



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2021:
PERSPECTIVAS HACIA
EL CUARTO TRIMESTRE

MAPFRE Σeconomics

**Panorama económico
y sectorial 2021:
perspectivas hacia el
cuarto trimestre**

Este estudio ha sido elaborado por MAPFRE Economics.
Los derechos para su edición han sido cedidos a Fundación MAPFRE.

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

Citar como:

MAPFRE Economics (2021), *Panorama económico y sectorial 2021:
perspectivas hacia el cuarto trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

MAPFRE Economics - 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

Octubre, 2021.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Ricardo Rojas Díaz

jrroja1@mapfre.com

Vicente Balmaseda del Campo

Álvaro Guillén Marín

David Esteban Montes Rojas

Gadea Ibáñez Franco

Marta Seijas Cabezón

Contenido

Resumen ejecutivo	9
1. Panorama económico	
1.1 El panorama económico global	13
1.1.1 Escenarios de la recuperación	13
1.1.2 Balance de riesgos	32
1.2 Perspectivas y balance de riesgos 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	49
1.2.7 Japón	51
1.2.8 Turquía	54
1.2.9 México	56
1.2.10 Brasil	59
1.2.11 Argentina	62
1.2.12 China	64
1.2.13 Indonesia	67
1.2.14 Filipinas	70

2. Panorama sectorial	
2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización.	73
2.1.1 Mercados globales	73
2.1.2 Eurozona	74
2.1.3 Alemania	75
2.1.4 Italia	75
2.1.5 España	76
2.1.6 Reino Unido	86
2.1.7 Estados Unidos	87
2.1.8 Brasil	88
2.1.9 México	97
2.1.10 Argentina	98
2.1.11 Turquía	99
2.1.12 China	99
2.1.13 Japón	100
2.1.14 Filipinas	101
2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión ...	101
Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas	103
Índice de gráficas, tablas y recuadros	107
Referencias	111

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2021: perspectivas hacia el cuarto trimestre

Panorama económico

Los más recientes datos obtenidos relacionados con la actividad económica a nivel mundial presentan un entorno de mayor tensión sobre los precios de consumo a nivel global, especialmente en los países emergentes, atenuando así las expectativas de crecimiento. En este contexto, se observan, entre otros efectos, una leve desaceleración de la economía en China, como resultado del ajuste inmobiliario (a nivel local) originado por Evergrande, una aceleración de la inflación debido al repunte de la demanda global y a las restricciones energéticas, así como a las interrupciones de oferta a consecuencia del daño causado por el Covid-19 sobre las cadenas de valor global, sobre todo en industrias de componentes que, en general, afectan a la capacidad de servir la demanda de bienes manufacturados.

En el escenario base contemplado en este informe, el mundo crecerá 5,9% en 2021 (contra el 6,0% previsto hace tres meses), con una aportación mayor por parte de los mercados desarrollados respecto a los mercados emergentes. Estos últimos se enfrentarán a algunos retos importantes como son la penetración de la vacunación, los efectos de la desaceleración china sobre la importación de materias primas, las

condiciones financieras, el efecto desigual de la inflación y la variedad de las políticas públicas llevadas a cabo, entre otros. De esta forma, la capacidad de recuperación a nivel global podría alargarse hasta el 2023, debido a los cuellos de botella y restricciones de oferta derivados de las tensiones geopolíticas, la crisis energética y los problemas de logística portuaria, entre otros, que podrían afectar al comercio y a la producción manufacturera global.

A pesar de ello, en el escenario base parece que la economía global enfrenta una inflación de carácter transitorio que no alterará el “*forward guidance*” de los bancos centrales de los países desarrollados, preservando unas condiciones monetarias laxas durante el 2022, y suavizando los ritmos de adquisición de activos sin alterar las expectativas de tipos, ayudando así a que la liquidez siga siendo abundante. En los mercados emergentes, sin embargo, con un mecanismo de formación de precios que actúa de forma distinta como resultado de no haber mantenido durante un largo período niveles de inflación baja y tipos de interés deprimidos, los bancos centrales han comenzado a actuar elevando tipos de interés y creando condiciones más difíciles para la reactivación económica.

En cuanto al escenario alternativo (estresado) considerado en este informe, el mercado puede verse sorprendido por una reacción monetaria más agresiva, causada por la naturaleza algo más persistente de la inflación, que conllevaría a peores condiciones

financieras y a cierta volatilidad nominal. En este contexto, la demanda doméstica podría verse muy afectada con unos consumidores luchando por mantener los ingresos reales ante la subida de los precios. Así, la cifra global del crecimiento del PIB podría verse reducida en medio punto.

En términos generales, el marco geopolítico global permanecerá estable, con reequilibrios al alza y a la baja. Respecto a la deuda global, las economías desarrolladas seguirán manteniendo unos niveles netamente superiores a los registrados antes de la pandemia bajo el apoyo de una política monetaria ampliamente acomodaticia, mientras que en las economías emergentes el riesgo es más evidente con un proceso de endurecimiento monetario más avanzado ante las mayores presiones inflacionarias y donde la sostenibilidad de la deuda continúa supeditada a una política monetaria permisiva. En cuanto a la política económica, las perspectivas inflacionistas de los principales bancos centrales todavía descansan sobre un repunte al alza de carácter limitado y transitorio; sin embargo, estas podrían verse reducidas por los obstáculos que las cadenas de suministros global se siguen encontrando. Por otro lado, los avances en la vacunación permiten aliviar las restricciones globales de forma notoria en los países desarrollados y con un ritmo más pausado en los países emergentes.

Panorama sectorial

Las perspectivas para los mercados aseguradores a nivel mundial siguen una clara tendencia hacia la mejoría, en línea con unas expectativas de recuperación económica que llevarán al PIB global por encima del nivel anterior a la pandemia, sustentado en el fuerte crecimiento de los Estados Unidos y de las economías emergentes y en desarrollo asiáticas. Mejoran también las previsiones para América Latina, por el buen comportamiento de algunas de sus principales economías, lo que está repercutiendo favorablemente en los principales mercados de su sector asegurador. No obstante, muchas economías

tendrán que esperar a 2022 para recuperar su nivel previo a la crisis, por lo que la recuperación de sus mercados aseguradores puede mostrarse desigual con una salida más lenta.

Por otro lado, la siniestralidad de las entidades aseguradoras tiende a repuntar por el mayor número de reclamaciones derivadas del proceso de reapertura (que afectan particularmente a los negocios de autos y de salud) y por el incremento del coste que puede conllevar las tensiones inflacionistas que están sufriendo muchos mercados. Estos factores, junto con la caída en la rentabilidad de las inversiones por las políticas monetarias ultra acomodaticias, pueden afectar de forma negativa a la rentabilidad de las entidades aseguradoras, poniendo presión a su vez sobre los precios de los seguros.

Los bancos centrales de muchas economías comienzan a plantearse una posible retirada gradual de sus medidas de política monetaria ultra laxas ante el repunte de la inflación y la mejora de la situación económica, lo cual se ha visto reflejado en las curvas de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), que muestran un incremento de los tipos en todos los tramos de las curvas analizadas, con alguna notable excepción como es el caso de China. Algunos países emergentes se han visto obligados ya a revertir parte de las medidas adoptadas en apoyo de sus economías, e incluso en algunos casos a cambiar la orientación hacia una política monetaria restrictiva con fuertes subidas de tipos de interés ante una inflación más persistente de lo esperado y que excede con creces su objetivo de inflación, como es el caso de Brasil y México. Estas subidas de tipos están generando un entorno más favorable para el desarrollo del negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales. En este sentido, los mercados de los seguros de Vida en Brasil y en México están experimentando un importante crecimiento en su volumen de negocio, en lo que también influye una mayor demanda de protección contra el riesgo de fallecimiento a raíz de la pandemia.

Es también de destacar que, una vez superada la extrema incertidumbre que generó un movimiento hacia posiciones de liquidez de los agentes económicos en las fases agudas de la pandemia, se está incrementando el apetito de hogares y empresas por la protección frente al riesgo de fallecimiento y por productos financieros que les permitan cubrirse contra la inflación y obtener una rentabilidad de sus ahorros, lo cual favorece también el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión.

En la Eurozona, mejoran las perspectivas de crecimiento económico (aunque en 2021 no se espera alcanzar los niveles del PIB anteriores a la pandemia) favoreciendo el desarrollo de su negocio asegurador, especialmente de los seguros de Vida que resultaron muy afectados por el movimiento hacia la liquidez que se sumó al prolongado entorno de bajos tipos de interés. El índice Euro Stoxx 50 ha sufrido un ligero repunte en su volatilidad, pero continúa mostrando un buen comportamiento, lo cual favorece el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, especialmente en el entorno de tipos de interés negativos como el actual. Las disrupciones en las cadenas de suministros, sin embargo, están afectando de manera particular al sector automovilístico por la escasez de chips necesarios para su producción, lo que está lastrando las nuevas matriculaciones y repercute de forma negativa en el negocio de los seguros de autos.

En España, el sector asegurador sigue mostrando importantes crecimientos tanto en los seguros de No Vida como en los de Vida, aunque en estos últimos es destacable el efecto base encontrándose todavía lejos de alcanzar el nivel precrisis. La renta variable comienza a percibirse como una alternativa para protegerse contra el entorno de bajos tipos de interés y el repunte de la inflación, lo que está favoreciendo el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión que van cobrando importancia ampliándose el abanico de productos que se lanzan al

mercado. El negocio de No Vida nunca llegó a perder el nivel anterior a la crisis y está mostrando crecimientos significativos en términos interanuales, al hilo de la recuperación del crecimiento económico (salvo algunas líneas puntuales de negocio).

En Argentina y Turquía, mejora el panorama para el sector asegurador ante unas perspectivas de recuperación económica por encima de anteriores previsiones, especialmente significativa en el caso de Turquía. No obstante, el banco central argentino ha decidido mantener sus tipos de interés y el turco los ha recortado en el mes de octubre a pesar del fuerte repunte de la inflación, lo que complica la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro en un entorno de tipos de interés reales negativos.

1. Panorama económico

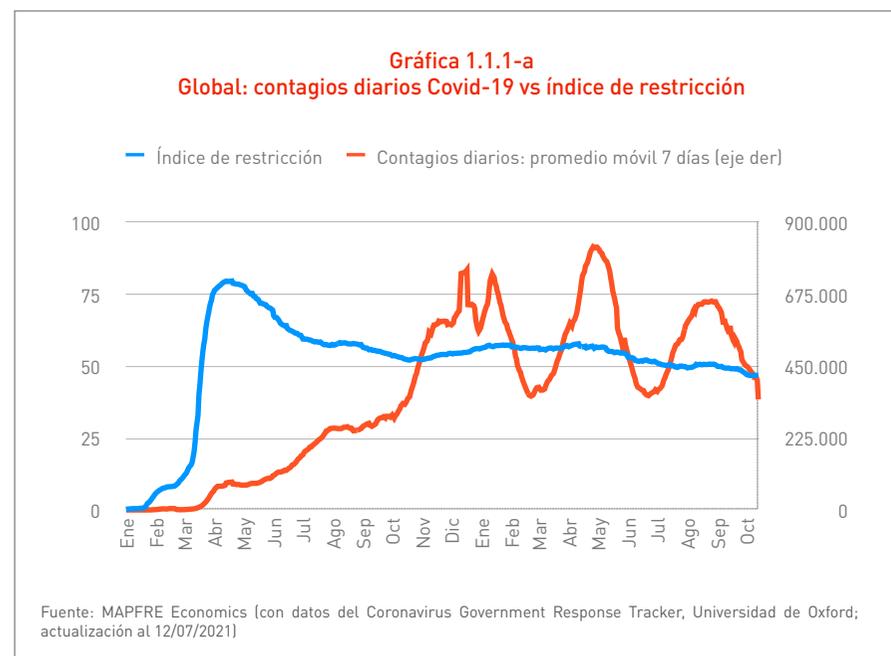
1.1 El panorama económico global

1.1.1 Escenarios de la recuperación

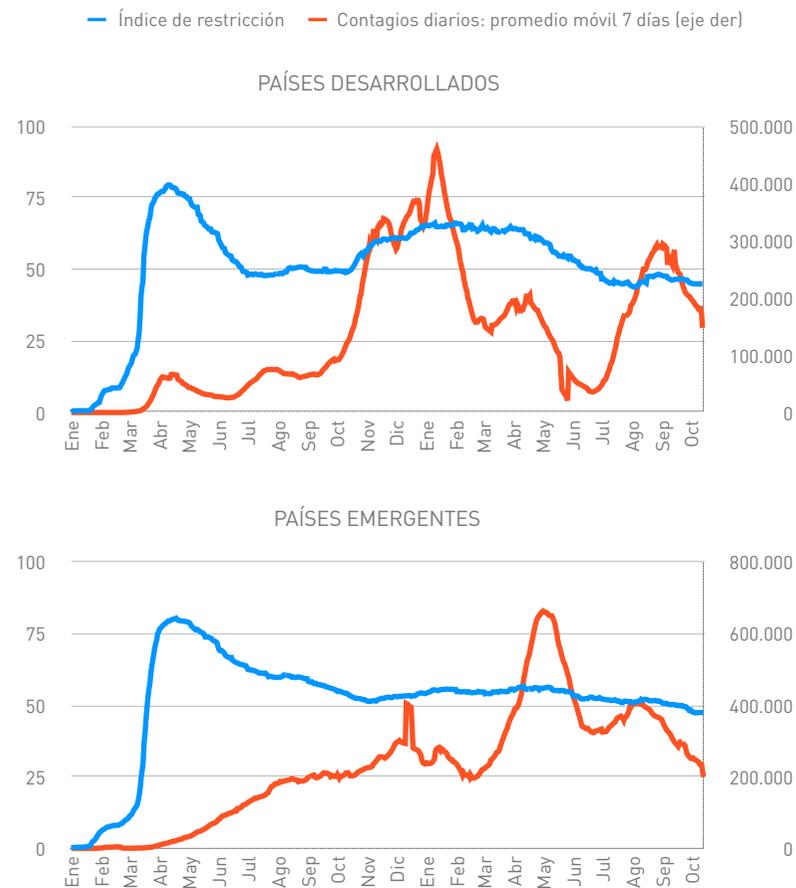
Desde nuestro informe previo¹, la coyuntura global viene enfrentando diversos *shocks* cuyo efecto en el crecimiento de 2021, pese a haber sido anticipado a tiempo, podría haber sido subestimado. De una parte, los datos globales de evolución de la pandemia del Covid-19 parecen indicar el final de la tercera ola, tanto en los países desarrollados como en los emergentes, trayendo consigo la gradual reducción de las medidas de restricción aplicadas para contener el avance de la pandemia (véase las Gráficas 1.1.1-a y 1.1.1-b)². De forma paralela, se ha avanzado en el proceso de aplicación de vacunas, las cuales alcanzan ya un total de 6.760 millones de dosis aplicadas, lo que significa una rápida aproximación a una situación de inmunidad colectiva. Sin embargo, este avance ha sido desigual, mostrando un mayor avance en los países desarrollados que han alcanzado promedios de vacunación cercanos al 80%, lo que ha permitido flexibilizar las restricciones a la actividad económica bajo parámetros de mayor seguridad sanitaria (véase la Gráfica 1.1.1-c).

