad que se espera a consecuencia de la contracción económica y por el tiempo que pueda llevar acceder a los fondos de reconstrucción de la Unión Europea. Por otro lado, como antes se indicó, la fuerte intervención del BCE en los mercados de bonos ha mantenido reducida la prima de riesgo y la prima por plazo de la deuda soberana italiana, por lo que el entorno de tipos de interés es menos favorable para el negocio de Vida, lo que puede compensar en parte el efecto positivo de la recuperación económica prevista en este negocio.

#### 2.1.5 España

El crecimiento económico previsto para España en 2021 se sitúa en un rango entre el 6,1% (escenario base) y -0,6% (escenario estresado), tras una caída estimada en 2020 en torno al -11,3%. Los efectos de las restricciones derivadas del combate a la pandemia sobre el consumo, el comercio, la hostelería y los negocios relacionados con el turismo siguen afectando de manera particularmente intensa a la economía española y a la renta disponible de las familias. El impacto negativo sobre el empleo, los negocios y la solvencia de hogares y empresas se están trasladando al mercado asegurador y la recuperación prevista para 2021 dependerá en gran medida del ritmo de las vacunaciones hasta alcanzar una inmunización de grupo que permita relajar las medidas adoptadas a consecuencia de los rebrotes.

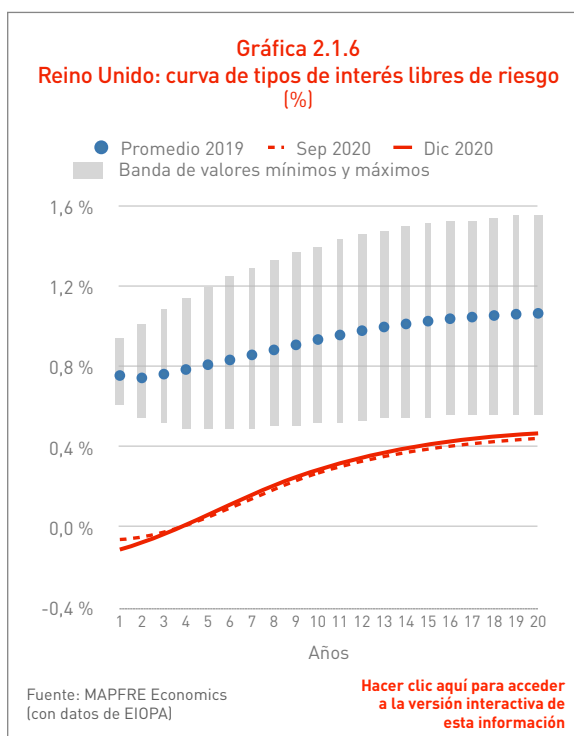
El amplio rango de las estimaciones es reflejo del alto nivel de incertidumbre. Con los últimos datos disponibles correspondientes al mes de noviembre de 2020<sup>20</sup>, las primas de No Vida se han desacelerado en términos interanuales, creciendo un 0,6%, con un retroceso en el ramo de autos del -1,9%. Los ramos de salud (4,8%) y los multirriesgos tanto del hogar (2,7%) como los de las comunidades de vecinos (2,9%) siguen mostrando gran resistencia, sobre todo el de salud que se muestra siempre muy resiliente en las crisis económicas, especialmente en esta crisis de origen

sanitario. Las primas del negocio de Vida están cayendo un -23,7% a consecuencia del retroceso de las primas de los seguros de Vida ahorro (-28,7%) y del ligero retroceso de los de Vida riesgo (-0,25%). No obstante, a pesar del fuerte retroceso en primas, el ahorro gestionado por las entidades aseguradoras se mantiene y solo sufrió una ligera caída del -0,9%, con datos cerrados al pasado mes de septiembre. Destacan, sin embargo, los seguros en los que el tomador asume el riesgo de la inversión que, aunque suponen solo un 7,3% del total del ahorro gestionado, han experimentado en ese período un crecimiento del 5,5% en términos de ahorro y un 67,5% en número de asegurados. Por lo demás, el patrón de comportamiento del negocio asegurador muestra muchas similitudes con el de la crisis de 2007-2009, aunque en la crisis actual la decidida intervención del BCE está permitiendo a España financiarse a costes reducidos, incluso negativos, y el programa de ayudas de la Unión Europea (que se estima puede aportar hasta dos puntos porcentuales anuales de crecimiento al PIB español en los próximos tres años), hacen prever una caída menos profunda y una recuperación más rápida para el sector asegurador que en aquella crisis (véase el Recuadro 2.1.5).

### 2.1.6 Reino Unido

La previsión para la economía del Reino Unido para 2021 anticipa un crecimiento del PIB en una horquilla entre el 5,7% (escenario base) y el 0,1% (escenario estresado), frente al retroceso del -11,4% de 2020, a consecuencia de la pandemia y a las incertidumbres generadas por la salida de la Unión Europea. La tasa de desempleo y los rebotes de la pandemia continúan repuntando, lo que está afectando al nivel de confianza de los consumidores y todavía pasarán unos meses hasta que exista un porcentaje elevado de la población vacunada. El acuerdo comercial alcanzado los últimos días de diciembre entre el Reino Unido y la Unión Europea ha rebajado la incertidumbre, pero todavía está por ver cómo afecta la nueva situación a su economía. Mejoran, no obstante, las expectativas para el desarrollo del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo en 2021, en línea con el inicio de la recuperación económica.

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 sigue manteniendo los tipos de interés en niveles cercanos a cero e implementando un amplio programa de expansión cuantitativa de adquisición de bonos soberanos y corporativos, con el fin de garantizar el buen funcionamiento de los mercados de bonos y el acceso a sus emisores a una financiación a un coste reducido, con unas primas de riesgo controladas. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.6) se aprecia, no obstante, una estabilización en todos los tramos de la curva respecto del trimestre anterior y sigue presentando cierta pendiente positiva, lo que, junto a la expectativa de que los tipos de interés puedan estar en niveles bajos 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 positivo que puede provocar en el negocio la vuelta al crecimiento económico. La caída y la elevada volatilidad del FTSE 100 (uno de los pocos mercados de valores que sigue lejos de recuperarse) puede ser desfavorable 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





**Recuadro 2.1.5**  
**Desempeño del sector asegurador español:**  
**previsiones de crecimiento de primas**

**Consideraciones generales**

El contexto de pandemia sufrida durante el año 2020 ha hecho extremadamente compleja la elaboración de previsiones del desempeño del sector asegurador medido a partir del crecimiento de las primas directas de los segmentos de Vida y de No Vida. Esto es así porque el enfoque para la preparación de previsiones basado en el desempeño de fundamentales macroeconómicos tienen cuatro limitaciones claras a la hora de modelizar el desarrollo de la demanda en situaciones no lineales como la actual:

- (1) No es suficientemente granular, ya que no se considera la elasticidad (a menudo cambiante) de cada uno de los ramos que forman los segmentos de Vida y de No Vida. De hecho, existen ramos visiblemente sensibles al ciclo económico (v.g., Automóviles), mientras que otros parecieran tener un comportamiento menos pro-cíclico (v.g., Salud).
- (2) Se impone una relación retrasada entre determinantes y desempeño de las primas (por emplearse datos de baja frecuencia como la contabilidad nacional o porque la inercia histórica de la relación entre las dos en situaciones normales así lo señala), algo que no necesariamente ocurre durante una situación como la actual.
- (3) Está sometida a un elemento de incertidumbre adicional que es instantáneo, exógeno y simultáneo determinando tanto a las variables explicativas (fundamentales macroeconómicos) como a las variables explicadas (primas): el grado de restricciones sociales impuestas para enfrentar la crisis sanitaria.
- (4) Oblitera el carácter anticipatorio de los agentes económicos ante la nueva información entrante, por lo que no recoge las expectativas.

Por este motivo, se ha desarrollado un enfoque alternativo para situaciones como la actual mediante el cual se han preparado previsiones de crecimiento de primas en un "escenario optimista" y en un "escenario pesimista" en función del desarrollo de la pandemia. Estas previsiones se basan en determinantes de la

actividad (producción industrial, turismo, etc.) variables financieras (crédito, ahorro, etc.) y de expectativas (de consumidores y productores), cuando todas estas se determinan de manera unívoca por el grado de restricción social impuesta a tenor de la evolución de la pandemia.

**El caso del mercado asegurador español**

En este sentido, se han estimado modelos para el caso del mercado asegurador español considerando todos los componentes del segmento No Vida (Automóviles, Multirriesgos, Salud y Otros Ramos de No Vida), así como de Vida (Ahorro y Riesgo), intentando ganar la perspectiva de la reacción de cada uno de estos y su aportación al agregado de cada segmento del negocio asegurador a medida que las restricciones determinan a las variables explicativas.

De esta forma, se han representado dos escenarios claramente diferenciados a partir de diciembre: uno a partir del cual se diluye la incertidumbre y el corsé de la movilidad a lo largo de 2021 (escenario optimista), y otro en el que por las razones que discuten en este informe esto no sucede así (escenario pesimista). Así, aunque se prevé que se cumpla el primero de ellos, el segundo no es descartable. Se trata, por tanto, de dos realidades complementarias.

El efecto de cada uno de los escenarios en la evolución de los componentes cíclicos y no cíclicos de las primas de ambos segmentos del negocio asegurador se presenta en las Gráficas A a D. En este sentido, cabe señalar que los ramos sensibles al ciclo en el caso del segmento No Vida (ramos cíclicos) son Automóviles, Multirriesgo Comercial (Multirriesgo Comercio y Multirriesgos Industriales) y Otros Ramos de No Vida (Accidentes, Asistencia, Incendios, Daños personales, Responsabilidad civil, Pérdidas pecuniarias, Decesos, Defensa jurídica, Crédito y Caución), puesto que su crecimiento se reduce a medida que la renta y la actividad empeoran dada la naturaleza de los riesgos que son asegurados en estas líneas de negocio. Los ramos menos sensibles al ciclo (ramos acíclicos), por su parte, son Salud y Multirriesgo Particular (Multirriesgo Hogar y Multirriesgo Comunidades). Por otra parte, en el negocio Vida, Vida Riesgo es sensible al ciclo por su nexos con el mercado hipotecario. Aunque Vida Ahorro es poco

**Recuadro 2.1.5 (continuación)**  
**Desempeño del sector asegurador español:**  
**previsiones de crecimiento de primas**

sensible al ciclo en una situación normal, en situaciones límite como la pandemia reacciona de manera no lineal porque esta obliga a la recuperación forzosa del ahorro financiero.