De otra parte, sin embargo, están las expectativas y los datos de actividad que, a la luz de las últimas mediciones globales y regionales (véase la Gráfica 1.1.1-d) y del aún importante nivel de incertidumbre respecto a la evolución de la pandemia, sugieren atemperar las previsiones de

crecimiento y considerar un entorno de mayor tensión, especialmente sobre los precios de consumo a nivel global y particularmente entre los países emergentes. En este sentido, estamos asistiendo a 3 eventos más 1 con efectos asimétricos a nivel global. El primero de ellos, son las



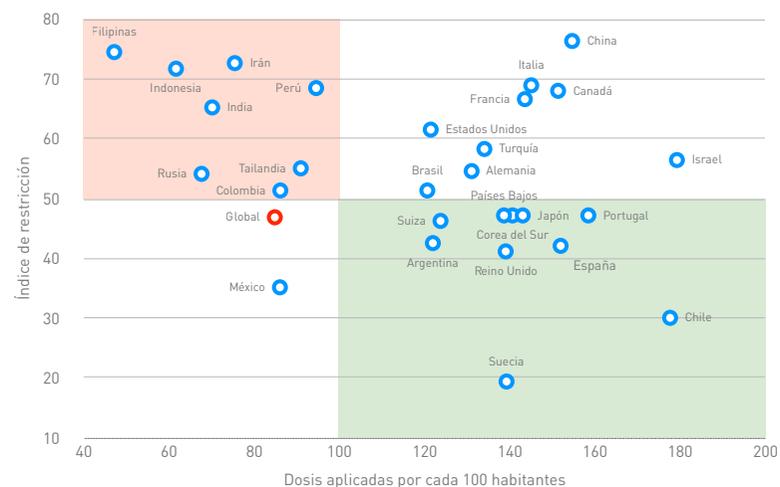
Gráfica 1.1.1-b
Desarrollados y emergentes: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización al 12/07/2021)

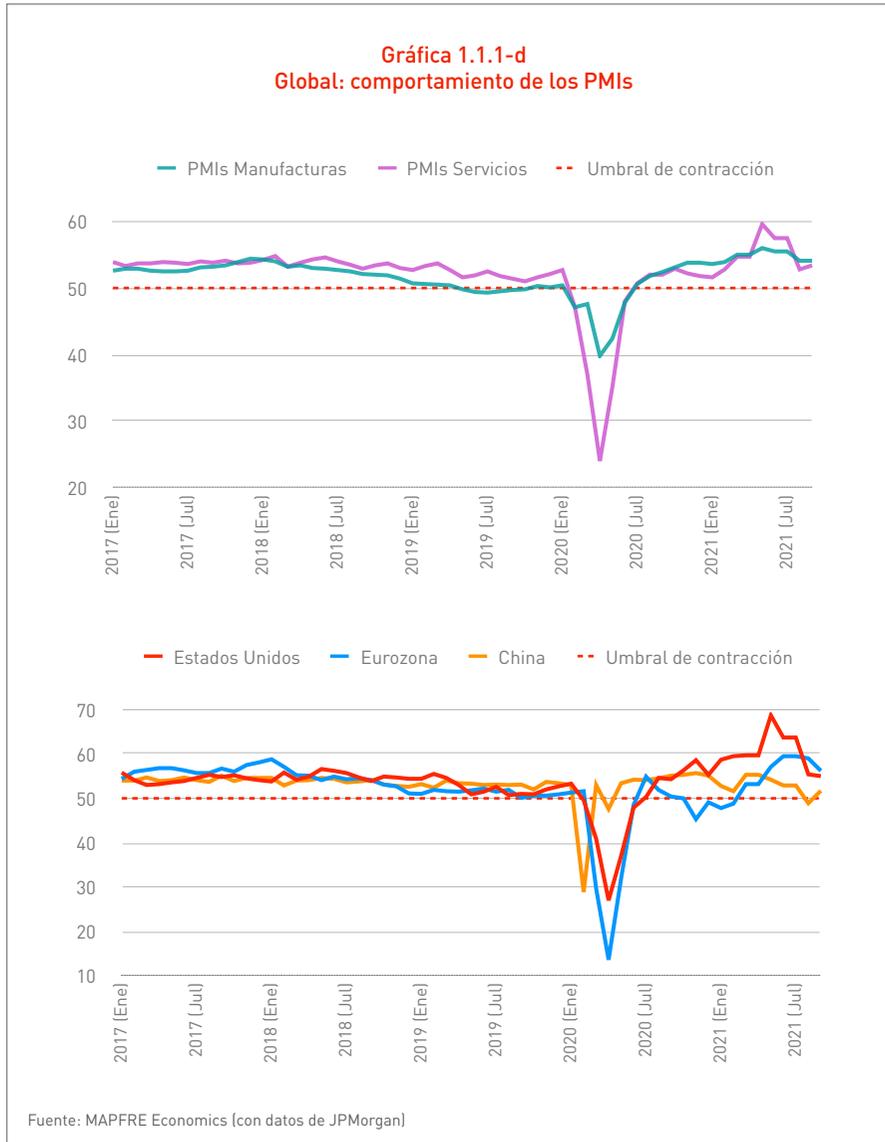
disrupciones de oferta derivadas del daño causado por la pandemia del Covid-19 sobre las cadenas de valor global, en especial en industrias de componentes y en la logística global que afectan a la capacidad de servir la demanda de bienes manufacturados. El segundo es la aceleración de la inflación como resultado de lo anterior, unido al repunte de la demanda global y a restricciones energéticas (véanse las Gráficas 1.1.1-e y 1.1.1-f). Y el tercero es la desaceleración de la economía de China como resultado del ajuste inmobiliario (de momento local), originado por el gigante Evergrande y sus efectos reales, en especial sobre las materias primas y los mercados emergentes. Por último, el factor adicional (“+1”), sigue siendo la incertidumbre respecto a la evolución de la pandemia, así como sobre las restricciones asociadas a la misma y las heridas (*scarring*) que

Gráfica 1.1.1-c
Países seleccionados: índice de restricción vs aplicación de vacunas



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización al 18/10/2021)

Gráfica 1.1.1-d
Global: comportamiento de los PMIs



ocasiona; se trata de un factor que, como antes se indicó, muestra una perspectiva positiva derivada del avance en los procesos de vacunación y logro de la inmunidad colectiva, y otra negativa ligada a las posibles mutaciones del virus y sus efectos.

El escenario base

En el *escenario base* de este informe, se considera que la economía global crecerá durante el 2021 y 2022 un 5,9% y 4,9%, respectivamente; esto significa 0,1 y 0,5 puntos porcentuales (pp) menos de lo que considerábamos hace tres meses, en cada caso. Asimismo, este escenario considera que la mayor aportación al crecimiento económico global provendrá de los mercados desarrollados, mientras que los emergentes enfrentarán retos importantes derivados del contexto internacional y de la desigual evolución de la pandemia.

Entre los retos más importantes para los mercados emergentes pueden señalarse los siguientes: (i) el más lento avance del proceso de vacunación; (ii) el desigual efecto de la inflación y las variedades de políticas públicas con la que se está enfrentando; (iii) los efectos de la desaceleración de la economía china sobre la importación de materias primas y sobre las condiciones financieras de algunos de ellos; (iv) el incompleto proceso de reversión de flujos de inversión de cartera iniciado con la pandemia, que podría afectar sus tipos de cambio y, con ello, las relaciones de intercambio (véanse las Gráficas 1.1.1-g y 1.1.1-h) y, (v) naturalmente, los desequilibrios y vulnerabilidades acumulados desde hace media década, tal y como lo recoge y anticipa nuestro Índice de Riesgo Emergente, ERI (véase el Recuadro 1.1.1-a).

En el entorno de recuperación global abundan cuellos de botella y las restricciones de oferta derivados de la crisis energética. Asimismo, persisten los problemas de logística portuaria, las tensiones geopolíticas (Rusia-Gas, Taiwán-semiconductores) y el *desestocaje* no repuesto a tiempo tras la relativa normalización del comercio global tras la

Gráfica 1.1.1-e
Global: inventarios de crudo comparados con históricos, 2016-2021



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la International Energy Agency)

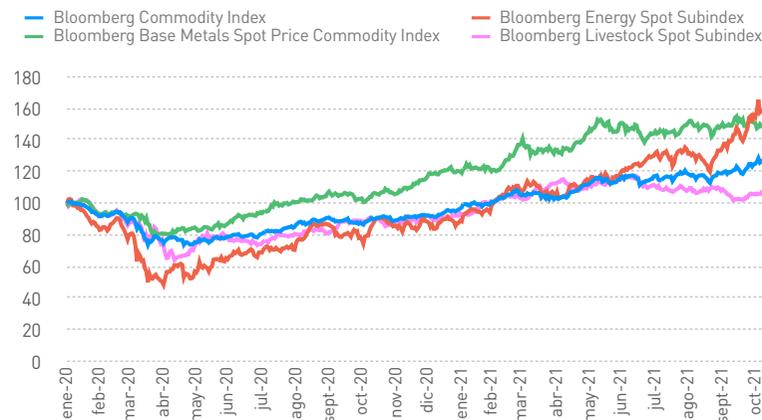
flexibilización de las restricciones impuestas a raíz de la pandemia. Este conjunto de factores tendrá efectos sobre el comercio, pero también sobre la producción manufacturera global, limitando la capacidad de recuperación y trasladando parte de la recuperación al 2023.

Por otra parte, y a pesar del reciente aumento de los niveles de aversión al riesgo (véase la Gráfica 1.1.1-i), el colapso del gigante inmobiliario Evergrande no es un momento Lehman. Si bien se trata de un caso muy relevante en China, todo indica que no será un evento sistémico del tipo Lehman en 2008. Sin duda, el evento tendrá efectos financieros fuertes a nivel local (sobre *spreads* de crédito, valoraciones y bonos) que requerirán la intervención y el *default ordenado* dirigido por el gobierno chino, pero difícilmente se trasladará al resto del mundo como se ha sugerido. Ello es así porque la deuda *offshore* de Evergrande representa menos del 10% del total, a pesar de que este sea cercano a los 300 millardos de euros Y aunque podría pensarse en los efectos encadenados de un default en

China hacia el exterior, muchos análisis sugieren que la principal interconexión del sistema financiero chino con el mundo se remite fundamentalmente a los países emergentes con los que mantiene relaciones a través de la cuenta comercial (importación de materias primas) y financiera (emisión de flujos de cartera y crédito); es decir, países relativamente pequeños de la esfera emergente, y con capacidad limitada para generar los efectos necesarios para crear una crisis financiera global. Por otro lado, también es importante tomar en consideración que el mundo de hoy no tiene nada que ver con lo que era en 2008, dado que la liquidez es abundante y el crecimiento mucho más robusto que entonces.

De esta forma, el escenario base de este informe sigue apoyándose en cuatro factores principales:

Gráfica 1.1.1-f
Índices de materias primas
(índice, ene 2020 = 100)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

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

Análisis de la vulnerabilidad emergente

En el primer semestre de 2021, la economía mundial se ralentizó debido al avance de las nuevas variantes del coronavirus y a la necesidad de tomar medidas más restrictivas para contenerlo, incluso en las economías más avanzadas. En este contexto, el avance desigual de las campañas de vacunación entre países desarrollados y emergentes a lo largo de la primera mitad del año, en favor de los primeros, ha permitido la reapertura gradual de algunas economías importantes, propiciando así un respiro a la economía mundial.

El año pasado estuvo fuertemente marcado por la pandemia del Covid-19. Sin embargo, la rápida acomodación fiscal y monetaria ante el *shock* permitieron estabilizar su impacto. Así, una vez superada la primera fase epidemiológica, la capacidad de recuperación fue mayor en los países con una menor necesidad de financiación de la cuenta financiera y con una cuenta comercial superavitaria dinamizada por el repunte del precio de las materias primas. Esto generó una divergencia entre los países con un menor control de la pandemia y más dependientes de flujos exteriores, ocasionando un lento ritmo de recuperación de sus niveles de actividad.

En este contexto, los países con mayor grado de integración en las cadenas de suministros globales se favorecieron de la reactivación de estas, así como de una ligera mejora de la demanda externa. En esta línea, los factores previos a la pandemia (como la fortaleza macroeconómica y el ahorro fiscal) son diferenciadores para el desempeño de los países, ya que en ello recae la capacidad de las distintas economías para afrontar los elevados niveles de gasto público y endeudamiento ocasionados por la

crisis del Covid-19, ya que incluso países que se beneficiaron del alza de los precios de materias primas han tenido un aumento de Índice de Riesgo Emergente (ERI) debido a la falta de solidez en sus cuentas fiscales.

Cabe señalar que, pese a que el análisis recogido con el ERI emplea datos de 2020, su sentido es *forward looking* puesto que remarca debilidades que afectarán el desarrollo de la estabilidad nominal de los países emergentes a lo largo de 2021 y 2022, y mostrará los efectos diferenciales producidos por la disrupción económica provocada por la pandemia.