*El escenario optimista*

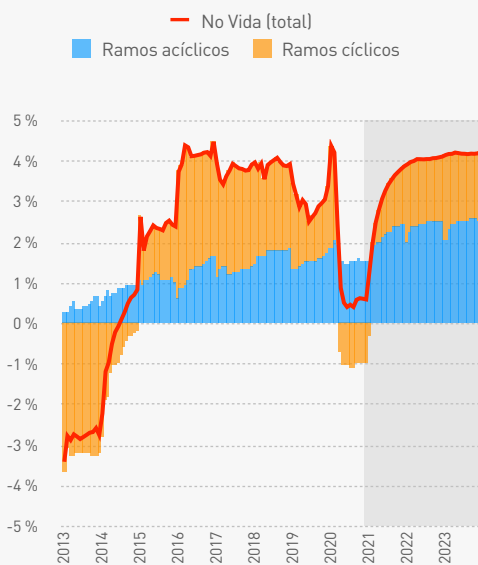
Como se puede apreciar en las referidas gráficas, tras atravesarse la fase más difícil de la pandemia sin que colapsara el crecimiento del sector No Vida al haberse compensado el crecimiento de un tipo de ramos (ramos cíclicos) con otros (ramos acíclicos), a partir de enero 2021 el escenario de dilución de incertidumbre y retorno a la normalidad hasta la total eliminación de restricciones daría lugar a que rápidamente el crecimiento de las primas vuelva a una tasa cercana a lo que puede considerarse su largo plazo (entre el 3,5% y el 4%), algo que se consigue a partir del segundo trimestre de 2021 y que es consistente con lo que arrojan los modelos basados en fundamentales macroeconómicos.

Por su parte, en el caso del segmento de Vida, la menor incertidumbre hace que se recurra menos al ahorro financiero (primas de Vida) y gradualmente se desacelere la contracción del negocio. Estructuralmente, sin embargo, este segmento del negocio asegurador no deja de caer puesto que el negocio Vida enfrenta problemas más estructurales que limitan su recuperación, el principal de ellos es la caída en la prima temporal de manera secular. Este negocio retornaría a la neutralidad solo hasta pasado el 2023, cuando se prevé que la política monetaria en la Eurozona y los Estados Unidos se acerque a una normalización.

*El escenario pesimista*

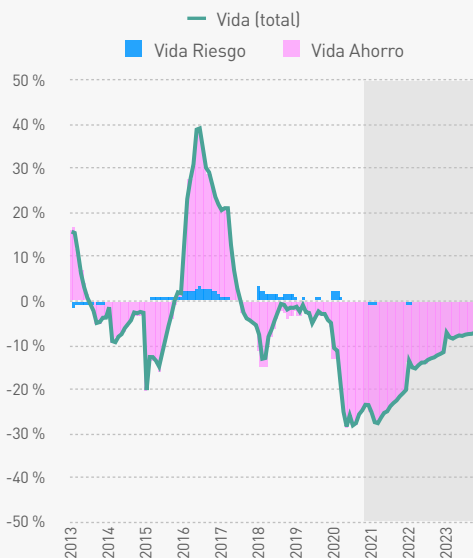
Ahora bien, si por el contrario, el anuncio y despliegue de las vacunas enfrenta una nueva ola de contagios descontrolada, o si se comprueba que el efecto de la vacunación resulta insuficiente para controlar la pandemia, nos encontraríamos con que el escenario de restricciones e incertidumbre se prolongaría, hundiendo aún más durante el 2021 la demanda

**Gráfica A.**  
**Escenario optimista: contribución al crecimiento de ramos No Vida (%)**



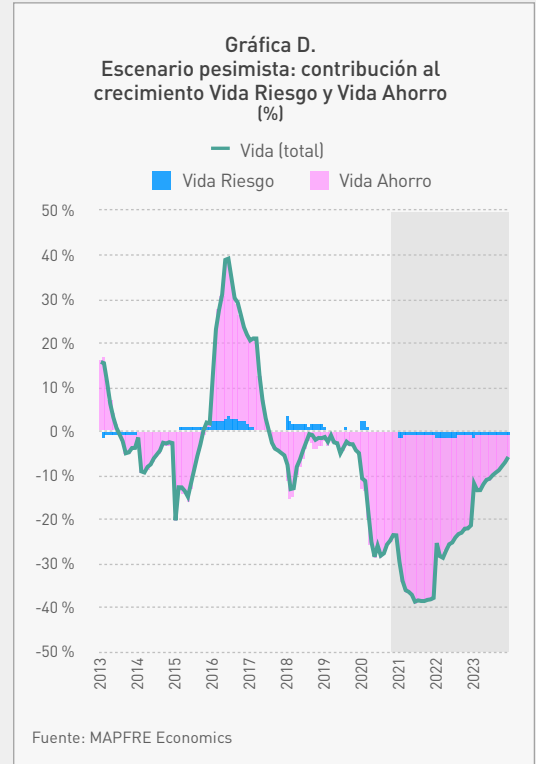
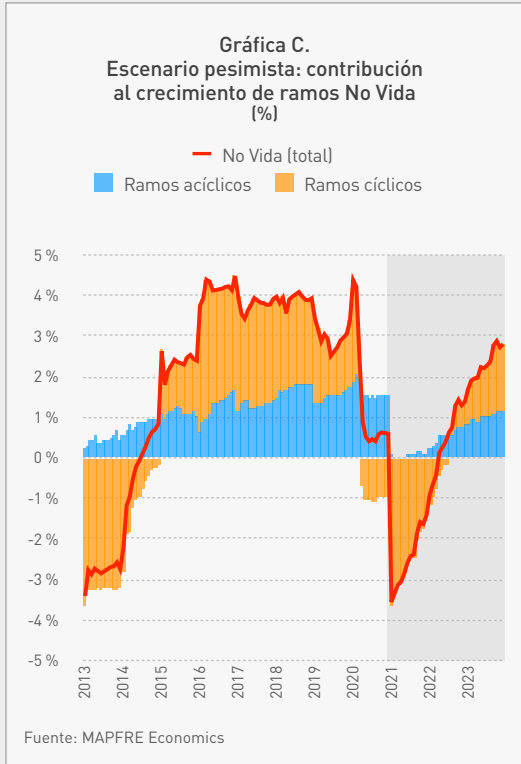
Fuente: MAPFRE Economics

**Gráfica B.**  
**Escenario optimista: contribución al crecimiento Vida Riesgo y Vida Ahorro (%)**



Fuente: MAPFRE Economics

**Recuadro 2.1.5 (continuación)**  
**Desempeño del sector asegurador español:**  
**previsiones de crecimiento de primas**



**Tabla A.**  
**No Vida y Vida: previsiones de crecimiento de primas,**  
**modelo por componentes vs modelos de fundamentales**  
**(tasa interanual,%)**

| Período         | No Vida                              |                       |                     | Vida                                 |                       |                     |
|-----------------|--------------------------------------|-----------------------|---------------------|--------------------------------------|-----------------------|---------------------|
|                 | Modelo de fundamentales <sup>1</sup> | Modelo de componentes |                     | Modelo de fundamentales <sup>1</sup> | Modelo de componentes |                     |
|                 |                                      | Escenario Optimista   | Escenario Pesimista |                                      | Escenario Optimista   | Escenario Pesimista |
| Q2              | 0,4 %                                | 0,4 %                 | 0,4 %               | -26,0 %                              | -26,0 %               | -26,0 %             |
| Q3              | 0,7 %                                | 0,7 %                 | 0,7 %               | -25,8 %                              | -25,8 %               | -25,8 %             |
| <b>2020 Q4*</b> | <b>-4,0 %</b>                        | <b>0,6 %</b>          | <b>0,6 %</b>        | <b>-26,1 %</b>                       | <b>-23,6 %</b>        | <b>-26,1 %</b>      |
| Q1              | -2,5 %                               | 2,5 %                 | -1,5 %              | -22,3 %                              | -35,6 %               | -46,0 %             |
| Q2              | -0,5 %                               | 3,3 %                 | -1,2 %              | -14,0 %                              | -32,0 %               | -49,0 %             |
| Q3              | 1,7 %                                | 3,7 %                 | -0,9 %              | -9,8 %                               | -28,4 %               | -48,2 %             |
| <b>2021 Q4</b>  | <b>2,9 %</b>                         | <b>3,8 %</b>          | <b>-0,3 %</b>       | <b>-6,9 %</b>                        | <b>-25,2 %</b>        | <b>-46,9 %</b>      |
| Q1              | 4,1 %                                | 4,0 %                 | 0,2 %               | -3,8 %                               | -22,4 %               | -43,7 %             |
| Q2              | 5,0 %                                | 4,1 %                 | 0,8 %               | -2,1 %                               | -19,9 %               | -38,8 %             |
| Q3              | 4,9 %                                | 4,1 %                 | 1,0 %               | -1,1 %                               | -17,7 %               | -34,3 %             |
| <b>2022 Q4</b>  | <b>4,4 %</b>                         | <b>4,1 %</b>          | <b>1,3 %</b>        | <b>-0,3 %</b>                        | <b>-15,8 %</b>        | <b>-31,1 %</b>      |
| Q1              | 4,1 %                                | 4,2 %                 | 1,8 %               | 0,5 %                                | -14,1 %               | -25,4 %             |
| Q2              | 3,9 %                                | 4,2 %                 | 1,9 %               | 1,0 %                                | -12,6 %               | -19,6 %             |
| Q3              | 3,7 %                                | 4,2 %                 | 2,1 %               | 1,2 %                                | -11,2 %               | -14,8 %             |
| <b>2023 Q4</b>  | <b>3,6 %</b>                         | <b>4,2 %</b>          | <b>2,3 %</b>        | <b>1,3 %</b>                         | <b>-10,0 %</b>        | <b>-8,9 %</b>       |