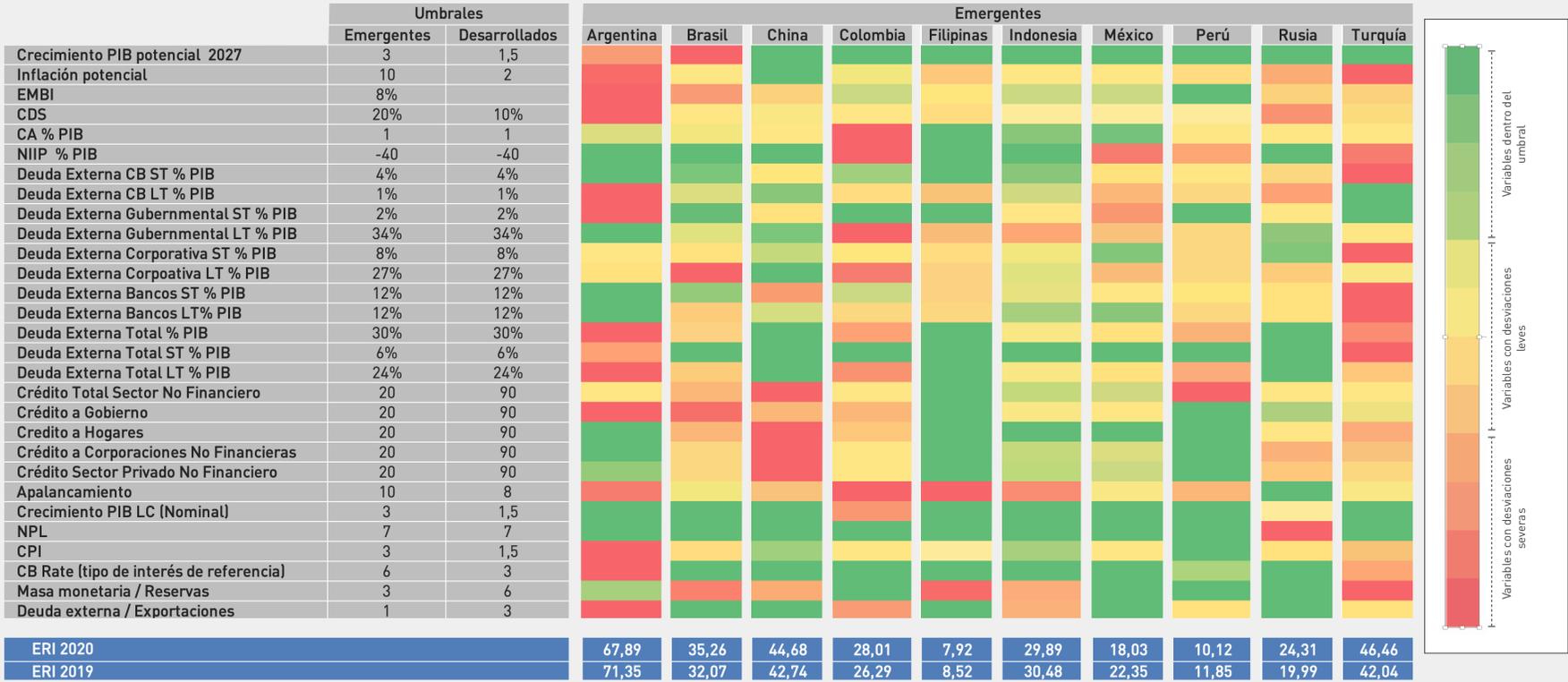
Principales conclusiones del análisis

Como se ilustra en las Gráficas A a G de este Recuadro, el estudio de las vulnerabilidades de una serie de mercados emergentes seleccionados a partir de la construcción del ERI, permite extraer las siguientes conclusiones generales caracterizando economías de *riesgo muy elevado* (ERI entre 70 y 40 puntos), de *riesgo elevado* (ERI entre 40 y 30) y de *riesgo moderado* (ERI entre 20 y 10):

- En el caso de Argentina (con un ERI de 67,89 puntos), se presenta una ligera mejoría del indicador destacando: (i) la recuperación de la actividad económica; (ii) el favorable proceso de renegociación de la deuda externa; (iii) la acumulación de resultados positivos en la cuenta corriente, y (iv) una dinámica fiscal más contenida. Sin embargo, ciertas vulnerabilidades estructurales continúan latentes: (i) el limitado acceso al endeudamiento exterior; (ii) la inestabilidad de la divisa local; (iii) la necesidad de un reequilibrio presupuestario acorde a los programas del Fondo Monetario Internacional (FMI), y (iv) cierta tendencia hacia

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

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

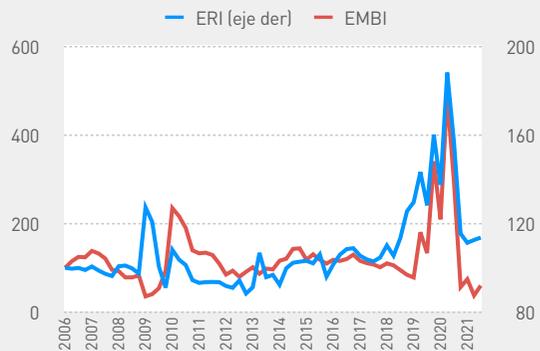


Fuente: MAPFRE Economics (estimaciones a partir de datos de OEF, Haver, FMI, BIS, Bloomberg y Banco Mundial)
 * Las variables que construyen este índice se valoran en relación con determinados umbrales de sostenibilidad. Las desviaciones con respecto a dichos umbrales suponen desequilibrios y son ponderadas hasta construir un índice que oscila entre 0 y 100.

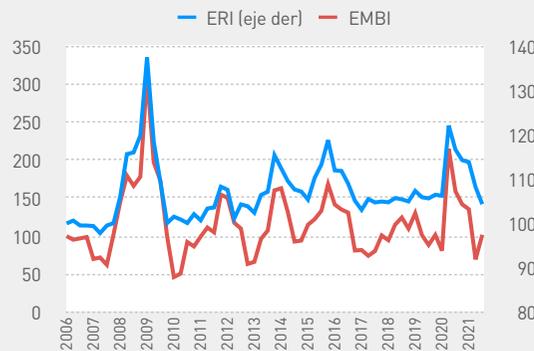
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

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

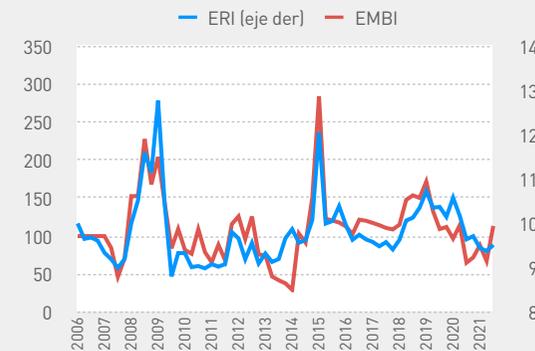
Gráfica B.
Argentina: ERI vs EMBI



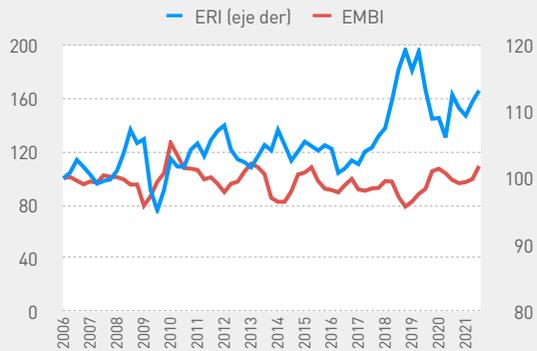
Gráfica C.
Perú: ERI vs EMBI



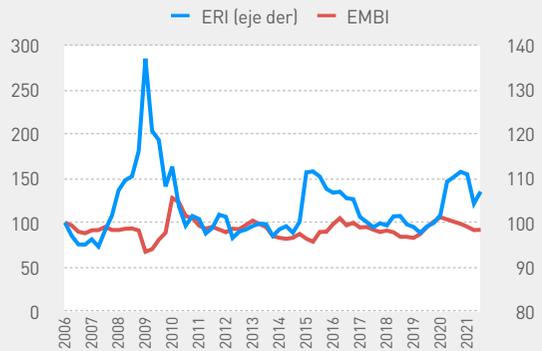
Gráfica D.
Indonesia: ERI vs EMBI



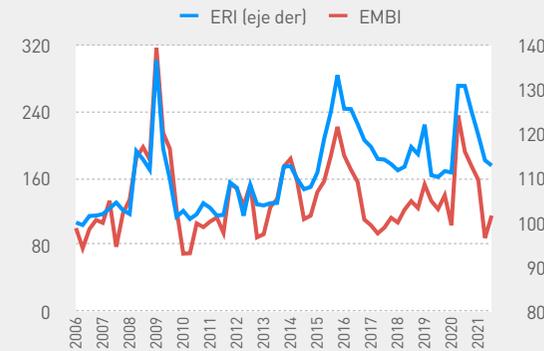
Gráfica E.
Turquía: ERI vs EMBI



Gráfica F.
Rusia: ERI vs EMBI



Gráfica G.
Colombia: ERI vs EMBI



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

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

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

desequilibrios corrientes en su balanza de pagos. En el caso de Turquía (ERI de 46,46 puntos), por su parte, el indicador ha continuado deteriorándose, agudizándose los desequilibrios en: (i) la cuenta corriente; (ii) una deuda externa elevada principalmente en dólares; (iii) elevadas tasas de inflación, y (iv) el sector financiero y su capacidad de canalización hacia el sector privado no financiero.

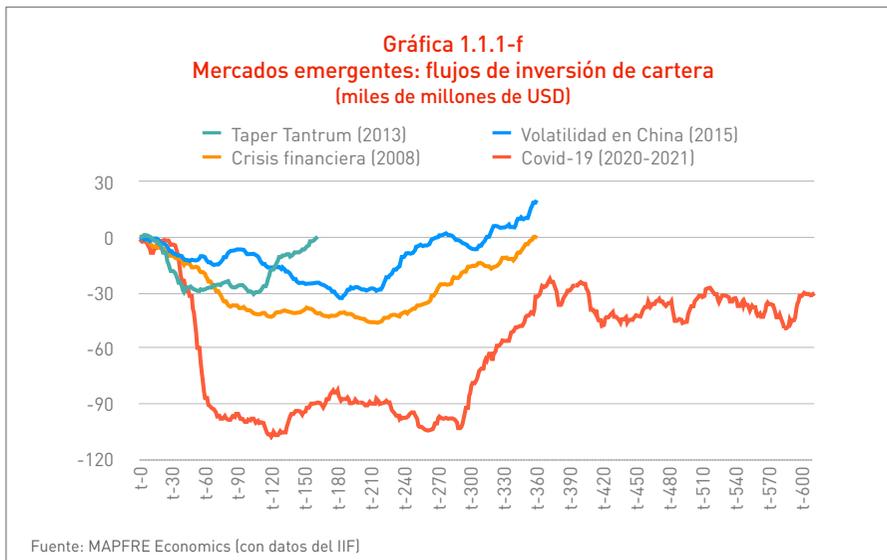
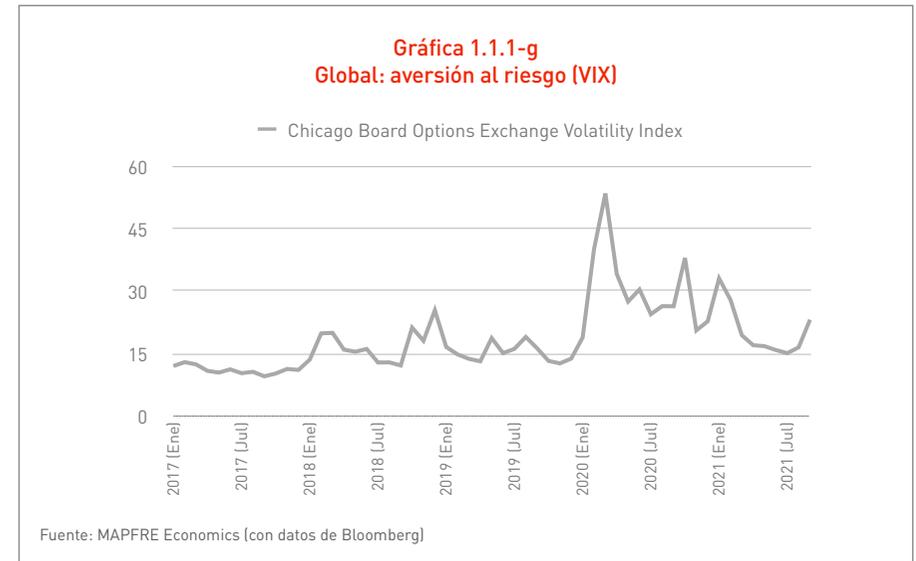
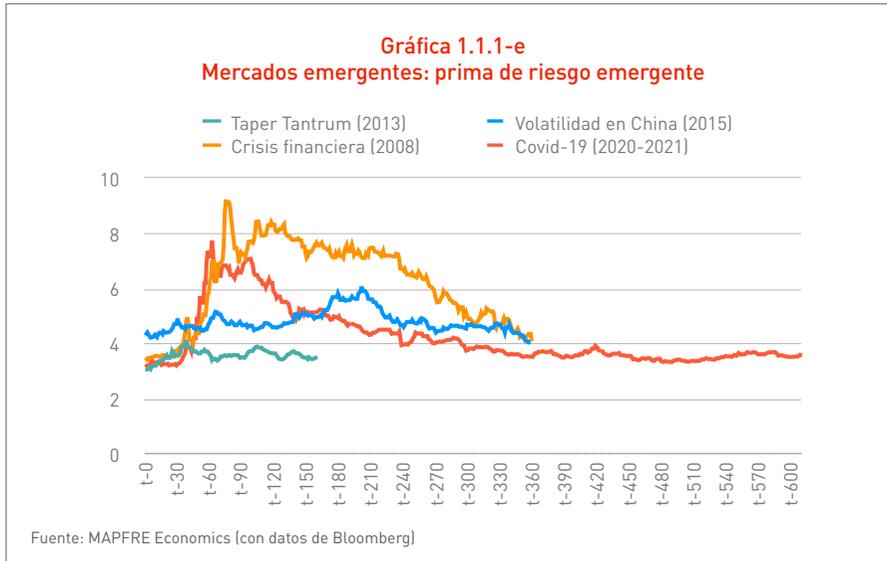
- La economía de Rusia muestra un ligero deterioro en el indicador con respecto al informe previo, aunque en menor medida que el reflejado en el movimiento de los EMBIs. En Perú (con un ERI de 10,12 puntos), el mayor riesgo se concentra en la deuda externa adquirida durante la pandemia, la menor cobertura de los ahorros fiscales y los altos niveles de garantías crediticias por parte del gobierno a plazos relativamente estrechos. En Rusia (ERI de 24,31 puntos), preocupa principalmente el deterioro del crédito medio de su sistema financiero en términos de NPL's (*Non Performing Loans*), aunque actualmente este efecto se encuentra sopesado por la mejora de su posición exterior debido a la recuperación de la demanda de energía global y los precios del petróleo que han impactado positivamente en su balanza de pagos.

- Finalmente, en las economías de Indonesia y Colombia, aunque los riesgos se mantuvieron similares al año previo a la pandemia, esta ha evidenciado vulnerabilidades al alza en Colombia y cierta resiliencia en Indonesia que registra una posición ligeramente más favorable. La economía colombiana (con un ERI de 28,01 puntos) continuó mostrando un elevado déficit por cuenta corriente pese al efecto de los mayores precios de materias primas; además, el fracaso en materia fiscal especialmente de la reforma tributaria hace que la brecha entre el EMBI y el ERI permanezca amplia. En el caso de Indonesia (ERI de 29,89 puntos), el crédito al sector no-financiero y los elevados niveles de deuda externa continuaron aumentando a lo largo de 2020, aunque a un ritmo moderado; en este contexto, el riesgo de contagio por un peor desempeño de China aumenta, exponiendo a la economía a mayores primas de riesgo cuyo impacto se refleja en el EMBI.

Fuente: MAPFRE Economics

Primero, la inflación es persistente pero no permanente (véase el Recuadro 1.1.1-b). Aun así, aunque transitoria, la inflación tardará en diluirse más de lo anticipado hace un año. No obstante, todo indica que no alterará el *forward guidance* de la política monetaria los bancos centrales globales y, por lo tanto, no veremos un traspíe monetario financiero como el del *taper tantrum* de 2013, o el error de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) de 2011.

Segundo, el efecto de la inflación sobre la renta disponible y, por lo tanto, sobre el consumo, se verá en parte compensado por el ahorro liberado gracias a la mejora generalizada de las expectativas respecto a la evolución del Covid-19 y la reducción de las restricciones asociadas al control de la pandemia. Especialmente significativa será la normalización de los servicios y, en especial, la apertura del turismo en Estados Unidos y Europa en 2022, uno de los principales factores de atracción de las rentas globales altas que se beneficiarán de la vuelta a la normalidad.



Tercero, las condiciones monetarias globales (véase el Recuadro 1.1.1-c) permanecerán fuertemente laxas durante el 2022. En los bancos centrales de los países desarrollados, la normalización monetaria se limitará inicialmente a suavizar los ritmos de adquisición de activos y no a alterar las expectativas de tipos de interés (que se prevé no subirán sino hasta finales de 2022 en Estados Unidos), por lo que la liquidez seguirá siendo abundante en el mundo desarrollado. En el mundo emergente, por su parte, la reacción de política monetaria será más variada y condicional en muchos casos a la economía política no a la política económica (Turquía ha reducido su tipo de referencia 200 puntos básicos pese a tener la inflación en máximos históricos).

Y cuarto, el apoyo fiscal, aunque menor en 2022 debido al agotamiento de los programas de la pandemia, gozará aún del plácet de la ausencia de intenciones de entrar en programas de austeridad para no repetir errores

Recuadro 1.1.1-b
Crisis energética e inflación:
¿una relación permanente o transitoria?

Durante los últimos meses, la economía global está experimentando una elevada presión alcista sobre los precios de la energía como consecuencia de diversos factores tanto por el lado de la oferta (gas, materiales, disrupciones en la cadena de valor, etc.) como por el lado de la demanda (falta de inventarios y contexto de repunte de la demanda como consecuencia de la salida de la pandemia en los mercados desarrollados). Este repunte de los precios de materias primas energéticas y no energéticas se está trasladando rápidamente en una aceleración de la inflación a escala global, como consecuencia de la transmisión (*passthrough*) de los precios industriales y de estos a los índices generales de precios (véanse las Gráfica A y B).

En la Eurozona, la inflación ha alcanzado niveles máximos desde los últimos 10 años, situándose en el 3,0% en agosto, debido principalmente a aumentos en los precios de combustibles, gas y electricidad, pero con diferencias amplias entre países, los cuales han experimentado algunos eventos puntuales con efecto sobre los precios (reforma fiscal en Alemania, fenómeno meteorológico “Filomena” en España, y la imposición al CO2 en general)

En Estados Unidos, la inflación general marcó 5,3 % en agosto (pero la subyacente en 4,0%) producto de factores de demanda eventuales (estímulos Trump/Biden), el efecto base del 2020, y los efectos de cierta inflación de activos que domina el mercado desde que se inició la pandemia (véase la Gráfica C).

En los mercados emergentes, por su parte, la inflación ha tomado una senda alcista más sostenida desde hace un tiempo (Brasil un 10,4% en agosto de 2021, México un 6,0% en septiembre), producto del desanclaje de

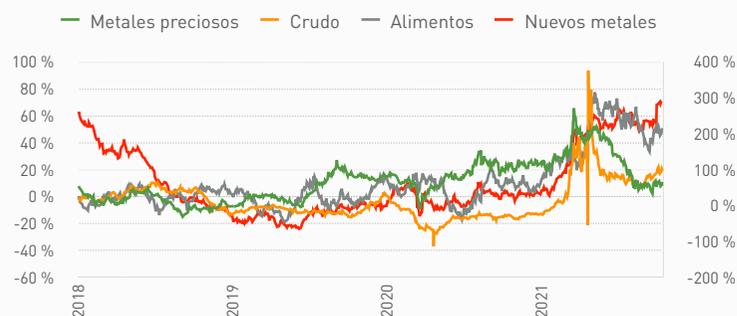
expectativas y de la depreciación continuada de los tipos de cambio que transmite la inflación importada a los precios de producción (véase la Gráfica D).

Dependiendo de la geografía de que se trate, algunos de estos repuntes de precios están teniendo efectos más estructurales (como son las indicaciones reales de algunas rentas en Latinoamérica, pero las diferencias en estos indicadores frente a los mercados desarrollados no hacen sino ratificar la efectividad en la guía de las expectativas por parte de los bancos centrales, en especial la Reserva Federal y el Banco Central Europeo), aunque en general al repunte le acompañan otros indicios que hacen el diagnóstico más complicado. El deflactor del PIB se ha desacelerado hasta el segundo trimestre de 2021 a nivel global, indicando que no existe una fuerza generalizada inflacionista, a la vez que los tipos reales de interés de la mayor parte de las economías se mantienen más o menos estables. Sin embargo, durante 2021 sí que se ha observado un importante aumento de los precios.

Estos indicios son ahora mismo los puntos a debate en la conversación global sobre la naturaleza de la inflación, puesto que será su carácter temporal o permanente el que inducirá un tipo de política monetaria y de comportamiento de mercados financieros con amplias implicaciones sobre la actividad y la estabilidad financiera que, en última instancia, delimitan la frontera entre nuestro escenario base (*business as usual*) y el escenario estresado (baja actividad, retorno de la inflación y activismo de los bancos centrales con efectos sobre variables nominales como la depreciación de monedas emergentes, pérdida de valor de la renta fija y volatilidad en la renta variable al verse afectadas rentas y beneficios empresariales, así

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Crisis energética e inflación:
¿una relación permanente o transitoria?

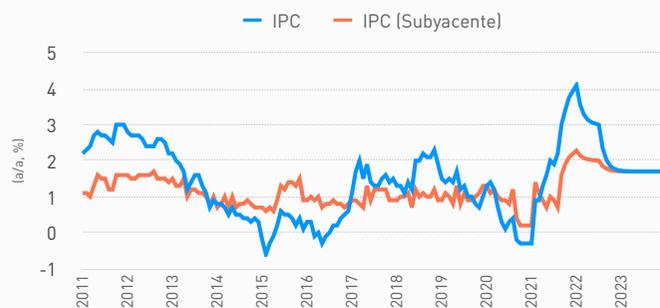
Gráfica A.
Global: crecimiento de precios promedio de *commodities* energéticos y metálicos



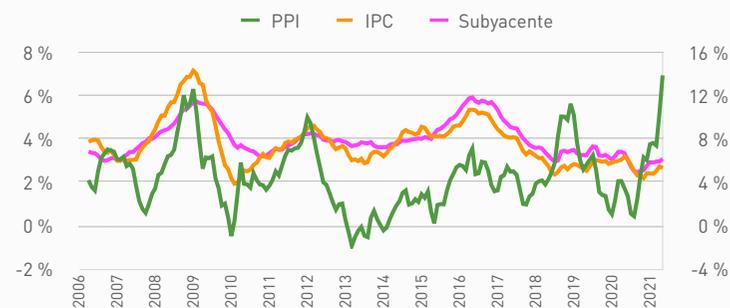
Gráfica B.
Estados Unidos y Reino Unido: inflación IPC



Gráfica C.
Eurozona: inflación IPC y subyacente



Gráfica D.
América Latina: inflación IPC, subyacente y precios industriales



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Crisis energética e inflación:
¿una relación permanente o transitoria?

como la esperable aminoración de la actividad que podría incluso truncar la recuperación).

Este entorno, como se anticipaba en nuestro reporte correspondiente al segundo trimestre de este año (*Panorama económico y sectorial 2021: perspectivas hacia el segundo trimestre*), ha revivido el debate en torno a la naturaleza del repunte de la inflación. A continuación, se recapitulan los principales argumentos que podrían sostener las visiones de la inflación como un fenómeno temporal o como uno más permanente.

El debate: la visión de que el repunte es temporal

Tras la aceleración en el índice de precios en Estados Unidos y otras partes del mundo (véanse las Gráficas E y F), los que sigue una continuación de la situación anterior, con tasas de inflación sensiblemente por encima de lo que se proponen los bancos centrales a ambos lados del Atlántico y, en general, abundando en una sintomatología del estancamiento secular que se describía ya en nuestro informe *Panorama económico y sectorial 2017*. Las curvas de Phillips globales siguen planas, reanimando el debate acerca del estancamiento secular (como se refería en nuestro informe *Panorama económico y sectorial 2018*), el papel de los bancos centrales y la formación de expectativas.

Desde esta perspectiva de análisis, se confirmaría que el repunte de la inflación está siendo originado por:

- 1) Un repunte en el precio de las materias primas.
- 2) El efecto base de la caída de precios registrada entre febrero y mayo 2020.

- 3) Efectos temporales de las restricciones de oferta derivadas de la pandemia

En general, se trataría de una situación donde lo que preocupa es la volatilidad eventual del índice de precios y no tanto un cambio en la senda de crecimiento, ya que esto último es difícil en un contexto dominado por:

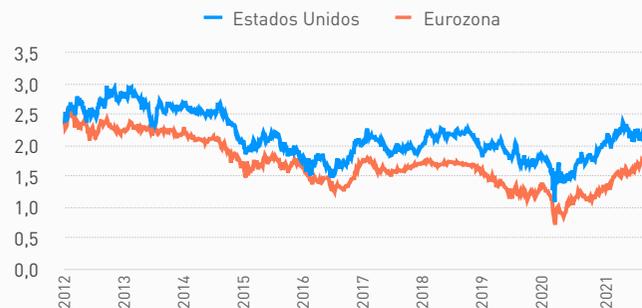
- a) Una demanda débil en un contexto de amplias brechas de producto (*output gap*);
- b) Un consumo contenido de manera perpetua, con un ahorro que no se transforma en consumo (menor renta, riqueza, expectativas, escasa elasticidad a impulsos de renta derivados de ayudas, envejecimiento poblacional, entre otros factores).
- c) Escaso poder de negociación salarial y caída del peso de la renta salarial sobre el PIB.
- d) Atesoramiento de liquidez y amplia oferta de saldos reales.
- e) Efectos de la política monetaria sobre las expectativas que mantienen las curvas de Phillips planas y lejos de sus valores de largo plazo.

El debate: la visión de que el repunte es más permanente

De otra parte, se han planteado también razones por las que se podría pensar que efectivamente llega una nueva fase prolongada de inflación más elevada. Entre estos factores se encuentran los siguientes:

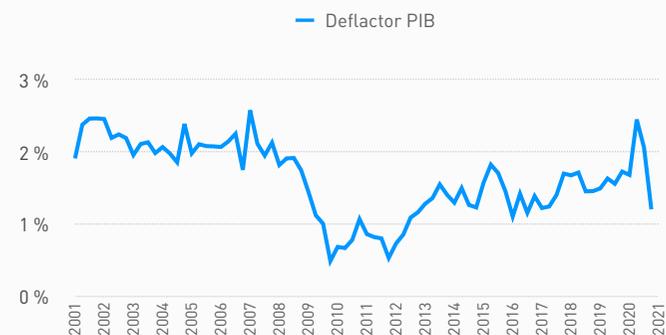
Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Crisis energética e inflación:
¿una relación permanente o transitoria?

Gráfica E.
Estados Unidos y Eurozona: expectativas de inflación
 (inf. swap 5y5y)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica F.
 Mercados desarrollados: crecimiento deflactor del PIB



1) Los supuestos conceptuales que imperaron los últimos años son ahora erróneos. Por ejemplo:

- El incremento en el precio del crudo no es temporal sino la reversión a su senda anterior a los últimos cinco años, consistente con el margen de oferta y demanda existente hoy día.
- La fuerza deflacionaria de China se agota porque el país ha comenzado a cambiar su modelo de crecimiento a uno apoyado en el consumo y más exportador de bienes de alto valor añadido. De

esta forma, sus términos de intercambio crecen, su moneda se aprecia con respecto al mundo y, por tanto, pasa a exportar inflación.

- La validez de algunos postulados del denominado proceso de *estancamiento secular* parece comenzar a perderse, en particular el nexo entre el crecimiento potencial y el tipo de equilibrio que vuelve a crecer, aunque no se hayan registrado ganancias de productividad.

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Crisis energética e inflación:
¿una relación permanente o transitoria?

2) Cambios en la estructura productiva.

- Relocalización (“reshoring”) de plantas a país de origen por problemas de interrupción de las cadenas de valor y adopción de la automatización (incrementos en los precios por asunción de costes hundidos y mayores costes salariales).
- Repección de externalidades productivas, incorporación de costes a través de impuestos Pigouvianos (*Carbon Border adjustment tax, Financial Tobin tax, Digital Tax*, etc.)
- Transición energética (con mayores costes en la adopción temprana que la producción en base a hidrocarburos).

3) Cambios en la estructura demográfica y social: coexisten elevadas tasas de subempleo con demanda insatisfecha de trabajadores cualificados en las nuevas tecnologías.

4) Efectos del *señoreaje*, con lo que la monetización implícita del déficit produce incrementos en la inflación y en las expectativas de inflación.