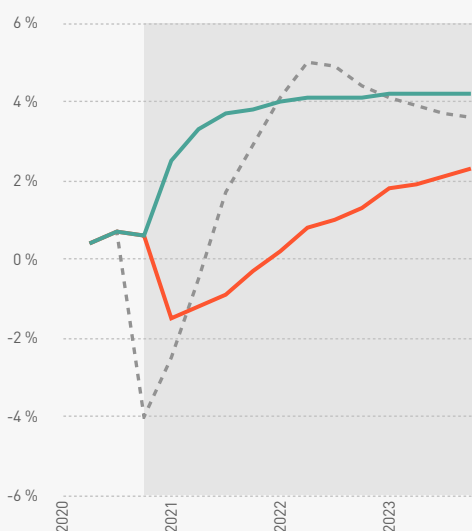
Fuente: MAPFRE Economics

(\*) Datos a noviembre de 2020. 1/ Mediana de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos

**Recuadro 2.1.5 (continuación)**  
**Desempeño del sector asegurador español:**  
**previsiones de crecimiento de primas**

**Gráfica E.**  
**España: comparación de previsiones**  
**de modelos No Vida**  
**(a/a, %)**

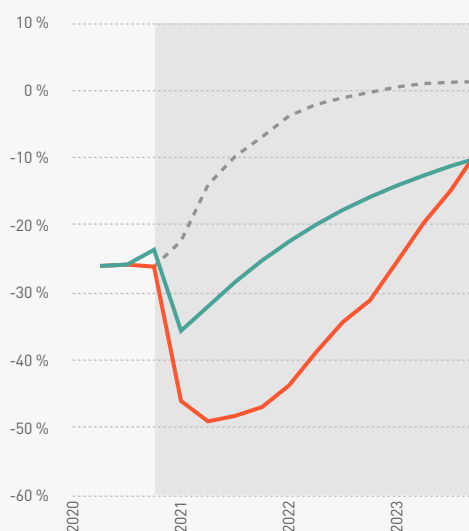
— Modelo por componentes: escenario optimista  
 — Modelo por componentes: escenario pesimista  
 - - Modelo de fundamentales: mediana escenarios



Fuente: MAPFRE Economics

**Gráfica F.**  
**España: comparación de previsiones**  
**de modelos Vida**  
**(a/a, %)**

— Modelo por componentes: escenario optimista  
 — Modelo por componentes: escenario pesimista  
 - - Modelo de fundamentales: mediana escenarios



Fuente: MAPFRE Economics

cíclica del seguro No Vida y dejando inerte la que no responde al ciclo. El resultado sería una contracción en el segmento No Vida para luego registrar una recuperación relativamente dinámica (a los dos años del estallido de la crisis, como resultado de la inmunidad colectiva), hasta alcanzar tasas de crecimiento consistentes con el largo plazo que arrojan los modelos basados en fundamentales.

Por lo que se refiere al negocio de Vida bajo este escenario, la incertidumbre y la mayor expansión cuantitativa ahondarían en los rescates de seguros, deprimiendo todavía más el crecimiento de este segmento del negocio asegurador.

Finalmente, las diferencias entre ambos escenarios, entre los dos segmentos del negocio asegurador (No Vida y Vida) y entre las estima-

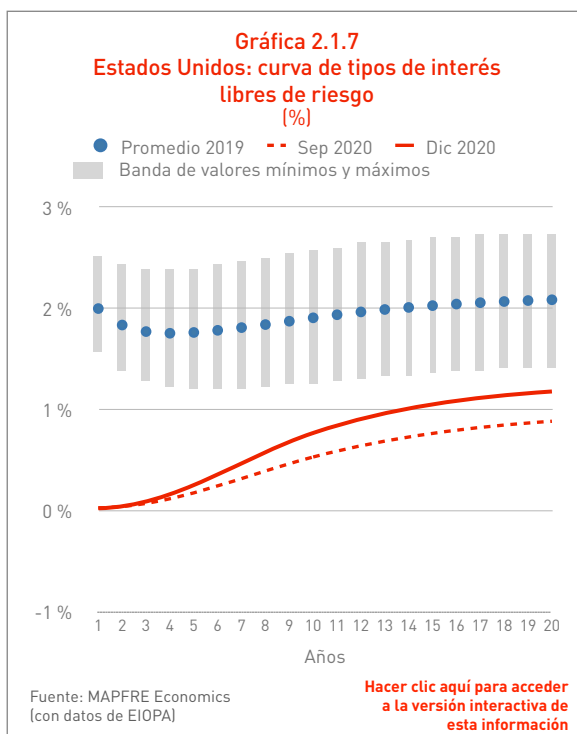
ciones tanto del modelo de componentes como del modelo basado en fundamentales macroeconómicos, se exponen en las Gráficas E y F, y en la Tabla A. De acuerdo con esta información, se confirma que el modelo basado en fundamentales macroeconómicos sobreestimó el efecto del desempeño económico general sobre la demanda aseguradora en el final de 2020 por los motivos antes explicados. A medio plazo, las dinámicas tanto en el segmento de No Vida como en el de Vida son claramente diferentes. No obstante, de manera muy relevante se observa que todos los modelos coinciden en una misma senda en el largo plazo, primero en el segmento de No Vida y más tarde en el de Vida.

Fuente: MAPFRE Economics

los niveles más bajos en los que han quedado las cotizaciones bursátiles podrían atraer a inversores que dispongan de liquidez y estén dispuestos a asumir riesgo.

### 2.1.7 Estados Unidos

El crecimiento económico estimado para Estados Unidos en 2021 se sitúa en un rango entre el 3,9% (escenario base) y el -0,2% (escenario estresado), lo que supone una ligera mejora de las expectativas previas, tras una caída del PIB en 2020 en torno al -3,5%. Los amplios paquetes de ayudas directas a las empresas y a los desempleados están permitiendo que algunos indicadores como el consumo se estén recuperando, aunque están todavía lejos de volver a la normalidad. La campaña de vacunaciones se inició en diciembre, en un momento en el que se estaba produciendo un aumento de los contagios que mantiene elevada la incertidumbre y que frenan la actividad a causa de las nuevas restricciones impuestas por los rebrotes. La recuperación económica prevista (apoyada en los generosos paquetes de medidas tanto monetarias como fiscales) ayudarán a la recuperación de las primas del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, especialmente de aquellas líneas de negocio que se están viendo más afectadas por la pandemia, entre las que se encuentra el seguro de autos.

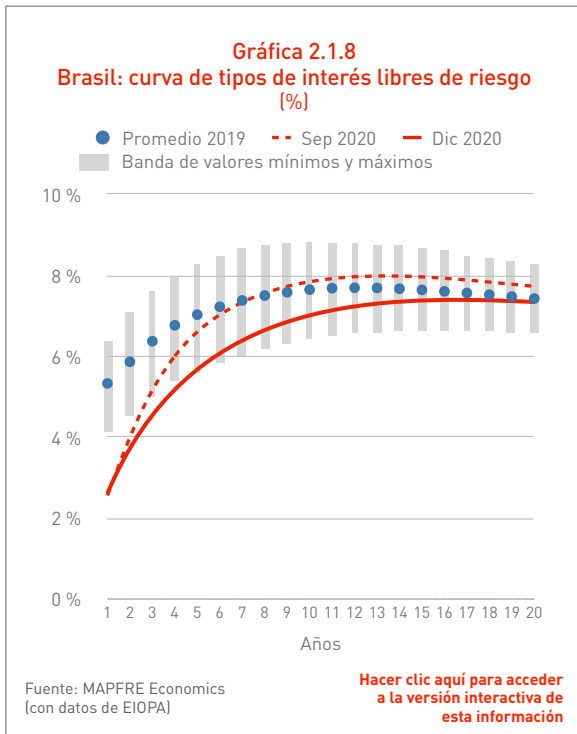


En su última reunión del mes de diciembre, la Reserva Federal mantuvo sin cambios la política monetaria dejándolos en el rango del 0,00% - 0,25% y manteniendo el ritmo mensual de su programa de compra de bonos soberanos y corporativos, que relaja las primas de riesgo. En las últimas curvas de tipos producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7) se aprecia la estabilización de los tipos de interés libres de riesgo, con un ligero repunte en todos sus tramos, ganando pendiente positiva. Esto podría suavizar el efecto negativo del deprimido nivel de los tipos de interés, al poder ofrecerse un tipo a medio y largo plazo superior a los tipos a corto (prima por plazo), unido al efecto positivo de la recuperación económica prevista. Por otro lado, los mercados de valores continúan con su buen comportamiento, 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 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 3,2% (escenario base) y el -0,1% (escenario estresado), frente a la caída real estimada en 2020 del -4,7%, a consecuencia de la pandemia. Las ayudas del gobierno a las familias han ayudado a evitar una caída mayor y a la vuelta al crecimiento económico, pero su efecto sobre unas cuentas públicas que ya presentaban un notable desequilibrio antes de la pandemia y sobre la inflación han elevado la incertidumbre por los efectos que puede conllevar la retirada de los estímulos fiscales y monetarios. De momento, la mejora de la situación económica puede ayudar a suavizar el impacto negativo que la caída abrupta del PIB está teniendo sobre su sector asegurador, que está sufriendo un retroceso significativo en términos reales.

Por otro lado, el Banco de Brasil ha decidido mantener su política monetaria acomodaticia para estimular la economía, a pesar de la tendencia a repuntar que muestra la inflación. En la curva de tipos de interés libre de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8) se observa una caída en todos los tramos de la curva, la cual sigue presentando una pronunciada pendiente positiva. Persiste, por tanto, el entorno favorable de tipos de interés al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo



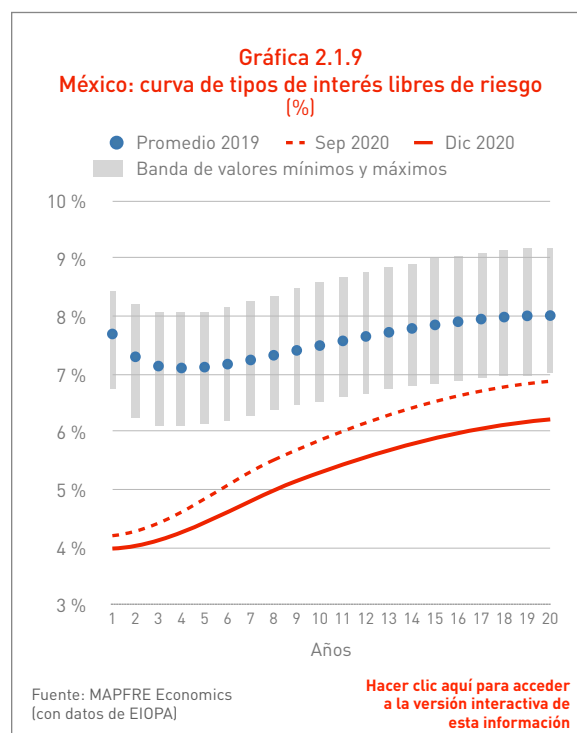
superiores a los tipos a corto (prima por plazo), que puede compensar en parte el efecto negativo de la contracción del PIB sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, que viene sufriendo un retroceso en primas, con los datos al cierre del mes de septiembre.

### 2.1.9 México

En México las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 3,4% (escenario base) y el 0,7% (escenario estresado), frente a la caída real estimada en 2020 del -9,0%. Se trata de una recuperación parcial y débil de los niveles de actividad anteriores a la pandemia, la cual se anticipa será gradual y sujeta todavía a gran incertidumbre en función de la evolución de la enfermedad y de las campañas de vacunación, con las dificultades que conlleva el menor grado de desarrollo de su sistema sanitario, como ocurre en general en las economías emergentes. En esta recuperación podrían ayudar factores como el precio del petróleo (que continúa recuperándose lentamente) y las expectativas de retorno al crecimiento de la economía de los Estados Unidos, su principal socio comercial. En la acusada caída del PIB de 2020, una de las mayores de Latinoamérica, está influyendo la adopción de medidas fiscales

y monetarias más limitadas que en otras economías de la región. Este entorno económico está perjudicando el desarrollo del sector asegurador, particularmente el negocio de No Vida que acumula un retroceso nominal en el año 2020 cercano al -2%, a falta de los datos del último trimestre. Sin embargo, la vuelta al crecimiento económico prevista para 2021 ayudará a la recuperación del negocio asegurador con crecimientos superiores a los del PIB, como ocurrió en anteriores crisis económicas. El bajo nivel de penetración de los seguros en la economía mexicana hace que una mejora de las condiciones económicas se traduzca en crecimientos mayores del negocio asegurador, como suele ocurrir en otros mercados emergentes.

Por otro lado, la política monetaria adoptada por el Banco de México continúa siendo acomodaticia, aunque con un escaso margen de maniobra determinado por el comportamiento de la inflación y por el efecto negativo que puede tener sobre los tipos de cambio. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9) sigue observándose cierta estabilidad en los tipos de interés libres de riesgo, con una curva que presenta una pendiente positiva en prácticamente todos sus tramos, aunque se ha aplanado ligeramente. Este entorno de tipos de interés sigue siendo favorable para el desarrollo del 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, lo que está compensando el efecto negativo de la fuerte contracción económica en 2020 con un negocio de Vida que se ha ralentizado sin llegar de momento a experimentar un retroceso, a falta de la información correspondiente al último trimestre del año. La recuperación económica prevista para 2021 ayudará también al desarrollo de este negocio.

### 2.1.10 Argentina

En Argentina, las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 4,4% (escenario base) y el 0,9% (escenario estresado), frente a la caída real estimada en 2020 del -10,7%, lo que ha supuesto una acusada contracción económica a consecuencia de la pandemia. Esta situación se une a los desequilibrios estructurales relacionados con la deuda externa de Argentina y la debilidad de su moneda, la cual continúa depreciándose. Las perspectivas de desarrollo del negocio asegurador continúan marcadas por esta situación, que ya venía sufriendo por la recesión en que se encontraba la economía argentina antes de la pandemia, aunque en los primeros meses de 2020 el negocio de No Vida parecía mostrar unos signos de recuperación que se han visto truncados por la crisis sanitaria. La recuperación económica prevista para 2021 puede ayudar a recuperar ese crecimiento, principalmente en el segundo semestre del año, si la evolución de la epidemia lo permite. La inflación no cede y continúa alta, 38,7% en el mes de diciembre, y la moneda continúa depreciándose, lo que afecta de forma negativa a la rentabilidad 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.

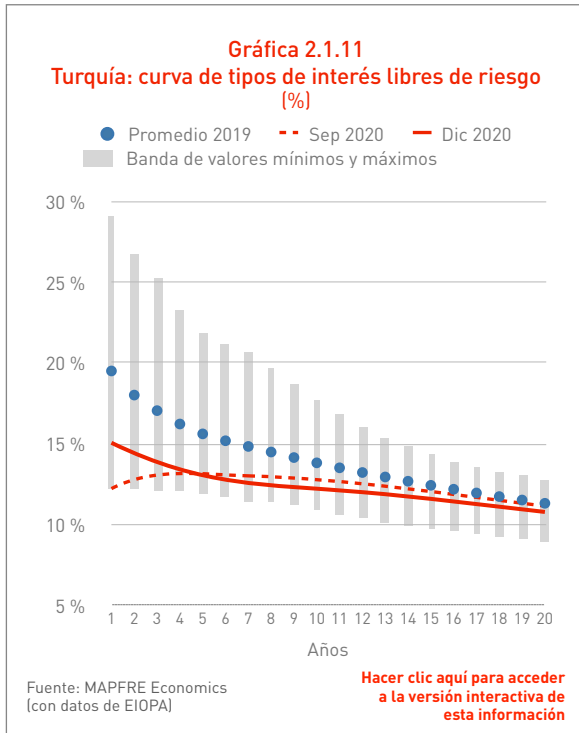
El tipo de interés de referencia del banco central continúa estable en el 38%, con el fin de controlar la inflación y la depreciación de la moneda. Este entorno de tipos de interés podría ser una oportunidad para la comercialización de productos de seguros de

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, lo que se une al fuerte retroceso que está sufriendo la economía argentina, que podría mejorar hacia el segundo semestre del año. Este entorno económico y regulatorio continúa perjudicando al negocio de Vida que, con datos del primer trimestre de 2020, seguía mostrando retrocesos en términos reales, en línea con lo sucedido en los dos años anteriores.

### 2.1.11 Turquía

La economía turca experimentó una notable mejoría tras la relajación de las medidas adoptadas frente a la pandemia. Las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 2,8% (escenario base) y el -1,8% (escenario estresado), frente a un crecimiento real estimado en 2020 del 1,2%, siendo una de las pocas economías del mundo que no ha sufrido una contracción económica a consecuencia de la crisis sanitaria. Estos crecimientos parecen indicar un cambio de tendencia frente a la fuerte desaceleración que venía sufriendo la economía turca por sus desequilibrios estructurales, principalmente su deuda privada externa en dólares unida a la fuerte tendencia a la depreciación de su moneda. Este cambio de tendencia en el desempeño económico es favorable y se está reflejando ya en el desarrollo del sector asegurador, que está experimentando crecimientos reales positivos en 2020, con los datos disponibles al cierre del tercer trimestre. Sin embargo, la inflación continúa en niveles altos y está volviendo a repuntar, lo que, unido al comportamiento del tipo de cambio (que se está depreciando), puede cambiar el panorama e influir de forma negativa en la rentabilidad del sector asegurador, particularmente en el negocio de No Vida, por el encarecimiento de los siniestros que esta situación supone. El banco central está tomando medidas volviendo a subir los tipos de interés, lo que puede ayudar a compensar parcialmente estos efectos adversos, apuntalando la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio.

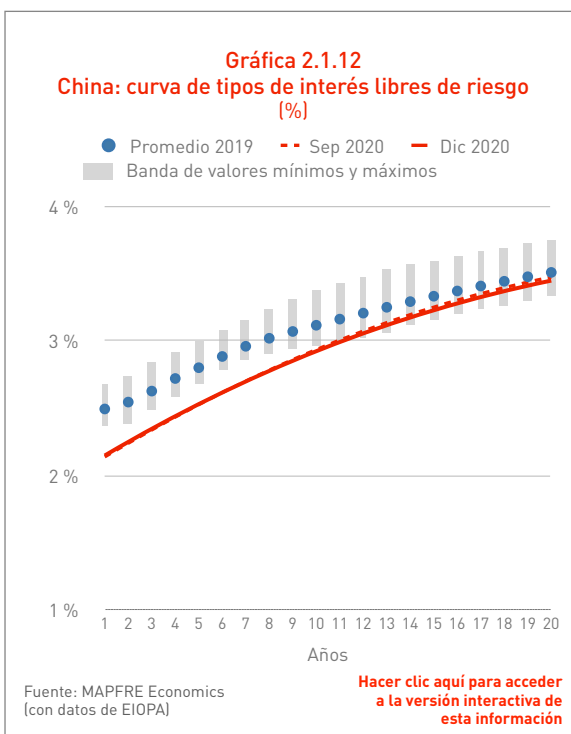
En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11) puede observarse el repunte de los tipos de



que está llevando a cabo el gobierno chino está acelerando la vuelta a mayores tasas de crecimiento económico, lo que se trasladará al sector asegurador cuyo negocio, especialmente el de No Vida, ha mostrado gran resiliencia en anteriores crisis globales con crecimientos de primas de dos dígitos durante los últimos veinte años, ayudado por el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía. La baja inflación y la apreciación actual de la moneda son también favorables para la rentabilidad de este negocio. El negocio de los seguros de Vida, que en anteriores crisis se mostró más sensible al ciclo económico, también se verá beneficiado por la recuperación.

En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12) se observa una estabilización de los tipos de interés con respecto a los niveles del mes de septiembre, tras la fuerte caída ocurrida en los momentos más álgidos de la pandemia, presentando una pendiente positiva a lo largo de todos los plazos. Este entorno de tipos de interés es favorable para 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, lo que se une al efecto positivo que la recuperación de las altas tasas de crecimiento económico previstas tiene sobre este tipo de negocio.

interés libres de riesgo a corto plazo con una curva de tipos que vuelve a presentar una pendiente negativa a lo largo de todos los plazos. Este escenario de tipos de interés continúa siendo favorable para 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. El cambio de tendencia en el crecimiento económico que se empieza a apreciar, favorece igualmente este tipo de negocio que está experimentando un significativo crecimiento real en su volumen de primas en 2020, con los datos disponibles al cierre del tercer trimestre.