Esta situación pone a los bancos centrales ante un dilema (endurecer la política monetaria o no), el cual se traslada a la decisión entre la alternativa de “limitar un impuesto regresivo como es la inflación, que afecta desproporcionadamente a las menores rentas (endurecer pronto la política monetaria”, frente a la posibilidad de “coadyuvar a la recuperación de la actividad y a la recuperación de los niveles de renta anteriores al Covid-19 (mantener la política monetaria actual)”, así como a la decisión de “actuar a tiempo y evitar una fase de elevada inflación y erosión de la renta como la vivida a inicios de los años 70s si la decisión es la acertada y la inflación lo requería”, contra “la posibilidad de estar equivocados y endurecer la política monetaria

antes de tiempo y de manera injustificada como narran los errores del Banco Central Europeo de 2011”.

Por lo tanto, nos encontramos ante indicios de inflación que pueden condicionar (dependiendo de la naturaleza temporal o permanente de esta) el tipo de escenario macroeconómico en el que nos encontremos durante los próximos meses. La balanza se inclinará, sin embargo, dependiendo del peso de cinco factores fundamentales que definirán el sesgo monetario:

- 1) La mencionada interpretación del *carácter transitorio o permanente* de la inflación.
- 2) Las prioridades de *política económica* en algunos países que favorecerán la estabilidad antes que la actividad en función del perjuicio causado por el Covid-19 (por ejemplo, Brasil y México decidieron ya hace meses endurecer la política monetaria).
- 3) Los condicionantes de *economía política* de otros mercados (por ejemplo, el recorte de tipos reciente de Turquía).
- 4) El *sesgo intelectual* de los comités de política monetaria en los Bancos Centrales del mundo, el cual hasta ahora tildado hacia la creencia de que la actividad es secularmente baja y que existe transitoriedad entre actividad e inflación que ha de promoverse (frente al sesgo anterior en el que una visión monetarista más generalizada apuntalaba a una actitud reactiva frente a la inflación).
- 5) La *secuencia de agotamiento del resto de medidas monetarias* a tenor de las cicatrices de la crisis del Covid-19.

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Crisis energética e inflación:
¿una relación permanente o transitoria?

Con los elementos disponibles en este momento, creemos que la inflación es transitoria y así lo expresamos en el despliegue del escenario base de nuestro informe. Creemos, además, que un endurecimiento de la política monetaria a destiempo originaría un escenario negativo (como el que se describe al final de este recuadro), por lo que consideramos que la tónica monetaria del Banco Central Europeo se mantendrá al menos hasta bien entrado el 2024, mientras que la de la Reserva Federal se revertirá a finales de 2022.

Un escenario de la política monetaria por la incorrecta interpretación del carácter transitorio o permanente de la inflación

Una incorrecta interpretación del carácter transitorio o permanente de la inflación podría generar efectos negativos en la recuperación económica global y de las diferentes regiones del mundo. Dicho escenario sería negativo, ya que los mercados financieros y la economía real se verían sacudidos por un marcado deterioro de las expectativas de inflación. Los precios de consumo se dispararían debido a la subida de los precios de las materias primas, a las mayores expectativas de inflación y a una decepcionante recuperación de la participación en el mercado laboral.

El resultado sería una fuerte venta en el mercado de bonos, en medio de las crecientes expectativas de un inminente endurecimiento de la política monetaria y una corrección en los mercados de valores. Con los consumidores luchando por mantener los ingresos reales ante la subida de los precios, la demanda doméstica se vería muy afectada. El crecimiento mundial se ralentizaría hasta el 3,5% en 2022 y el ritmo de recuperación decepcionaría en todo el escenario.

Los supuestos detrás de un escenario de este tipo serían los siguientes:

- *El suministro se ve afectado de tres maneras.* La producción mundial de petróleo cae inicialmente más de un 1% por debajo del nivel de referencia. Las expectativas de inflación aumentan persistentemente en todo el mundo en el escenario, en 100 puntos básicos. La participación en el mercado laboral se recupera más lentamente que en el escenario base.
- *Los mercados de bonos se venden bruscamente al empeorar las perspectivas de inflación.* La escala de la subida a corto plazo de los rendimientos de los bonos es comparable al *taper tantrum* de 2014. Las primas de riesgo de la deuda corporativa aumentan hasta algo más de la mitad del máximo trimestral de la crisis financiera mundial. La renta variable se corrige, y el tamaño relativo de las caídas en los distintos países refleja el grado de sobrevaloración.
- *Los ingresos de los hogares no consiguen seguir el ritmo de las subidas de precios.* Los ingresos reales en Estados Unidos bajan entre un 2% y un 3% en la última mitad del escenario.
- *Las restricciones en materia de salud pública siguen la senda incorporada en la previsión de referencia.* Los tipos de interés en las economías desarrolladas también se mantienen en línea con nuestra previsión de referencia, a pesar del aumento de la inflación y de las expectativas de un endurecimiento más rápido.

Recuadro 1.1.1-c Actualización de política monetaria

Banco Central Europeo

El 9 de septiembre, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que los tipos de interés se mantendrán constantes (0% en facilidad de préstamo y -0,5% en facilidad de depósito). En cuanto a las compras de activos, ha informado la intención de desacelerar moderadamente el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), el cual podría ubicarse en el entorno de los 60-70 mil millones de euros mensuales (80.000 millones de euros previamente), manteniendo el compromiso de continuar por lo menos hasta marzo de 2022, en tanto que la reinversión de los bonos con vencimientos podría extenderse al menos hasta finales de 2023 (véase la Gráfica A). En cuanto al programa de compras de activos (APP), el ritmo de compras se mantiene 20 millardos de euros mensuales durante el tiempo que sea necesario y así reforzar el impacto acomodaticio.

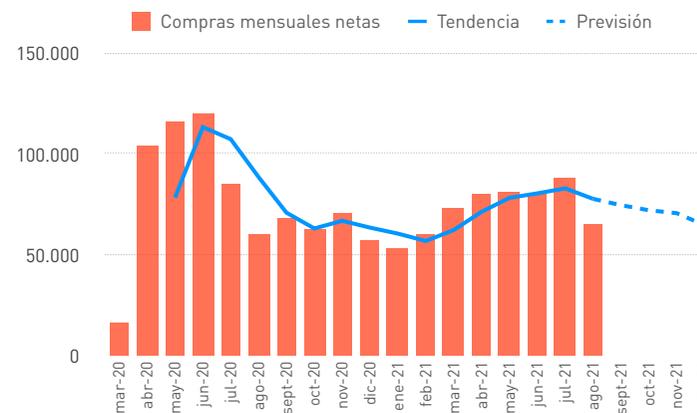
Asimismo, el BCE presentó nuevas previsiones macroeconómicas con una revisión al alza en términos del PIB, situándolas en el 5,0% para este año y el 4,6% el próximo (frente a las previsiones de junio que eran del 4,6% y 4,7%, respectivamente). Por otra parte, el BCE reincidió en nuevos repuntes en la inflación esperada, la cual se ubicaría en el 2,2% este año y el 1,7% el próximo (frente a las previsiones anteriores del 1,9% y 1,5%, respectivamente).

En este contexto, y bajo unas expectativas de inflación más altas basadas en el mercado, el escenario inicialmente planteado sobre la transitoriedad podría o bien prolongarse, en caso de los todavía cuellos de botella de suministro más duraderos derivados de la pandemia., o incluso dar lugar a aumentos persistentes en el caso de llegar a transmitirse a los salarios (véase la Gráfica B).

Valoración

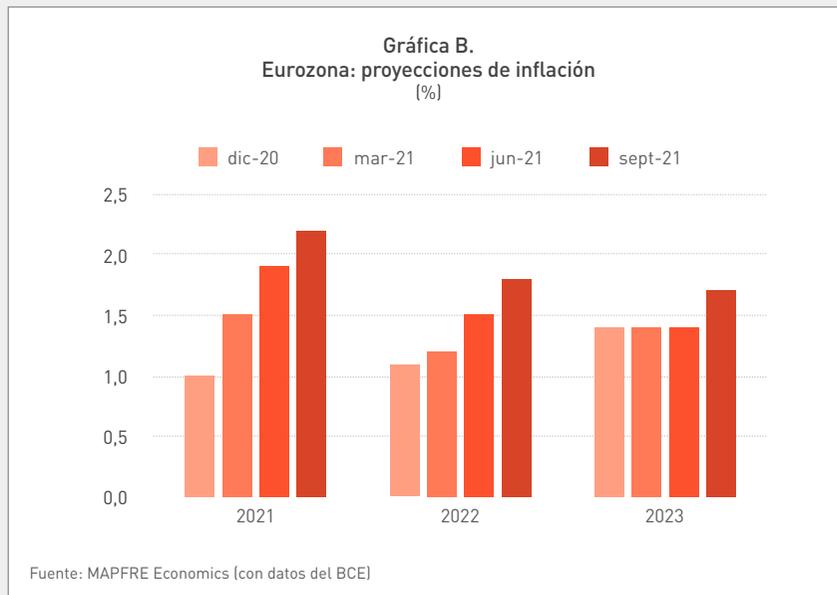
La más avanzada fase de recuperación económica, apoyada por unas tasas de vacunación superiores al 70% y restricciones menos severas que dotan de una mayor confianza al sector privado, permite revisar ligeramente al alza las perspectivas de crecimiento e inflación. En consecuencia, y si bien la incertidumbre continúa siendo elevada, esta etapa revela un escenario central en el que el apoyo de la política monetaria comienza gradualmente a reducirse.

Gráfica A.
Eurozona: compras mensuales de PEPP
(millones de euros)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE)

Recuadro 1.1.1-c (continuación)
Actualización de política monetaria



Sin embargo, la mayor tracción del consumo no acompañada por unas cadenas de suministro aún sometidas a perturbaciones podrían continuar provocando desequilibrios entre oferta-demanda cuya inestabilidad, transitoria o persistente, continúa traducándose en unas mayores tasas de inflación que de transmitirse a los salarios podría retroalimentar el proceso.

En este sentido, con una política fiscal aún expansiva, la notable recuperación de los niveles de empleo, una mayor sensibilidad a la

inflación por parte de los consumidores y la evidencia de un *shock* de oferta de lejana disipación, el riesgo de desencadenar una reactivación de la curva de Phillips podría provocar un cambio de sesgo en la política monetaria no anticipado por los agentes.

Reserva Federal

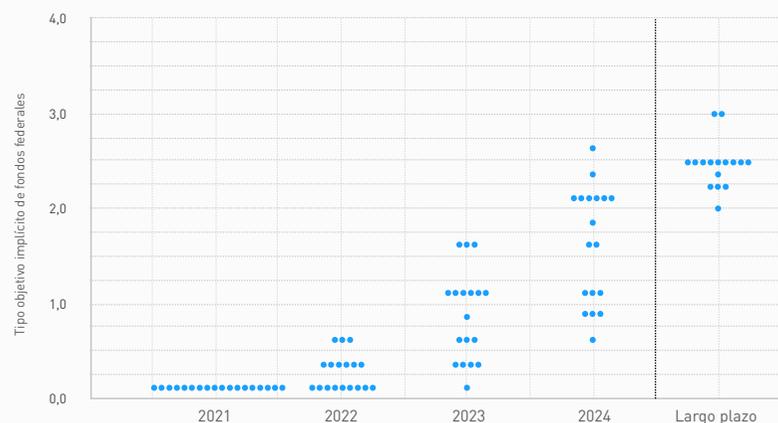
La Reserva Federal de los Estados Unidos, por su parte, mantuvo sin cambios su política monetaria, fijando por unanimidad los tipos de interés de referencia en el rango del 0% - 0,25%, así como el ritmo y la composición de las compras de activos (120.000 millones de dólares mensuales de compra de bonos).

Respecto a los tipos de interés, las proyecciones del *dot plot* por parte de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) avanzaron hacia una mediana que se inclina a favor de una subida de tipos en 2022, ya que 2 miembros más (respecto a la anterior votación) optaron por esa posibilidad, debido especialmente a una inflación (la subyacente fue revisada al alza hasta 3,7% en 2021) y tasa de desempleo más estables a medio plazo (véase la Gráfica C).

Por otro lado, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, indicó que se han realizado muchos avances respecto a los objetivos de inflación y desempleo, y que de continuar este ritmo de convergencia se comenzaría a disminuir el ritmo de compras gradualmente, previsiblemente con anuncio oficial en noviembre, estimando que este podría finalizar a mediados del próximo año.

Recuadro 1.1.1-c (continuación)
Actualización de política monetaria

Gráfica C.
Dot Plot de la Reserva Federal



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de la Reserva Federal)

En este sentido, y dado el retraso conforme a nuestras previsiones de anuncio en el simposio de Jackson Hole justificado tras el negativo informe de empleo de agosto, se espera que la confirmación oficial se condicione al mejor desempeño del reporte de empleo de septiembre para hacerse efectivo en la reunión de diciembre; en cuanto al ritmo de compras, podría ubicar el recorte en las compras en el entorno de los 15-20 mil millones de dólares mensuales (véase la Gráfica D).

Valoración

Como se mencionaba en la actualización sobre política monetaria de nuestro informe correspondiente al trimestre anterior, a medida que los datos confirman una mejora sustancial de la economía estadounidense, se sientan las bases para una política monetaria menos acomodaticia, algo que según palabras del propio J. Powell, "pronto podría estar justificado". Si bien la esperada recuperación del empleo continúa siendo la retórica dominante del FOMC para iniciar el proceso, unas previsiones de inflación

Gráfica D.
Estados Unidos: activos totales de la Reserva Federal
(millardos de USD)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Reserva Federal)

Recuadro 1.1.1-c (continuación)
Actualización de política monetaria

menos transitorias y más persistentes reducen los fundamentos subyacentes tras la tolerancia al objetivo promedio flexible, comprometiendo parcialmente su doble mandato e invitando a reconsiderar la posibilidad de expectativas de inflación más altas y fricciones al alza en las negociaciones salariales expandiéndose a más sectores.

De esta manera, y a pesar de un mapa de riesgos cuya atención se desplaza nuevamente hacia China, a corto plazo el mercado laboral seguiría absorbiendo la capacidad excedente de la mano de unos datos de

inflación con recorrido todavía al alza, facilitando una gradual retirada de estímulos por el lado de menores compras en el balance. A mayor plazo, los esfuerzos por poner fin a la flexibilización cuantitativa y recuperar cierto margen de maniobra, podría enfrentar un escenario en el que la normalización de las tasas desemboque en un tipo de interés neutral y un balance con un rango de activos en cartera distintos a la etapa pre-pandémica a raíz de profundos cambios estructurales.