### 2.1.12 China

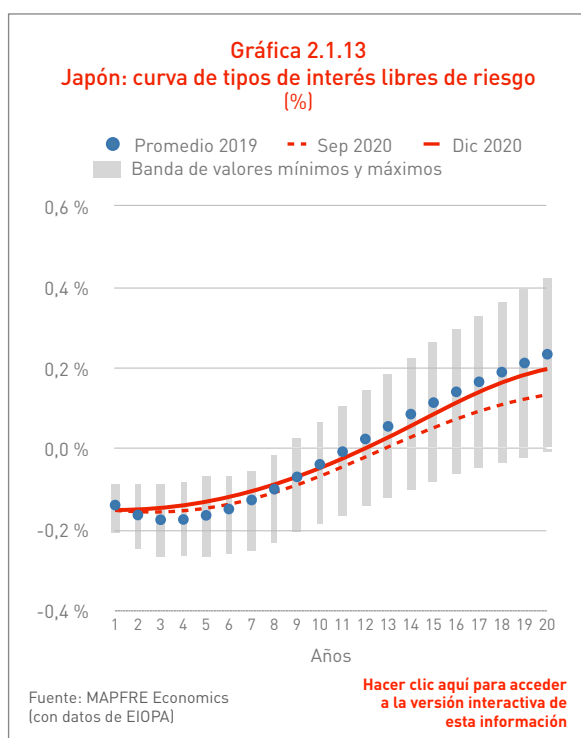
En China, las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 8,0% (escenario base) y el 4,7% (escenario estresado), frente al crecimiento estimado en 2020 del 1,5%, lo que ha supuesto una acusada ralentización económica a consecuencia de la crisis sanitaria. Hasta el momento, la pandemia parece controlada y mejoran las expectativas de crecimiento, siendo la única de las grandes economías del mundo que crecerá en 2020. El amplio programa de estímulos fiscales y monetarios



### 2.1.13 Japón

Las expectativas económicas para la economía japonesa en 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 2,6% (escenario base) y el -0,4% (escenario estresado), dependiendo de la evolución de la pandemia. Este crecimiento contrasta con la fuerte contracción económica estimada en 2020 del -5,4%. Ante este panorama, las autoridades continúan extendiendo los amplios paquetes de medidas de expansión fiscal, lo que, unido a las medidas de expansión monetaria ya adoptadas, podría acelerar una recuperación que en cualquier caso será lenta. La acusada caída del PIB estimada para 2020, que se extenderá a los primeros meses de 2021, perjudica al desarrollo del sector asegurador que puede empezar a recuperarse a lo largo del año, en línea con la recuperación económica y del consumo en particular que es el indicador que más se está resintiendo en la presente crisis.

Por otro lado, en las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13) se aprecia que los tipos de interés libres de riesgo apenas han variado 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, que se estima se prolongará aún por largo tiempo, continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio. La caída de los tipos de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, que las entidades aseguradoras de Vida niponas vienen utilizando como inversión alternativa para incrementar la rentabilidad de sus carteras, les puede haber beneficiado en el corto plazo, pero supone una limitación adicional al desarrollo en esta línea de negocio.

### 2.1.14 Filipinas

En Filipinas, las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 6,3% (escenario base) y el -2,9% (escenario estresado), dependiendo de la capacidad para llevar a cabo los programas de vacunaciones y de la evolución de la pandemia. Este crecimiento contrasta con la abrupta contracción económica estimada en 2020 del -9,8%, la cual se estima se prolongará durante los primeros meses de 2021 con un fuerte incremento de la tasa de desempleo e importantes retrocesos en la inversión y en el consumo privado. Esta situación impactará de forma negativa en el sector asegurador, particularmente en el negocio de No Vida, cuyo comportamiento se encuentra muy ligado al ciclo económico en tanto la economía no vuelva al crecimiento previsto en 2021, sobre el que existe aún gran incertidumbre. Como referencia, la crisis asiática de finales de los noventa 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%.

En relación con los seguros de Vida, el Banco Central de Filipinas ha tomado nuevas medidas de bajadas adicionales del tipo de interés de referencia de la política monetaria en el mes de noviembre, situándolo en el 2% (con tres bajadas en el año desde el 4%) y la rentabilidad del bono soberano a diez años, que se situaba en el 4,44% a finales de junio, se encuentra en torno al 3%, con lo que la curva de tipos de interés ha frenado el aplanamiento que venía experimentando y se prevé que vuelva a incrementar su pendiente en 2021, lo que puede ayudar al desarrollo de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias, especialmente cuando llegue la recuperación económica prevista, al poder garantizar tipos a

medio y largo plazo superiores a los tipos a corto.

### 2.1.15 Reaseguro

La situación provocada por la pandemia ha puesto de relieve la importancia de asegurarse contra los riesgos catastróficos, cualquiera que sea su origen, siempre que existan coberturas disponibles en el mercado, y ha puesto presión sobre los precios del reaseguro en un mercado en el que, por la baja frecuencia de este tipo de eventos, hace que tienda a perderse la noción del riesgo real y caiga la demanda y los precios. Por tanto, es de esperar un aumento en los precios del reaseguro en las próximas renovaciones. En este sentido, EIOPA ha advertido en su último informe de estabilidad financiera que este aumento de precios puede dificultar el acceso a la cobertura y a un incremento en la brecha de aseguramiento, con el consiguiente riesgo asociado a esta brecha de protección.

## 2.2 Tendencias regulatorias

### 2.2.1 Tendencias globales

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

En 2020, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS) llevó a cabo su primer ejercicio de valoración del mercado asegurador global desde la óptica de su posible riesgo sistémico, bajo el nuevo marco regulatorio y supervisor denominado "Holistic Framework", aprobado a finales del año anterior. Este ejercicio (*The Global Monitoring Exercise*, GME) forma parte de las medidas de supervisión orientadas a contribuir a la preservación de la estabilidad financiera global y, en 2020, ha sido adaptado con el fin de valorar el impacto de la pandemia en el sector. El resultado de este ejercicio muestra que el mayor impacto tuvo lugar por el lado de los activos, afectando de forma negativa a la rentabilidad y solvencia del sector asegurador, si bien las aseguradoras se mantuvieron resilientes tanto a nivel financiero como operativo, aunque persisten todavía incertidumbres sobre el panorama futuro (el detalle del resultado de este ejercicio se

encuentra en el documento denominado *2020 GIMAR, Covid-19 Edition*<sup>21</sup>).

Por otro lado, en 2020 la IAIS continuó con sus actividades relacionadas con la futura implementación del denominado *Common Framework* (ComFrame), que se refiere al marco armonizado para la supervisión transfronteriza de solvencia de los grupos aseguradores internacionalmente activos (*Internationally Active Insurance Groups*, IAIGs)<sup>22</sup>. Este marco supervisor fue aprobado en el mes de diciembre del año previo y está previsto un período de implementación en dos fases: una primera fase de monitorización de cinco años, que se extenderá a lo largo del período 2020-2025, a la que seguirá una fase de implementación a partir de 2026. El ComFrame contiene una serie de principios centrales (*Insurance Core Principles*, ICPs) aplicables en la supervisión de los IAIGs y un estándar de cálculo de capital para estos grupos aseguradores (*International Capital Standard*, ICS). En la fase de monitorización, el cálculo del capital de solvencia mínimo necesario para las IAIGs será utilizado para su discusión en los colegios de supervisores de forma confidencial y no dará lugar a acciones de supervisión basadas en los resultados de la aplicación de este estándar. La información proporcionada por los supervisores en este proceso ayudará a efectuar mejoras adicionales, previas a la implementación del estándar como requisito de capital obligatorio (*Prescribed Capital Requirement*, PCR).

Por último, además de las actividades relacionadas con el "*Holistic Framework*" y el ICS, el principal objetivo de la IAIS para 2021 es el desarrollo de actividades centradas en reforzar la resiliencia de las aseguradoras con intercambios de información entre supervisores y orientaciones para la supervisión de riesgos emergentes con tendencia a acelerarse como la innovación tecnológica y los ciberriesgos, así como el riesgo climático. En relación con el "*Holistic Framework*", para la valoración del riesgo sistémico, se están reforzando las actividades de valoración del riesgo de liquidez y se sigue avanzando en el desarrollo de los criterios para la valoración de la importancia sistémica de las entidades aseguradoras.

## 2.2.2 Unión Europea

### Solvencia II: revisión del marco normativo

El 17 de diciembre de 2020, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) publicó el documento técnico remitido a la Comisión Europea que contiene su opinión sobre los aspectos que debería abordar la reforma del marco normativo de Solvencia II<sup>23</sup>. Se trata de un documento de gran trascendencia ya que servirá de apoyo a la Comisión Europea para la elaboración de su propuesta legislativa de reforma, la cual debería estar terminada en el tercer trimestre de 2021. Una vez preparada la propuesta de la Comisión, esta deberá someterse al proceso de discusión y aprobación por parte de los colegisladores (Consejo y Parlamento Europeo), por lo que la publicación definitiva de la reforma en el Diario Oficial de la Unión Europea podría demorarse hasta el año 2022.

La idea general expresada por EIOPA es que el marco normativo de Solvencia II está funcionando adecuadamente y que la capacidad de gestión de riesgos de las entidades aseguradoras y sus grupos se ha reforzado significativamente a raíz de su implementación. Por ello, sugiere una evolución de este marco normativo, en lugar de una revolución. Sin embargo, plantea cambios relevantes en algunos aspectos clave como puede ser el cálculo de las cargas de capital por el riesgo de tipos de interés, las curvas de tipos de interés, el ajuste de volatilidad o el margen de riesgo relevantes para el cálculo de las provisiones técnicas, entre otros aspectos. Contiene, asimismo, una propuesta novedosa en relación con las inversiones en renta variable, apuntando que la capacidad para mantener este tipo de valores es mayor si respaldan obligaciones de seguros ilíquidas a largo plazo, lo que justificaría un tratamiento prudencial más favorable.

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

El pasado mes de diciembre, EIOPA publicó su último informe de estabilidad financiera<sup>24</sup>. El informe pone de relieve que continuamos inmersos en una crisis económica que todavía

no ha terminado, subsistiendo incertidumbres en cuanto a la duración, profundidad y resiliencia de hogares y empresas, que empiezan a sufrir una caída en su renta disponible, agravada por los nuevos cierres en la mayor parte de los países europeos, a consecuencia de la segunda ola de la pandemia. También advierte de los posibles efectos abruptos que pueda tener la retirada de los estímulos fiscales de ayuda que están recibiendo. Sin embargo, las noticias sobre la vacuna y la posible reducción de las tensiones geopolíticas pueden de algún modo mitigar los riesgos y aumentar la esperanza de que 2021 sea un año en el que las economías empiecen a recuperarse.