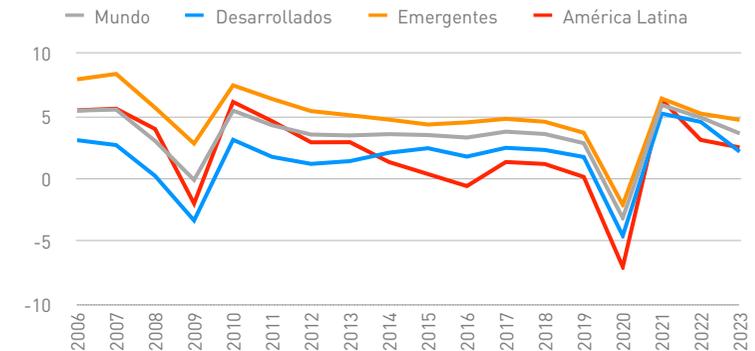
del pasado. Además, la inflación deshará parte del problema de la deuda quitando presión por el equilibrio fiscal a corto plazo.

El escenario alternativo

Por otra parte, el escenario alternativo (*escenario estresado*) al antes descrito, sería aquel en el que la inflación resulta tan persistente que el mercado se ve sorprendido por una función de reacción monetaria más agresiva, dando lugar a cierta volatilidad nominal y peores condiciones financieras, lo que abundaría en los problemas de los consumidores y, por lo tanto, en la actividad, reduciendo la cifra global de crecimiento del PIB aproximadamente en medio punto porcentual. No obstante, debe señalarse que no se trata de un escenario de riesgo de recesión y, mucho menos, de estancamiento.

Conforme al balance de riesgos que se describe en la siguiente sección de este informe, la probabilidad de este escenario alternativo está sesgada a

Gráfica 1.1.1-j
Global: crecimiento del PIB real
 (% a/a)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del FMI)

la baja; los problemas de solvencia en la economía china se han materializado parcialmente con Evergrande, la inflación persiste y erosiona renta, los riesgos financieros en la sombra son mayores en un escenario de financiación no bancaria como el actual, y las tensiones geopolíticas pese a ser menores son abundantes y recurrentes. En este contexto de debilidades, vulnerabilidades, atonía del crecimiento e inflación, Latinoamérica es una región que se encuentra en una posición vulnerable debido a su escaso margen monetario, fiscal y de ahorro privado que merece ser monitorizado de cerca (véase la Gráfica 1.1.1-j).

1.1.2 Balance de riesgos

La Gráfica 1.1.2 ilustra la actualización del mapa de riesgos para la economía global. El detalle de este análisis se presenta a continuación, en términos de los siete riesgos principales que se identifican en el horizonte internacional: gobernanza global, deuda global, crisis soberano-financiera en China, política económica, crisis geopolítica, cambio climático y vacuna contra el Covid-19.

Gobernanza global

En los Estados Unidos, la administración de J. Biden sigue proporcionando una mayor calma institucional en materia de relaciones exteriores, con acercamientos en los principales focos de tensión de su antecesor (a pesar de la desordenada salida de Afganistán), unas perspectivas con China que tienden a intensificar la coordinación diplomática a pesar de las crecientes tensiones entre ambas potencias, relaciones con Rusia que se estabilizan bajo intereses mutuos, y una política exterior con respecto a Europa que aunque sigue siendo favorable advierte un cierto deterioro. En la Unión Europea, por su parte, a pesar de que la disputa por el Brexit continúa vigente y que se presenta la cristalización de ciertas tensiones con Polonia o Hungría que suponen un desafío en las relaciones establecidas, el

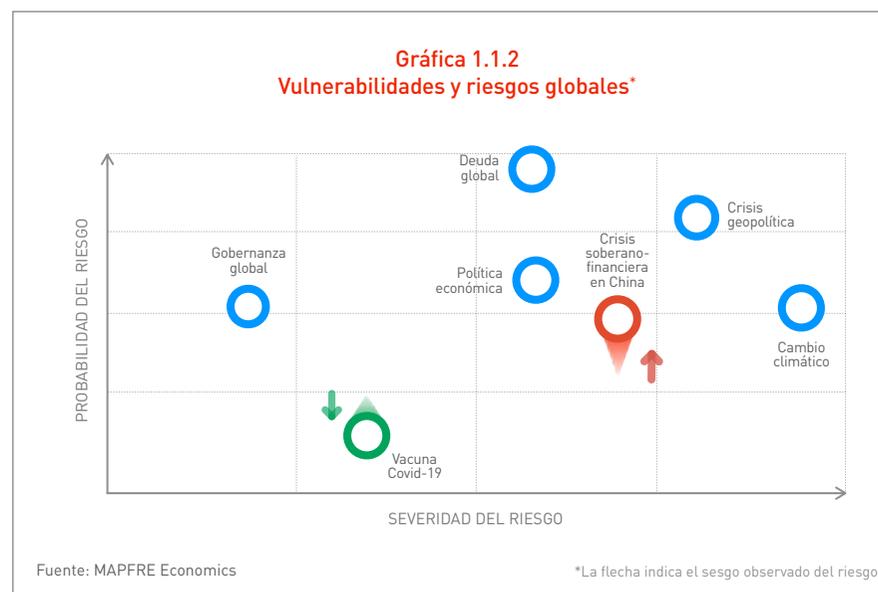
panorama político permanece estable y focalizado en los avances en cuanto al programa *Next Generation EU* y su liberación de fondos.

En lo que se refiere a los países emergentes, principalmente en Latinoamérica, los eventos de inflación social, movilizaciones y protestas que venían marcando el panorama generalizado previo al estallido de la pandemia continúan marcando el panorama actual sumando a la lista (Chile, Ecuador, Bolivia y Colombia) nuevos eventos en Brasil y Cuba que ponen de manifiesto la fragilidad institucional que sigue subyaciendo en la región.

Deuda global

Tras alcanzar el máximo global al cierre de 2020 (al nivel más alto desde la II Guerra Mundial) con 290,5 billones de dólares (359,4% del PIB mundial),

Gráfica 1.1.2
Vulnerabilidades y riesgos globales*



las cifras de la deuda del segundo trimestre de 2021 volvieron a mostrar una ligera disminución en porcentaje del PIB, ubicándose en el 353,4%, debido a fuerte impulso económico y a pesar de los 4,8 billones de dólares de deuda adicional respecto al trimestre anterior. Cabe señalar que este incremento estuvo liderado por las economías emergentes, que registraron un aumento de 3,5 billones de dólares hasta los 91,5 billones totales, frente al incremento de 1,3 billones de dólares las economías desarrolladas.

En los mercados desarrollados, los muy importantes apoyos fiscales y monetarios que han llevado al sector público a liderar el proceso de apalancamiento continúan registrando incrementos; en cuanto al sector privado, los hogares fueron el impulsor del mayor endeudamiento, siguiendo corporaciones financieras y no financieras registrando menores montos de deuda. Por su parte, en el caso de los mercados emergentes el mayor apalancamiento continuó registrándose en el sector privado no financiero (corporativo y, en menor medida, hogares), seguido por los gobiernos y, en menor medida, del sector financiero.

En líneas generales, las economías desarrolladas siguen manteniendo unos niveles de deuda neta superiores a los registrados antes de la pandemia, bajo el apoyo de una política monetaria ampliamente acomodaticia. Sin embargo, ante los atisbos de una gradual normalización, la sensibilidad al proceso podría desencadenar ciertas turbulencias requiriendo de una mayor disciplina fiscal que desemboque en una reducción de los *stocks* de deuda acumulados. En las economías emergentes, por su parte, el riesgo es más evidente dado un proceso de endurecimiento monetario más avanzado ante las mayores presiones inflacionarias que, en el caso de la dependencia a la deuda externa, podrían exacerbarse dada su vinculación a la política monetaria de las economías desarrolladas. Bajo este escenario, la sostenibilidad de la deuda continúa supeditada a una política monetaria permisiva, una recuperación económica con ciertos signos de fatiga que podría frenar el proceso de desapalancamiento y una reversión demorada de los déficits.

Por último, en Estados Unidos, así como en varios países de la Unión Europea, las perspectivas sobre el segmento de deuda corporativa de los CDO's (*Collateralized Debt Obligations*) se mantienen prudentes. A pesar de que las preocupaciones de contagio chino son limitadas, la ausencia de actuación del gobierno podría afectar a otros sectores locales de carácter menos manejable y con potencial de afectar al sistema financiero de una forma desordenada y con implicaciones externas.

Crisis soberano-financiera en China

En el plano macroeconómico, la economía China comienza a mostrar los primeros signos de fragilidad, debido en parte al endurecimiento de las restricciones de movilidad durante los meses de julio y agosto, pero también en virtud de un entorno nacional e internacional más complejo. Por una parte, en el plano internacional, los problemas de suministro (con las fuentes de energía como principal foco de preocupación) continúan impactando negativamente en los márgenes de las empresas, cuyos costes no terminan de trasladarse al consumidor final y cuyo deterioro ha provocado la contracción del PMI manufacturero.

En el plano nacional, por su parte, las preocupaciones sobre burbujas de activos finalmente se han materializado, aterrizando sobre el sector inmobiliario (cuyo peso estimado abarca en torno al 20% del PIB), a través de los impagos de empresas como Evergrande o Fantasia. En este sentido, y dado el potencial sistémico del riesgo de este sector sobre el sector financiero local y el riesgo menos conocido sobre sus ramificaciones en el *shadow banking*, se espera una intervención directa del gobierno chino para avanzar en el proceso formal de reestructuración y estabilizar así el sector inmobiliario. Sin embargo, y a pesar de que la posibilidad de prevención de un evento adverso de índole financiero mediante la intervención del gobierno, dada la estructura productiva del país y la elevada proporción de ahorro inmobiliario destinado por los hogares, los efectos adversos sobre el potencial de crecimiento podrían ser profundos

y verse acelerados por un proceso más amplio de desapalancamiento y reestructuración.

Política económica

Las perspectivas inflacionistas que ya perciben los principales bancos centrales descansan todavía sobre la idea de un repunte al alza de carácter limitado y transitorio. Sin embargo, las probabilidades de que se cumpla el escenario se ven reducidas a medida que las cadenas de suministro global continúan encontrando obstáculos, los cuellos de botella se acumulan y la escasez de ciertos bienes se expande hacia las fases productivas iniciales compuesta por materias primas y energía.

Si bien el cambio de comunicación más reciente por parte de los bancos centrales indica una orientación menos laxa bajo la forma de menores compras de activos, que reduzcan gradualmente el apoyo de emergencia a la economía, el riesgo de error de política monetaria se incrementa, bien por el riesgo de efectos de segunda ronda que alimenten la espiral inflacionaria y provoquen cambios sustanciales en la planificación monetaria no anticipados por los agentes, o bien por un proceso de normalización según lo previsto, en vistas a ganar margen de maniobra para el próximo ciclo de ajuste, pero cuya capacidad de endurecimiento y sensibilidad podrían diferir respecto de los de la etapa pre-pandémica.

Crisis geopolítica

El marco geopolítico global permanece relativamente estable, con ciertos reequilibrios al alza y a la baja. Por una parte, los factores de alivio se deben fundamentalmente a: (i) avances en la vacunación contra el Covid-19; (ii) el riesgo de fragmentación en la Eurozona que continúa moderándose, a pesar de renovadas tensiones con Reino Unido, tras el proceso electoral en Alemania que, aunque con políticas de coalición aún inciertas, dada la diversificación de ideas podrían ofrecer un panorama

político relativamente neutral, y gracias a la estabilidad en Italia que continúa reforzándose bajo M. Draghi; (iii) tensiones con Irán a la baja de cara a un acuerdo nuclear con conversaciones restauradas, aunque aún bajo elevadas desavenencias, y (iv) voluntad de Rusia a estabilizar los precios de la energía a una Unión Europea que podría, en contrapartida, agilizar el *Nord Stream 2*. Por el lado contrario, la contribución negativa al panorama continúa centrándose en: (i) el riesgo de gobernanza en varios países de América Latina que parece revivir luego de haber pasado por la peor parte de la pandemia; (ii) cadenas de suministro globales que incrementan el riesgo de desacople, y (iii) el riesgo de conflicto en Taiwan cuya intensidad militar continúa aumentando por parte los principales grupos de interés.

Cambio climático

A pesar de que la sostenibilidad se está asentando como la corriente principal de estrategia público-privada en la lucha contra el cambio climático, sigue siendo necesario fortalecer una regulación más profunda, especialmente sobre la determinación de las taxonomías y etiquetados verdes en materia de denominación y control para evitar los casos de fraude en su etiquetado como los acaecidos en diversos vehículos de inversión en los últimos meses. En este sentido, y como muestra la actual crisis del gas, la correcta asignación de recursos hacia energías limpias que permitan alcanzar las emisiones cero debe mantener el foco en el largo plazo, aunque sin ignorar las necesidades que surgen en la todavía etapa de transición dadas las necesidades de consumo energético presente con alta dependencia a las fuentes convencionales.

Vacuna Covid-19

El importante avance de la vacunación (más de 6.760 millones de dosis en todo el mundo cubriendo a casi la mitad de la población con al menos una dosis), ha permitido aliviar en parte las restricciones globales, especialmente en los países desarrollados y a un ritmo más pausado en

los países emergentes. A pesar de una menor eficacia ante las nuevas variantes, la aplicación de una dosis adicional de refuerzo (pauta cada vez más extendida) permite avanzar hacia la inmunidad colectiva, al tiempo que nuevos medicamentos para los casos más graves ofrecen un apoyo adicional a la lucha contra la pandemia. El escenario de riesgo continúa reflejando, sin embargo, el riesgo latente de nuevas variantes que deterioren la efectividad de las mismas, una menor aceptación a las dosis de refuerzo en el público en general, o bien el retraso en su administración masiva acentuando el desequilibrio actual entre países.

1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

Tras alcanzar el punto máximo de la recuperación, inicia una desaceleración con inflación.

Con el 65% de la población con al menos una dosis (y el 56,2% con pauta completa), la actividad debería estar a punto de normalizarse, pero las restricciones siguen comparativamente elevadas. El índice de restricciones³ se encuentra de nuevo por encima de 60 debido al repunte de casos en el mes de septiembre (véase la Gráfica 1.2.1-c).