El informe indica que las aseguradoras europeas han podido resistir la dramática situación y el régimen de Solvencia II les ha ayudado a una mejor alineación de su capital con el riesgo, aumentar su resiliencia y potenciar buenas prácticas en su gestión de riesgos. No obstante, indica que la incertidumbre permanece alta, pudiendo todavía impactar en sus modelos de negocio, posición financiera, de liquidez y de solvencia. En este sentido, apunta que el entorno de bajos tipos de interés, que se prolongará por más tiempo, continúa siendo la principal preocupación tanto para el sector asegurador como para el de pensiones y supone un reto para la rentabilidad de la banca, para las compañías aseguradoras y para los fondos de pensiones. Pero apunta otros riesgos que emergen a causa de la pandemia, como las rebajas en la calificación crediticia de las empresas, el incremento de las quiebras, el desempleo, la esperada caída en el precio de los inmuebles de uso comercial o el aumento de la morosidad bancaria que puede afectar a las aseguradoras y a los fondos de pensiones por su alta interconexión con el sector bancario.

Por otro lado, el informe también pone de manifiesto que, a consecuencia de la crisis, los niveles de la deuda pública se han incrementado dramáticamente. Destaca que las primas de riesgo y la volatilidad se han reducido de forma acusada como resultado de los programas de adquisición de activos del BCE. Esto ha contribuido de forma significativa a mitigar la alimentación recíproca entre el riesgo soberano y el bancario en los países

periféricos de la zona euro, lo que conlleva un efecto positivo de contención del riesgo para las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones.

A pesar de los tiempos turbulentos que se están viviendo, EIOPA apunta en su informe que va a seguir prestando atención a otros objetivos de largo plazo como las finanzas sostenibles y la digitalización, con el objetivo de que las aseguradoras y los fondos de pensiones puedan gestionar y mitigar no solo los riesgos climático y cibernético, sino también reflejar las preferencias de los tomadores de seguros y de los partícipes de los planes de pensiones en sus inversiones, y aprovechen oportunidades de negocio para apoyar activamente la transición hacia economías sostenibles y digitales.

## Apéndice: previsiones macroeconómicas

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

|  | Escenario Base (EB) |      |      |         |         |         |
|--|---------------------|------|------|---------|---------|---------|
|  | 2017                | 2018 | 2019 | 2020(e) | 2021(p) | 2022(p) |
| Estados Unidos                         | 2,3                 | 3,0  | 2,2  | -3,5    | 3,9     | 2,8     |
| <b>Eurozona</b>                        | 2,7                 | 1,9  | 1,3  | -7,3    | 4,5     | 4,5     |
| Alemania                               | 2,9                 | 1,3  | 0,6  | -5,5    | 3,6     | 4,1     |
| Francia                                | 2,3                 | 1,8  | 1,5  | -9,8    | 6,0     | 7,0     |
| Italia                                 | 1,7                 | 0,8  | 0,3  | -8,8    | 4,6     | 3,9     |
| España                                 | 3,0                 | 2,4  | 2,0  | -11,3   | 6,1     | 6,3     |
| Reino Unido                            | 1,7                 | 1,3  | 1,3  | -11,4   | 5,7     | 6,1     |
| Japón                                  | 2,2                 | 0,3  | 0,7  | -5,4    | 2,6     | 2,4     |
| Mercados emergentes                    | 4,8                 | 4,5  | 3,7  | -3,3    | 6,0     | 4,9     |
| <b>América Latina<sup>1</sup></b>      | 1,2                 | 1,0  | 0,0  | -8,1    | 3,6     | 3,6     |
| México                                 | 2,3                 | 2,2  | -0,0 | -9,0    | 3,4     | 2,0     |
| Brasil                                 | 1,6                 | 1,7  | 1,4  | -4,7    | 3,2     | 2,7     |
| Argentina                              | 2,8                 | -2,4 | -2,1 | -10,7   | 4,4     | 2,3     |
| <b>Emergentes europeos<sup>2</sup></b> | 3,3                 | 6,0  | 2,1  | -4,6    | 3,9     | 4,9     |
| Turquía                                | 7,4                 | 3,3  | 0,8  | 1,2     | 2,8     | 3,4     |
| <b>Asia Pacífico<sup>3</sup></b>       | 6,3                 | 6,1  | 5,7  | -3,5    | 6,5     | 6,2     |
| China                                  | 7,0                 | 6,8  | 6,1  | 1,5     | 8,0     | 5,0     |
| Indonesia                              | 5,1                 | 5,2  | 5,0  | -2,1    | 5,1     | 6,4     |
| Filipinas                              | 6,9                 | 6,3  | 6,0  | -9,8    | 6,3     | 7,0     |
| <b>Mundo</b>                           | 3,8                 | 3,6  | 2,8  | -4,4    | 5,2     | 4,2     |

|  | Escenario Estresado (EE) |      |      |         |         |         |
|--|--------------------------|------|------|---------|---------|---------|
|  | 2017                     | 2018 | 2019 | 2020(e) | 2021(p) | 2022(p) |
| Estados Unidos                         | 2,3                      | 3,0  | 2,2  | -3,5    | -0,2    | 3,8     |
| <b>Eurozona</b>                        | 2,7                      | 1,9  | 1,3  | -7,3    | -0,5    | 5,4     |
| Alemania                               | 2,9                      | 1,3  | 0,6  | -5,5    | -0,6    | 4,3     |
| Francia                                | 2,3                      | 1,8  | 1,5  | -9,8    | 0,1     | 4,6     |
| Italia                                 | 1,7                      | 0,8  | 0,3  | -8,8    | 0,3     | 4,9     |
| España                                 | 3,0                      | 2,4  | 2,0  | -11,3   | -0,6    | 9,1     |
| Reino Unido                            | 1,7                      | 1,3  | 1,3  | -11,4   | 0,1     | 6,7     |
| Japón                                  | 2,2                      | 0,3  | 0,7  | -5,4    | -0,4    | 2,1     |
| Mercados emergentes                    | 4,8                      | 4,5  | 3,7  | -3,3    | 1,7     | 5,0     |
| <b>América Latina<sup>1</sup></b>      | 1,2                      | 1,0  | 0,0  | -8,1    | 2,4     | 3,1     |
| México                                 | 2,3                      | 2,2  | -0,0 | -9,0    | 0,7     | 3,6     |
| Brasil                                 | 1,6                      | 1,7  | 1,4  | -4,7    | -0,1    | 3,1     |
| Argentina                              | 2,8                      | -2,4 | -2,1 | -10,7   | 0,9     | 2,5     |
| <b>Emergentes europeos<sup>2</sup></b> | 3,3                      | 6,0  | 2,1  | -4,6    | 0,3     | 6,5     |
| Turquía                                | 7,4                      | 3,3  | 0,8  | 1,2     | -1,8    | 5,5     |
| <b>Asia Pacífico<sup>3</sup></b>       | 6,3                      | 6,1  | 5,7  | -3,5    | 6,1     | 6,7     |
| China                                  | 7,0                      | 6,8  | 6,1  | 1,5     | 4,7     | 5,3     |
| Indonesia                              | 5,1                      | 5,2  | 5,0  | -2,1    | 0,7     | 5,8     |
| Filipinas                              | 6,9                      | 6,3  | 6,0  | -9,8    | -2,9    | 8,9     |
| <b>Mundo</b>                           | 3,8                      | 3,6  | 2,8  | -4,4    | 0,9     | 4,7     |

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

<sup>1</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; <sup>2</sup>Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; <sup>3</sup>Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)  
Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

|                                  | Escenario Base (EB) |      |      |         |         |         |
|----------------------------------|---------------------|------|------|---------|---------|---------|
|                                  | 2017                | 2018 | 2019 | 2020(e) | 2021(p) | 2022(p) |
| Estados Unidos                   | 2,1                 | 1,9  | 2,3  | 1,1     | 1,8     | 1,8     |
| Eurozona                         | 1,4                 | 1,9  | 1,0  | -0,1    | 1,4     | 1,3     |
| Alemania                         | 1,4                 | 1,6  | 1,5  | -0,1    | 2,0     | 1,6     |
| Francia                          | 1,1                 | 1,9  | 1,1  | 0,5     | 0,6     | 1,6     |
| Italia                           | 0,9                 | 1,1  | 0,5  | -0,4    | 0,6     | 0,8     |
| España                           | 1,1                 | 1,2  | 0,8  | -0,6    | 1,1     | 0,8     |
| Reino Unido                      | 2,7                 | 2,0  | 1,3  | 0,6     | 1,8     | 1,6     |
| Japón                            | 0,6                 | 0,9  | 0,5  | -0,6    | -0,3    | 0,3     |
| Mercados emergentes              | 4,3                 | 4,8  | 4,7  | 5,0     | 4,7     | 4,7     |
| América Latina <sup>1</sup>      | 6,0                 | 6,2  | 7,2  | 6,2     | 6,7     | 6,7     |
| México                           | 6,8                 | 4,8  | 2,8  | 3,6     | 2,6     | 2,1     |
| Brasil                           | 2,9                 | 3,7  | 4,3  | 3,5     | 3,4     | 3,3     |
| Argentina                        | 23,3                | 47,4 | 52,2 | 38,7    | 39,4    | 29,6    |
| Emergentes europeos <sup>2</sup> | 5,4                 | 6,2  | 4,0  | 5,2     | 5,2     | 6,2     |
| Turquía                          | 11,9                | 20,3 | 11,8 | 13,3    | 10,8    | 10,4    |
| Asia Pacífico <sup>3</sup>       | 2,6                 | 3,0  | 3,0  | 1,5     | 2,6     | 2,8     |
| China                            | 1,8                 | 2,2  | 4,3  | 0,4     | 3,0     | 2,3     |
| Indonesia                        | 3,5                 | 3,3  | 2,7  | 1,5     | 2,1     | 2,6     |
| Filipinas                        | 3,0                 | 5,9  | 1,5  | 2,5     | 2,6     | 3,3     |
| Mundo                            | 3,0                 | 3,3  | 3,1  | 2,8     | 2,8     | 3,8     |