En este contexto sanitario, la economía de los Estados Unidos creció un 1,6% t/t (12,2% a/a) en el segundo trimestre de 2021. No obstante, se espera que en el tercer y cuarto trimestres la economía se desacelere, básicamente por el efecto de las dificultades en las cadenas de suministro. A pesar de ello, la demanda está fuerte gracias a los estímulos fiscales y monetarios activados, y el mercado de trabajo también. Esta conjugación de demanda con dificultades en la oferta y en la producción industrial va a contribuir aún más a la situación inflacionaria (que ya está tensa por los precios de la energía). En virtud de lo anterior, hemos rebajado en 8 déci-

mas nuestra estimación del crecimiento al 5,8% (desde los 6,6%) para 2021 y revisamos al 4,3% (desde 4,5%) para 2022 (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

Las expectativas de crecimiento se están rebajando debido a tensiones en la cadena de suministro. Los cuellos de botella en el transporte son el mayor punto de tensión, pero la limitada capacidad sobrante de producción nacional, los bajos inventarios, el fuerte aumento de los costes de los insumos (más agudo en el caso de las materias primas) y los desafíos laborales están dificultando cada vez más que la oferta se mantenga al ritmo de la demanda.

A nivel de indicadores de actividad, la producción industrial se ralentizó un poco en agosto (+5,9% desde 6,6%), mientras que los pedidos de fábrica aumentan 1,2%. El mercado laboral está fuerte con el paro bajando al 4,8% en septiembre. Los indicadores adelantados de la *Conference Board* siguen mejorando (+0,9% m/m en agosto). Las ventas al por menor aumentan 1,8% m/m (sin autos) en agosto y 0,7% en total, la diferencia se debe a las dificultades en las entregas de fábrica. La confianza del consumidor da indicaciones mixtas, con el índice de la *Conference Board* bajando (109,3 puntos) y el de la Universidad de Michigan subiendo (71,4 puntos) en octubre.

La economía en 2021 seguirá sólida, pero el impacto de la escasez de semiconductores en la industria automovilística y electrónica reducirá las

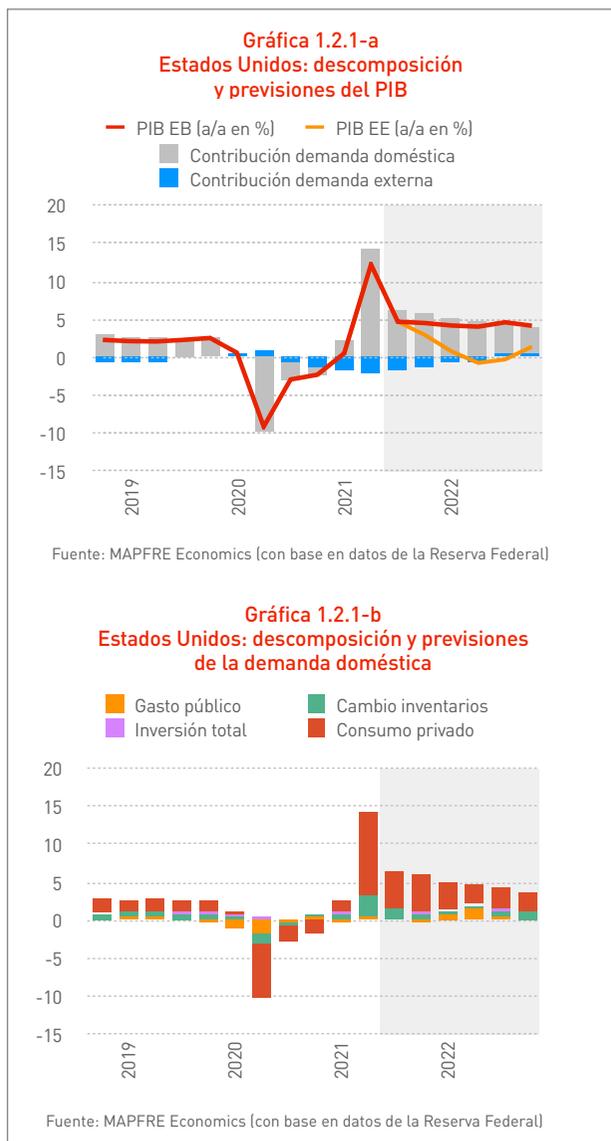
- Hay dificultades en la oferta en algunas industrias, mientras que la demanda sigue fuerte.
- La inflación empieza a presionar y la Reserva Federal cambia el tono, dando pistas de que el *tapering* empezará en breve.
- Expectativas de subidas de tipos anticipadas a 2022.
- Los indicadores son mixtos, con el empleo fuerte, pero PMIs moderándose.
- Se ha ajustado a la baja nuestra previsión de crecimiento en 2021 al 5,8%.

Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

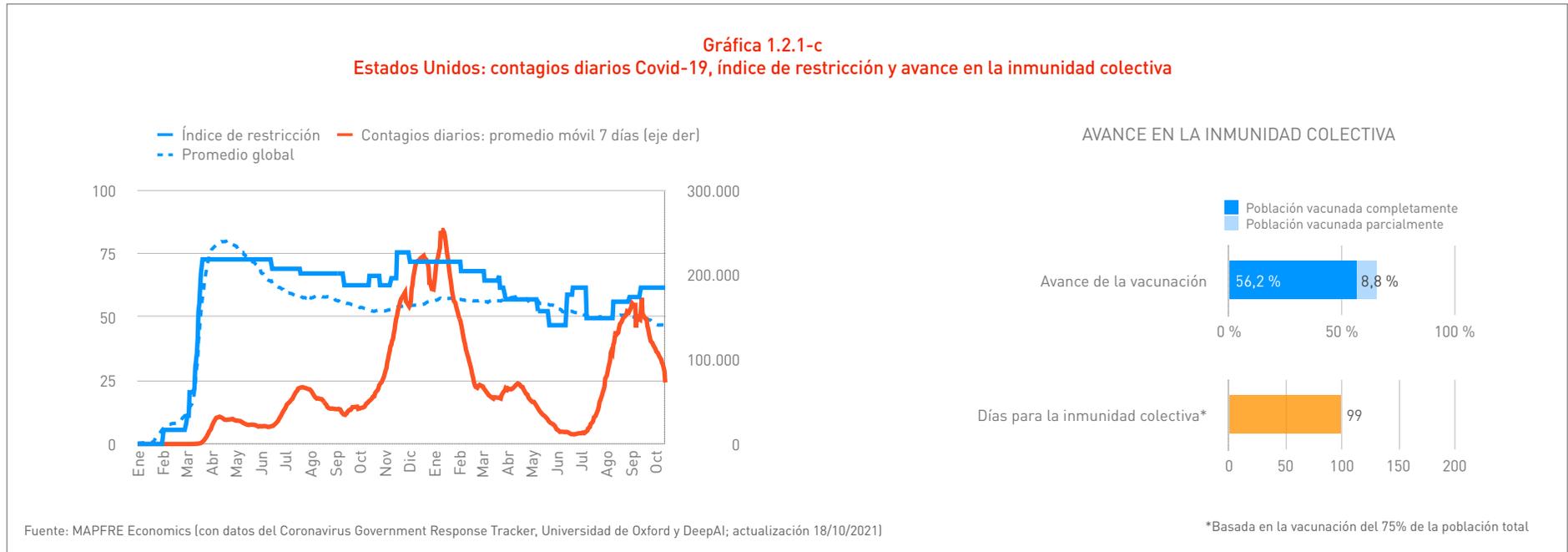
	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a)	1,7	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,8	4,3	5,0	0,3
Contribución de la demanda doméstica	1,8	2,5	3,3	2,5	-3,3	7,2	4,3	6,5	-0,1
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-1,4	-0,1	-1,6	0,4
Contribución del consumo privado	1,7	1,7	2,0	1,5	-2,6	5,7	2,8	5,2	0,2
Contribución de la inversión total	0,4	0,8	0,9	0,7	-0,3	1,5	0,7	1,3	-0,6
Contribución del gasto público	0,3	0,0	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1
Consumo privado (% a/a)	2,5	2,4	2,9	2,2	-3,8	8,0	4,0	7,4	0,3
Consumo público (% a/a)	1,9	0,0	1,2	2,0	2,0	1,2	1,0	1,1	1,0
Inversión total (% a/a)	2,1	3,8	4,4	3,1	-1,5	6,4	3,4	5,9	-2,7
Exportaciones (% a/a)	0,4	4,1	2,8	-0,1	-13,6	4,4	8,5	3,9	4,8
Importaciones (% a/a)	1,5	4,4	4,1	1,1	-8,9	13,6	4,9	13,2	-0,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,8	4,1	3,8	3,6	6,8	4,5	3,9	4,7	4,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,1	2,1	1,9	2,3	1,4	5,2	2,6	5,8	2,8
Balance fiscal (% PIB)	-5,4	-4,2	-6,1	-6,3	-15,3	-11,9	-6,2	-12,0	-7,5
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)	-4,1	-4,2	-4,3	-4,1	-4,3	-4,8	-4,5	-4,8	-4,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-1,9	-2,1	-2,2	-2,9	-3,5	-3,3	-3,5	-3,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	0,50	0,25	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	1,00	1,69	2,81	1,91	0,24	0,14	0,52	0,21	0,35
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,45	2,40	2,69	1,92	0,93	1,82	2,63	2,00	2,68
Tipo de cambio vs USD (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,05	1,20	1,15	1,12	1,23	1,15	1,20	1,15	1,17
Crédito privado (% a/a, media)	3,3	6,9	4,6	5,3	6,0	15,0	4,2	14,7	1,1
Crédito familias (% a/a, media)	2,1	3,4	3,5	3,0	3,4	6,8	7,9	6,8	7,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,2	6,1	9,1	6,6	8,7	2,1	5,2	2,1	5,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	4,3	2,9	2,2	2,2	5,5	3,9	2,2	3,9	3,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	7,0	7,3	7,6	7,6	16,4	12,5	7,5	12,7	9,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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



Gráfica 1.2.1-c
Estados Unidos: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



expectativas. Los problemas en la cadena de suministro en varios sectores tienden a reducir la oferta justo en un momento que la demanda está fuerte. Lo anterior, unido al hecho de que el mercado laboral se mantenga fuerte y los precios de la energía estén tensionados, será un factor para que la inflación se acelere.

La inflación se ha situado en 5,4% en septiembre, con la subyacente en 4,0% y la inflación PCE, la más seguida por la Reserva Federal, en 4,3%. La presión inflacionaria se verifica principalmente en los carburantes, el gas y también en la electricidad y en otras materias primas. Esta tensión, que posiblemente ya no será tan transitoria como se suponía originalmente, es lo que podría llevar a anticipar el *"tapering"* y la subida de tipos de interés. Conforme a lo esperado, en su reunión de

septiembre la Reserva Federal sugirió que en un corto plazo podría iniciarse una reducción del ritmo de compras de activos (*"tapering"*), esperándose que lo anuncie formalmente en noviembre para comenzar en diciembre o enero. La indicación de que este proceso estaría terminado a mediados de 2022 sugeriría una reducción de 15 millardos de dólares cada mes. La otra conclusión de la reunión fue el aumento de la curva de previsión de tipos de interés, adelantando la primera subida hacia finales de 2022, frente a la inicialmente esperada en junio de 2023. Por ahora, el tipo de interés de los Fondos Federales se mantiene en la franja 0% - 0,25%.

El Senado estadounidense ha aprobado el aumento del techo de la deuda en 480.000 millones de dólares, y se espera que la Cámara de

Representantes apruebe el proyecto de ley en los próximos días. Una vez que el presidente J. Biden lo firme, el proyecto de ley evitará por ahora un posible impago del Tesoro y, con ello, la agitación de los mercados financieros. Pero el mayor margen de maniobra del techo de la deuda solo debería durar hasta principios de diciembre, con lo que el obstáculo del techo de gasto habrá sido superado solo por dos meses. De esta forma, al acercarse el inicio de diciembre el Congreso y el Senado volverán a tener que abordar el tema nuevamente; en ese momento, es posible que se vuelva al punto de partida, mientras que también persiste el riesgo de un cierre del gobierno.

1.2.2 Eurozona

La recuperación continuará, pero ahora con vientos contrarios.

La Eurozona creció un 2,2% t/t en el segundo trimestre de 2021 (+14,3% a/a), mejor de lo esperado, en un contexto de gradual reapertura de las actividades a partir de mayo como resultado de una reducción de la incidencia de la pandemia, un programa de vacunación que alcanza al 68,3% de la población (64,2% con pauta completa) y de la consecuente flexibilización de las limitaciones a la actividad (véase la Gráfica 1.2.2-c). No obstante, cabe apuntar que esta cifra podría ser modificada por la revisión a la baja del PIB de España del segundo trimestre. Los principales impulsores del crecimiento fueron el consumo privado con un aumento +3,7%, el gasto del gobierno con un 7,2%, y la inversión con un 1,1%. La producción industrial también avanzaba a buen ritmo en verano (+7,7% en julio) y la construcción (con un +3,3%).

Analizando las encuestas se observa que, en agosto, los índices han sufrido una caída generalizada, mientras que en septiembre algunos se han estabilizado (Sentimiento Económico y Confianza Industrial). Los índices de gestores de compras (PMIs) de septiembre han retrocedido ligeramente respecto a agosto, con el compuesto en 54,3 puntos, el manufacturero en 58,5 y el de servicios en 54,7. La confianza en el comercio minorista tam-

bién ha bajado en septiembre. La producción automovil, por su parte, se enfrenta a dificultades de suministro de microchips, lo que está provocando una disminución de la producción y de las ventas. En este contexto, hemos elevado nuestra estimación de crecimiento del PIB al 5,0% (desde el 4,5%) para 2021, debido al buen dato del segundo y tercer trimestres, aunque desacelerando. Por ello, para 2022 se ha rebajado dos décimas la previsión de crecimiento hasta el 4,3% (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

Los fondos del Plan de Recuperación (*NextGenEU*), dotado de 750 millardos de euros, ya se han empezado a distribuir. Dicho plan consiste en préstamos y ayudas directas, las cuales complementan el presupuesto europeo (*Multiannual Financial Framework*) de 1.074 millardos de euros. Agregando ambas cantidades, se alcanza la cantidad total de 1.824 millardos de euros. El desembolso de los fondos está asociado a la presentación de proyectos concretos de inversión, dándose prioridad a aquellos relacionados con infraestructuras, energías limpias, digitalización y sostenibilidad.