|                                  | Escenario Estresado (EE) |      |      |         |         |         |
|----------------------------------|--------------------------|------|------|---------|---------|---------|
|                                  | 2017                     | 2018 | 2019 | 2020(e) | 2021(p) | 2022(p) |
| Estados Unidos                   | 2,1                      | 1,9  | 2,3  | 1,1     | 1,1     | 2,0     |
| Eurozona                         | 1,4                      | 1,9  | 1,0  | -0,1    | 0,4     | 1,3     |
| Alemania                         | 1,4                      | 1,6  | 1,5  | -0,1    | 1,1     | 1,7     |
| Francia                          | 1,1                      | 1,9  | 1,1  | 0,5     | 0,2     | 1,2     |
| Italia                           | 0,9                      | 1,1  | 0,5  | -0,4    | -0,3    | 0,8     |
| España                           | 1,1                      | 1,2  | 0,8  | -0,6    | -0,5    | 0,4     |
| Reino Unido                      | 2,7                      | 2,0  | 1,3  | 0,6     | 0,9     | 1,6     |
| Japón                            | 0,6                      | 0,9  | 0,5  | -0,6    | -1,7    | -0,4    |
| Mercados emergentes              | 4,3                      | 4,8  | 4,7  | 5,0     | 4,3     | 4,1     |
| América Latina <sup>1</sup>      | 6,0                      | 6,2  | 7,2  | 6,2     | 10,5    | 9,0     |
| México                           | 6,8                      | 4,8  | 2,8  | 3,6     | 2,6     | 2,3     |
| Brasil                           | 2,9                      | 3,7  | 4,3  | 3,5     | 2,9     | 2,8     |
| Argentina                        | 23,3                     | 47,4 | 52,2 | 38,7    | 40,9    | 29,4    |
| Emergentes europeos <sup>2</sup> | 5,4                      | 6,2  | 4,0  | 5,2     | 2,8     | 2,8     |
| Turquía                          | 11,9                     | 20,3 | 11,8 | 13,3    | 10,5    | 10,0    |
| Asia Pacífico <sup>3</sup>       | 2,6                      | 3,0  | 3,0  | 1,5     | 1,8     | 2,5     |
| China                            | 1,8                      | 2,2  | 4,3  | 0,4     | 2,0     | 2,4     |
| Indonesia                        | 3,5                      | 3,3  | 2,7  | 1,5     | 1,5     | 2,2     |
| Filipinas                        | 3,0                      | 5,9  | 1,5  | 2,5     | 1,9     | 2,8     |
| Mundo                            | 3,0                      | 3,3  | 3,1  | 2,8     | 2,2     | 2,6     |

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

|                | Escenario Base (EB) |      |      |         |         |         |
|----------------|---------------------|------|------|---------|---------|---------|
|                | 2017                | 2018 | 2019 | 2020(e) | 2021(p) | 2022(p) |
| Estados Unidos | 2,40                | 2,69 | 1,92 | 0,93    | 1,28    | 1,56    |
| Eurozona       | 1,13                | 1,17 | 0,32 | -0,19   | -0,02   | 0,35    |

|                | Escenario Esresado (EE) |      |      |         |         |         |
|----------------|-------------------------|------|------|---------|---------|---------|
|                | 2017                    | 2018 | 2019 | 2020(e) | 2021(p) | 2022(p) |
| Estados Unidos | 2,40                    | 2,69 | 1,92 | 0,93    | 0,74    | 1,03    |
| Eurozona       | 1,13                    | 1,17 | 0,32 | -0,19   | -0,02   | 0,36    |

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)  
 Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

|         | Escenario Base (EB) |        |        |         |         |         |
|---------|---------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
|         | 2017                | 2018   | 2019   | 2020(e) | 2021(p) | 2022(p) |
| USD-EUR | 0,83                | 0,87   | 0,89   | 0,83    | 0,83    | 0,82    |
| EUR-USD | 1,20                | 1,15   | 1,12   | 1,21    | 1,21    | 1,22    |
| GBP-USD | 1,35                | 1,28   | 1,32   | 1,36    | 1,37    | 1,39    |
| USD-JPY | 112,90              | 110,83 | 109,12 | 104,46  | 104,32  | 104,30  |
| USD-CNY | 6,51                | 6,88   | 6,99   | 6,60    | 6,53    | 6,51    |

|         | Escenario Estresado (EE) |        |        |         |         |         |
|---------|--------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
|         | 2017                     | 2018   | 2019   | 2020(e) | 2021(p) | 2022(p) |
| USD-EUR | 0,83                     | 0,87   | 0,89   | 0,83    | 0,83    | 0,82    |
| EUR-USD | 1,20                     | 1,15   | 1,12   | 1,21    | 1,21    | 1,22    |
| GBP-USD | 1,35                     | 1,28   | 1,32   | 1,36    | 1,36    | 1,38    |
| USD-JPY | 112,90                   | 110,83 | 109,12 | 104,46  | 102,18  | 102,82  |
| USD-CNY | 6,51                     | 6,88   | 6,99   | 6,60    | 6,58    | 6,53    |

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)  
 Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.

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

|                | Escenario Base (EB) |      |      |         |         |         |
|----------------|---------------------|------|------|---------|---------|---------|
|                | 2017                | 2018 | 2019 | 2020(e) | 2021(p) | 2022(p) |
| Estados Unidos | 1,50                | 2,50 | 1,75 | 0,25    | 0,25    | 0,25    |
| Eurozona       | 0,00                | 0,00 | 0,00 | 0,00    | 0,00    | 0,00    |
| China          | 3,25                | 3,30 | 3,25 | 3,00    | 2,75    | 2,75    |

|                | Escenario Estresado (EE) |      |      |         |         |         |
|----------------|--------------------------|------|------|---------|---------|---------|
|                | 2017                     | 2018 | 2019 | 2020(e) | 2021(p) | 2022(p) |
| Estados Unidos | 1,50                     | 2,50 | 1,75 | 0,25    | 0,00    | 0,00    |
| Eurozona       | 0,00                     | 0,00 | 0,00 | 0,00    | 0,00    | 0,00    |
| China          | 3,25                     | 3,30 | 3,25 | 3,00    | 1,00    | 0,75    |

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)  
 Fecha de cierre de previsiones: 4 enero 2021.





# Índice de tablas, gráficas y recuadros

## Tablas

|              |  |    |
|--------------|--|----|
| Tabla 1.2.1  | Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos . . . . .                      | 37 |
| Tabla 1.2.2  | Eurozona: principales agregados macroeconómicos . . . . .                            | 39 |
| Tabla 1.2.3  | España: principales agregados macroeconómicos . . . . .                              | 42 |
| Tabla 1.2.4  | Alemania: principales agregados macroeconómicos . . . . .                            | 45 |
| Tabla 1.2.5  | Italia: principales agregados macroeconómicos . . . . .                              | 47 |
| Tabla 1.2.6  | Reino Unido: principales agregados macroeconómicos . . . . .                         | 49 |
| Tabla 1.2.7  | Japón: principales agregados macroeconómicos . . . . .                               | 51 |
| Tabla 1.2.8  | Turquía: principales agregados macroeconómicos . . . . .                             | 53 |
| Tabla 1.2.9  | México: principales agregados macroeconómicos . . . . .                              | 56 |
| Tabla 1.2.10 | Brasil: principales agregados macroeconómicos . . . . .                              | 58 |
| Tabla 1.2.11 | Argentina: principales agregados macroeconómicos . . . . .                           | 60 |
| Tabla 1.2.12 | China: principales agregados macroeconómicos . . . . .                               | 63 |
| Tabla 1.2.13 | Indonesia: principales agregados macroeconómicos . . . . .                           | 65 |
| Tabla 1.2.14 | Filipinas: principales agregados macroeconómicos . . . . .                           | 67 |
| Tabla A-1    | Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto (PIB) . . . . .                 | 85 |
| Tabla A-2    | Escenarios Base y Estresado: inflación . . . . .                                     | 86 |
| Tabla A-3    | Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años . . . . . | 87 |
| Tabla A-4    | Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio . . . . .                               | 87 |
| Tabla A-5    | Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia . . . . .         | 87 |

## Gráficas

|                 |  |    |
|-----------------|--|----|
| Gráfica 1.1.1-a | Global: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . .                            | 17 |
| Gráfica 1.1.1-b | Desarrollados: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . .                     | 17 |
| Gráfica 1.1.1-c | Emergentes: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . .                        | 17 |
| Gráfica 1.1.1-d | Eurozona: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . .                          | 18 |
| Gráfica 1.1.1-e | Estados Unidos: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . .                    | 18 |
| Gráfica 1.1.1-f | Global: avances en la vacunación . . . . .   | 18 |
| Gráfica 1.1.1-g | Global: PMIs . . . . .   | 19 |
| Gráfica 1.1.1-h | Mercados desarrollados: PMIs . . . . .   | 19 |
| Gráfica 1.1.1-i | Mercados emergentes: PMIs . . . . .  | 19 |
| Gráfica 1.1.2-a | Estimación de compras del BCE bajo el programa PEPP<br>y emisión neta planeada en 2021 . . . . . | 23 |
| Gráfica 1.1.2-b | Acumulado de compras de bonos del BCE . . . . .  | 23 |
| Gráfica 1.1.2-c | Emerging Markets Bonds Index (EMBIs) . . . . .   | 28 |
| Gráfica 1.1.2-d | Flujos acumulados de inversión de cartera . . . . .  | 28 |
| Gráfica 1.1.5-a | Vulnerabilidades y riesgos globales . . . . .  | 32 |
| Gráfica 1.1.5-b | Global: deuda por sectores . . . . .   | 33 |
| Gráfica 1.1.5-c | Mercados desarrollados: deuda por sectores . . . . .   | 34 |
| Gráfica 1.1.5-d | Mercados emergentes: deuda por sectores . . . . .  | 34 |
| Gráfica 1.2.1-a | Estados Unidos: PMIs . . . . .   | 36 |
| Gráfica 1.2.1-b | Estados Unidos: ISM . . . . .  | 36 |
| Gráfica 1.2.1-c | Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                                   | 37 |
| Gráfica 1.2.1-d | Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .                   | 37 |
| Gráfica 1.2.2-a | Eurozona: PMIs . . . . .   | 38 |

|                  |  |    |
|------------------|--|----|
| Gráfica 1.2.2-b  | Eurozona: índice ZEW de expectativas de crecimiento . . . . .                    | 38 |
| Gráfica 1.2.2-c  | Eurozona: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                         | 39 |
| Gráfica 1.2.2-d  | Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .         | 39 |
| Gráfica 1.2.3-a  | España: entrada de turistas . . . . .  | 41 |
| Gráfica 1.2.3-b  | España: PMIs . . . . .   | 41 |
| Gráfica 1.2.3-c  | España: tasa de desempleo . . . . .  | 41 |
| Gráfica 1.2.3-d  | España: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                           | 42 |
| Gráfica 1.2.3-e  | España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .           | 42 |
| Gráfica 1.2.4-a  | Alemania: PMIs . . . . .   | 44 |
| Gráfica 1.2.4-b  | Alemania: índice ZEW de expectativas de crecimiento y situación actual . . . . . | 44 |
| Gráfica 1.2.4-c  | Alemania: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                         | 45 |
| Gráfica 1.2.4-d  | Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .         | 45 |
| Gráfica 1.2.5-a  | Italia: PMIs . . . . .   | 46 |
| Gráfica 1.2.5-b  | Italia: producción industrial . . . . .  | 46 |
| Gráfica 1.2.5-c  | Italia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                           | 47 |
| Gráfica 1.2.5-d  | Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .           | 47 |
| Gráfica 1.2.6-a  | Reino Unido: PMIs . . . . .  | 48 |
| Gráfica 1.2.6-b  | Reino Unido: tipo de cambio . . . . .  | 48 |
| Gráfica 1.2.6-c  | Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                      | 49 |
| Gráfica 1.2.6-d  | Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .      | 49 |
| Gráfica 1.2.7-a  | Japón: PMIs . . . . .  | 50 |
| Gráfica 1.2.7-b  | Japón: activos del banco central . . . . .                                       | 50 |
| Gráfica 1.2.7-c  | Japón: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                            | 51 |
| Gráfica 1.2.7-d  | Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .            | 51 |
| Gráfica 1.2.8-a  | Turquía: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                          | 53 |
| Gráfica 1.2.8-b  | Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .          | 53 |
| Gráfica 1.2.8-c  | Turquía: inflación y tipos de interés . . . . .                                  | 54 |
| Gráfica 1.2.8-d  | Turquía: tipo de cambio . . . . .  | 54 |
| Gráfica 1.2.9-a  | México: PMIs . . . . .   | 55 |
| Gráfica 1.2.9-b  | México: inflación y tipos de interés . . . . .                                   | 55 |
| Gráfica 1.2.9-c  | México: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                           | 56 |
| Gráfica 1.2.9-d  | México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .           | 56 |
| Gráfica 1.2.10-a | Brasil: balance en cuenta corriente . . . . .                                    | 57 |
| Gráfica 1.2.10-b | Brasil: inflación y tipos de interés . . . . .                                   | 57 |
| Gráfica 1.2.10-c | Brasil: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                           | 58 |
| Gráfica 1.2.10-d | Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .           | 58 |
| Gráfica 1.2.11-a | Argentina: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                        | 60 |
| Gráfica 1.2.11-b | Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .        | 60 |
| Gráfica 1.2.11-c | Argentina: inflación y tipos de interés . . . . .                                | 61 |
| Gráfica 1.2.11-d | Argentina: tipo de cambio . . . . .  | 61 |
| Gráfica 1.2.12-a | China: tipos de interés . . . . .  | 62 |
| Gráfica 1.2.12-b | China: tipo de cambio . . . . .  | 62 |
| Gráfica 1.2.12-c | China: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                            | 63 |
| Gráfica 1.2.12-d | China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .            | 63 |
| Gráfica 1.2.13-a | Indonesia: inflación y tipos de interés . . . . .                                | 64 |
| Gráfica 1.2.13-b | Indonesia: tipo de cambio . . . . .  | 64 |
| Gráfica 1.2.13-c | Indonesia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                        | 65 |
| Gráfica 1.2.13-d | Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .        | 65 |
| Gráfica 1.2.14-a | Filipinas: inflación y tipos de interés . . . . .                                | 66 |
| Gráfica 1.2.14-b | Filipinas: tipo de cambio . . . . .  | 66 |
| Gráfica 1.2.14-c | Filipinas: descomposición y previsiones del PIB . . . . .                        | 67 |
| Gráfica 1.2.14-d | Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .        | 67 |
| Gráfica 2.1.2    | Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .                   | 70 |
| Gráfica 2.1.6    | Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .                | 72 |
| Gráfica 2.1.7    | Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .             | 77 |

|                |   |    |
|----------------|---|----|
| Gráfica 2.1.8  | Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .  | 78 |
| Gráfica 2.1.9  | México: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .  | 78 |
| Gráfica 2.1.11 | Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . . | 80 |
| Gráfica 2.1.12 | China: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .   | 80 |
| Gráfica 2.1.13 | Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .   | 81 |

## Recuadros

|                  |   |    |
|------------------|---|----|
| Recuadro 1.1.2-a | ¿Cuándo se recuperará el nivel de PIB pre Covid-19?<br>Análisis para economías seleccionadas en el escenario base . . . . . | 20 |
| Recuadro 1.1.2-b | Actualización de política monetaria . . . . .   | 24 |
| Recuadro 2.1.5   | Desempeño del sector asegurador español:<br>previsiones de crecimiento de primas . . . . .                                  | 73 |



## Referencias

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

2/ La Organización Mundial de la Salud (OMS) estima que en 2021 se podrán producir en total cerca de 8 mil millones de vacunas. Esto quiere decir que, en el mejor de los casos, se inmunizará a la mitad de la población global a finales de año. La biología determinará si esto es suficiente para alcanzar la inmunidad de grupo.

3/ Véase la sección interactiva “Respuesta institucional a la crisis Covid-19 y efectos en el crecimiento esperado” elaborado por MAPFRE Economics, en: <https://app.klipfolio.com/published/caccb158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/respuesta-institucional-a-la-crisis-covid19-y-efectos-en-el-crecimiento-esperado>

4/ La teoría del equilibrio de carteras dispone que, ante un exceso de liquidez, la prima de riesgo disminuye para que el valor de los activos se equipare al del efectivo, aumentando crecientemente el precio de los activos de peor calidad hasta que existe una corrección que ajusta su valor a los fundamentales.

5/ Aunque el número de quiebras en este último se asemeja a la etapa pre-Lahman, descartamos por ahora una crisis sistémica de similar índole, puesto que los balances de las familias están más saneados.

6/ Una cuestión que se definirá como clave en los próximos años es entender cuáles de los efectos de la crisis actual tendrán un carácter transitorio o permanente, algo que depende de los desequilibrios previamente existentes y el espacio efectivo de las pollitas publicas.

7/ Los últimos hechos acaecidos en los Estados Unidos (la toma del Capitolio por simpatizantes de D. Trump), demuestran el nivel de tensión e incertidumbre al que el mundo está sometido hoy día.

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

9/ Véanse las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), “Curvas EIOPA”, en: <https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa>

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

11/ Que es esperable, en la medida en que vendrá por efecto de salida de la crisis.

12/ El ejercicio de monetización de la deuda actual puede tener efectos sobre la inflación a través del mecanismo monetario tradicional, pero también al romper la dinámica perversa existente entre comunicación de la política monetaria y estancamiento secular que se en nuestro informe: Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Panorama económico y sectorial 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.

13/ Si la distribución es eficiente en el primer trimestre de 2021 y se acelera la inmunización de grupo, la salida efectiva de la epidemia podría conseguirse, en el mejor de los casos, al término del segundo trimestre del año. De no ser así, en caso de presentarse una mayor lentitud en el proceso, la inmunidad se conseguiría a lo largo del cuarto trimestre de 2021. Esto define las bandas de nuestros escenarios *base* y *estresado* de la visión central considerada en este informe.

14/ Véase la sección interactiva “[Respuesta institucional a la crisis Covid-19 y efectos en el crecimiento esperado](https://app.klipfolio.com/published/caccb158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/respuesta-institucional-a-la-crisis-covid19-y-efectos-en-el-crecimiento-esperado)” elaborado por MAPFRE Economics, en: <https://app.klipfolio.com/published/caccb158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/respuesta-institucional-a-la-crisis-covid19-y-efectos-en-el-crecimiento-esperado>

15/ El 24 de diciembre se alcanzó un acuerdo de máximos por el cual Reino Unido abandona definitivamente la Unión Europea. Este acuerdo tendrá, con toda probabilidad, un formato como el CETA de la Unión Europea con Canadá, por el cual se eliminan o reducen casi todas las barreras arancelarias y se le promociona a la adhesión comercial a un modo de reglas de terreno de juego homogéneas. Se estima que la salida de la Unión Europea costará al Reino Unido aproximadamente entre 1 y 4 puntos porcentuales del PIB, mientras que para Europa el efecto será de entre 0,3 y 0,5 puntos porcentuales.

16/ Véase: MAPFRE Economics (2020), *Panorama económico y sectorial 2020: perspectivas hacia el cuarto trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE, pp. 28-31.

17/ Véase la sección interactiva “[Deuda global](https://app.klipfolio.com/published/f61b3fd9e8cfd5f59e6c4b1763c4b8c0/deuda-global)” elaborado por MAPFRE Economics, en: <https://app.klipfolio.com/published/f61b3fd9e8cfd5f59e6c4b1763c4b8c0/deuda-global>

18/ Este paquete de estímulo se encuentra actualmente en revisión tras la propuesta republicana de más que triplicar el valor de las transferencias planeadas.

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

20/ Datos de ICEA, extraídos de una muestra que cubre el 95,12% del sector asegurador español.

21/ Véase: <https://www.iaisweb.org/file/94221/iais-global-insurance-market-report-2020>

22/ Véase: <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/comment-letters/file/94256/iais-comments-on-iasb-business-combinations-goodwill-and-impairment/29.12.2020>

23/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/content/opinion-2020-review-of-solvency-ii\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/content/opinion-2020-review-of-solvency-ii_en)

24/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/content/financial-stability-report-december-2020\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/content/financial-stability-report-december-2020_en)

## Otros informes de MAPFRE Economics

MAPFRE Economics (2020), *GIP-MAPFRE 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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), *GIP-MAPFRE 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

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

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *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.

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





## **AVISO**

Este documento ha sido preparado por 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 está sujeto a cambios dependiendo de variables tales como el contexto económico y el comportamiento de los mercados. En esta medida, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan cualquier responsabilidad respecto de la actualización de esos contenidos o de dar aviso de los mismos.

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

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



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