Por otra parte, la inflación en la Eurozona ha alcanzado el 3,4% en septiembre, principalmente por la subida de combustibles (+26,8%), gas (+15,1%) y electricidad (+9,4%), situándose la subyacente en el 1,9%. Esta situación deberá seguir repuntando hacia final de año, porque continúa la

- **Buen segundo semestre y se espera que también lo sea el tercero, aunque desacelerando.**
- **Ahora vienen vientos contrarios por la crisis energética y la inflación.**
- **El consumo privado es elevado por los ahorros acumulados, pero la inflación esperada le irá quitando fuerza.**
- **La crisis de las cadenas de suministro impactará en la producción industrial y las ventas.**
- **Se ha elevado la previsión de crecimiento del PIB en 2021 al 5,0%, rebajándose al 4,3% la de 2022.**

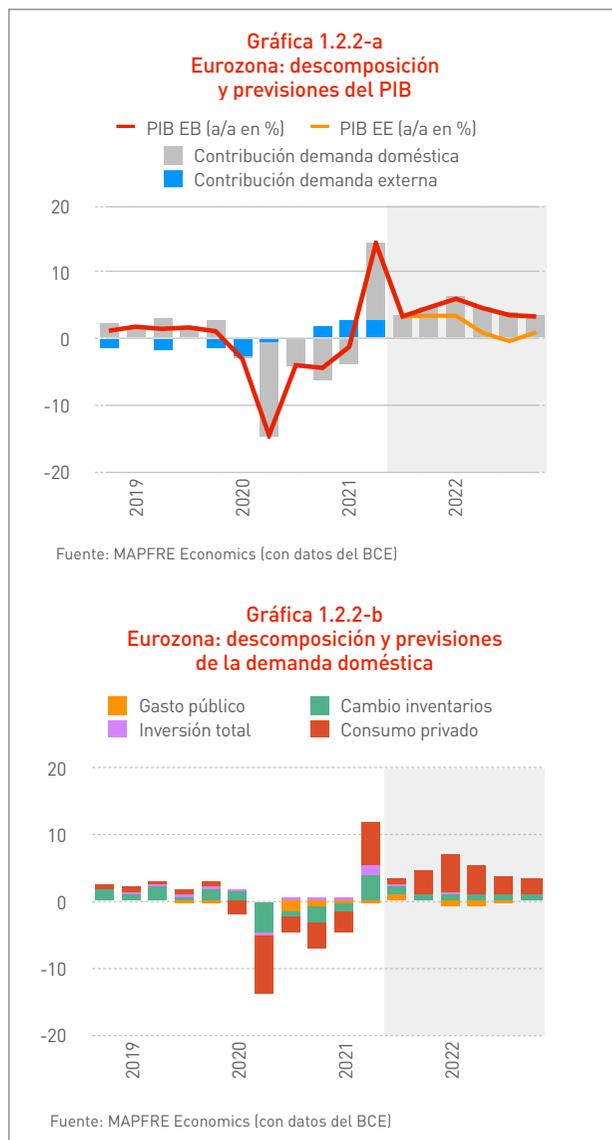


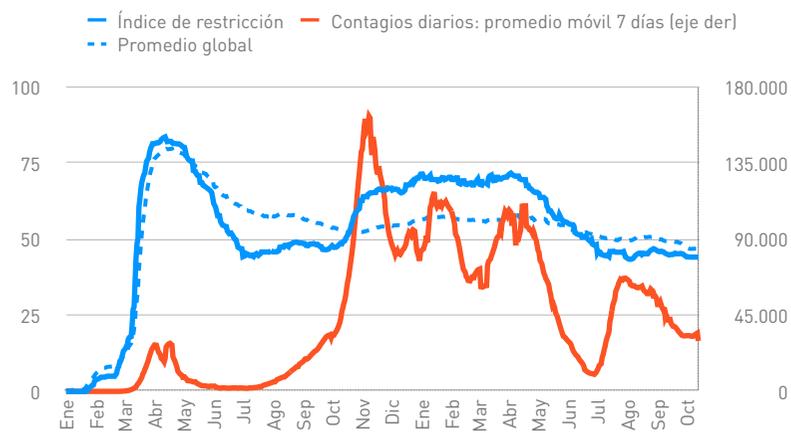
Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a)	1,8	2,8	1,8	1,5	-6,5	5,0	4,3	4,7	1,2
Contribución de la demanda doméstica	2,3	2,3	1,7	2,4	-6,1	3,7	4,5	3,4	1,5
Contribución de la demanda externa	-0,4	0,5	0,1	-0,9	-0,4	1,3	-0,2	1,3	-0,3
Contribución del consumo privado	1,0	1,0	0,8	0,7	-4,2	1,9	3,7	1,7	2,2
Contribución de la inversión total	0,8	0,9	0,6	1,4	-1,6	0,9	0,9	0,9	-0,3
Contribución del gasto público	0,4	0,2	0,2	0,4	0,3	0,7	0,3	0,7	0,3
Consumo privado (% a/a)	1,9	1,9	1,5	1,4	-8,0	3,7	7,0	3,3	4,2
Consumo público (% a/a)	1,9	1,1	1,1	1,8	1,4	3,2	1,3	3,2	1,3
Inversión total (% a/a)	3,9	4,2	3,1	6,4	-7,5	4,3	4,0	4,0	-1,2
Exportaciones (% a/a)	2,9	6,0	3,6	2,5	-9,3	9,1	6,0	8,8	2,6
Importaciones (% a/a)	4,3	5,4	3,7	4,6	-9,2	6,9	6,9	6,7	3,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	9,8	8,7	7,9	7,4	8,2	7,7	7,8	8,0	8,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,7	1,4	1,9	1,0	-0,3	3,7	1,4	4,7	1,1
Balance fiscal (% PIB)	-1,5	-0,9	-0,5	-0,6	-7,3	-6,5	-3,9	-6,6	-5,3
Balance fiscal primario (% PIB)	0,6	1,0	1,4	1,0	-5,7	5,4	7,2	5,3	6,1
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	3,2	3,1	2,4	1,9	2,4	2,1	2,3	2,1
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	-0,55	-0,54	-0,47	-0,52	-0,58
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,93	1,13	1,17	0,32	-0,19	0,27	0,79	1,04	1,92
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,05	1,20	1,15	1,12	1,23	1,15	1,20	1,15	1,17
Tipo de cambio vs Euro (final 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	2,8	3,3	2,9	3,7	4,9	3,6	3,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,9	1,2	2,7	1,7	2,4	2,5	2,5	2,4	0,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,8	1,7	0,0	1,1	-2,4	1,4	2,9	1,4	3,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	12,4	12,3	12,5	13,0	19,5	17,4	12,7	17,6	13,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsión: 18 octubre 2021.

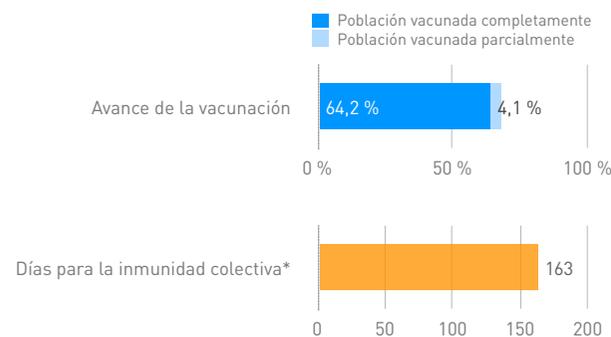
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.2-c
Eurozona: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 18/10/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 75% de la población total

tensión en estos precios y se acerca la temporada de invierno. La moderación de estos precios tendrá que ver con el precio del gas y petróleo en los mercados internacionales, y en el caso de la electricidad dependerá del mix de producción en cada país y la cotización de los derechos de emisión de CO2.

El Banco Central Europeo (BCE), en su reunión del 9 de septiembre ha mantenido los tipos de interés en 0% para las operaciones principales de financiación y en -0,50% para la facilidad de depósito, y no prevé tocarlos hasta que la inflación no se sitúe en el 2% y en un horizonte en el que esta se mantenga. El BCE también seguirá efectuando compras netas de activos en el marco del PEPP, con una dotación total de 1.850 mm de euros al menos hasta el final de marzo de 2022 y, en todo caso, hasta que

considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. Mantiene también las condiciones de los programas de APP (el anterior a la pandemia) y del TLTRO III (financiación a largo plazo para las empresas). El objetivo es preservar unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía, que son necesarias para una recuperación sostenida de la economía y para salvaguardar la estabilidad de precios.

Los riesgos para la Eurozona están en aumento, como se anticipaba a partir del repunte de la inflación, pero ahora más con la crisis energética, la explosión del precio del gas, el petróleo al alza, la negativa de la OPEP a subir la producción, en un momento de aumento de demanda, y acercamiento del invierno, la inflación tenderá a anclarse en niveles más

altos, lo que será un obstáculo para la continuidad de la recuperación. Por la parte positiva, con las altas tasas de vacunación se espera que los niveles de restricciones sigan reduciéndose, y se espera que el despliegue de los fondos *NextGenEU* tengan un efecto multiplicador y duradero en la economía mediante reformas estructurales e inversión en infraestructura.

1.2.3 España

Los riesgos aumentan: energía, inflación, suministros sector automóvil y sector inmobiliario.

El Instituto Nacional de Estadística (INE) ajustó el PIB del segundo trimestre del año, que se situó en 17,5% a/a y 1,1% t/t (en vez de 19,8% y 2,8%, respectivamente). Este ajuste se debe a que los datos de junio no eran definitivos en la publicación del dato anterior. En el tercer trimestre, se espera un crecimiento del 3,3% a/a, o 2,5% t/t; estimaciones que reflejan una actividad que se ha recuperado en gran medida con la eliminación de gran parte de las restricciones (índice de restricción en torno al 42%), gracias a una reducción muy significativa en el número de contagios y un programa de vacunación que ha alcanzado al 81% de la población (véase la Gráfica 1.2.3-c).

- **El turismo se recupera muy lentamente: en agosto se ha situado a la mitad de lo que era en la pre-crisis.**
- **2021 ha ido bien hasta ahora, con el consumo, exportaciones y gasto público cumpliendo las expectativas.**
- **La crisis energética va a revelarse como un obstáculo en el último trimestre del año y en 2022 si no se resuelve pronto.**
- **La retirada gradual de las ayudas pandémicas, la subida de los costes energéticos y la lenta retoma del turismo van a pasar factura a las empresas de hostelería.**

Las actividades de hostelería y turismo se han reabierto con condiciones, y eso ha propiciado una visible recuperación, pero aún por debajo del año 2019 (pernoctas de turistas nacionales en agosto -26% y de extranjeros -50% versus 2019). Las exportaciones recuperaron, pero tampoco alcanzan el nivel de 2019 y podrán crecer un 10%, cuando en 2020 cayeron un 20,2%. Se prevé que en el tercer trimestre el ritmo de recuperación será mejor que en el segundo (ahora revisado al +1,1% t/t), según sugieren los datos de la afiliación a la seguridad social. Los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica muestran que las empresas aprecian una mejora de su facturación en el tercer trimestre.

El indicador de Sentimiento Económico de la Unión Europea sube a 109,4 y la confianza del consumidor (-8,6 en septiembre) ya están en niveles pre-crisis. Los índices de gestores de compras (PMIs) en septiembre retroceden un poco, el compuesto a 57,0 puntos, el manufacturero a 58,1 y el de servicios a 56,9. Asimismo, las ventas al por menor también retroceden un poco en agosto (-1,2%) y la producción industrial sube un 1,6% a/a. Por otra parte, el despliegue de los proyectos asociados al programa europeo *NextGenEU* apoyará la recuperación de la actividad. Esto se traducirá en una expansión del PIB, que, en términos de las tasas de crecimiento, será especialmente pronunciada hasta mediados de 2022, porque este es el período en el que se espera que los aumentos del gasto asociado al *NextGenEU* tengan una mayor magnitud. En este contexto, hemos revisado nuestras estimaciones de crecimiento del PIB a 5,7% en 2021 y a 6,2% en 2022 (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

Por otra parte, la inflación alcanzó 4,0% a/a en septiembre (indicador adelantado, y +0,8% m/m), impulsada por los carburantes, gas y alimentos sin elaboración. La subyacente sube al 1,0%, y el IPC general podrá terminar el año con un promedio estimado de 2,7%.

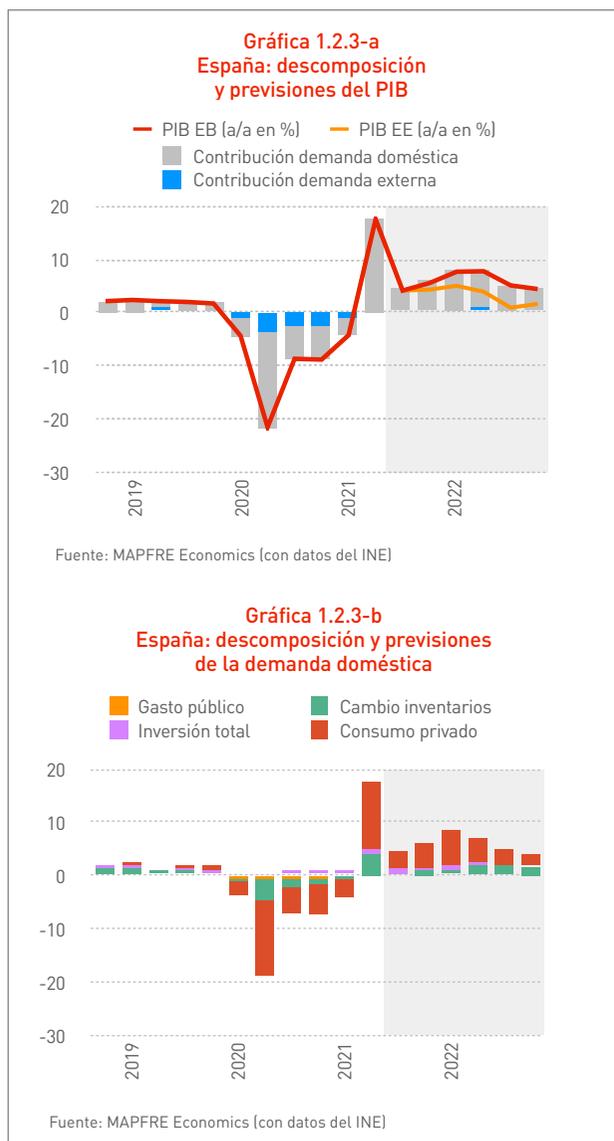
Los riesgos de cara al último trimestre del año y siguientes han aumentado, especialmente la inflación por el aumento de la factura

Tabla 1.2.3
España: principales agregados macroeconómicos

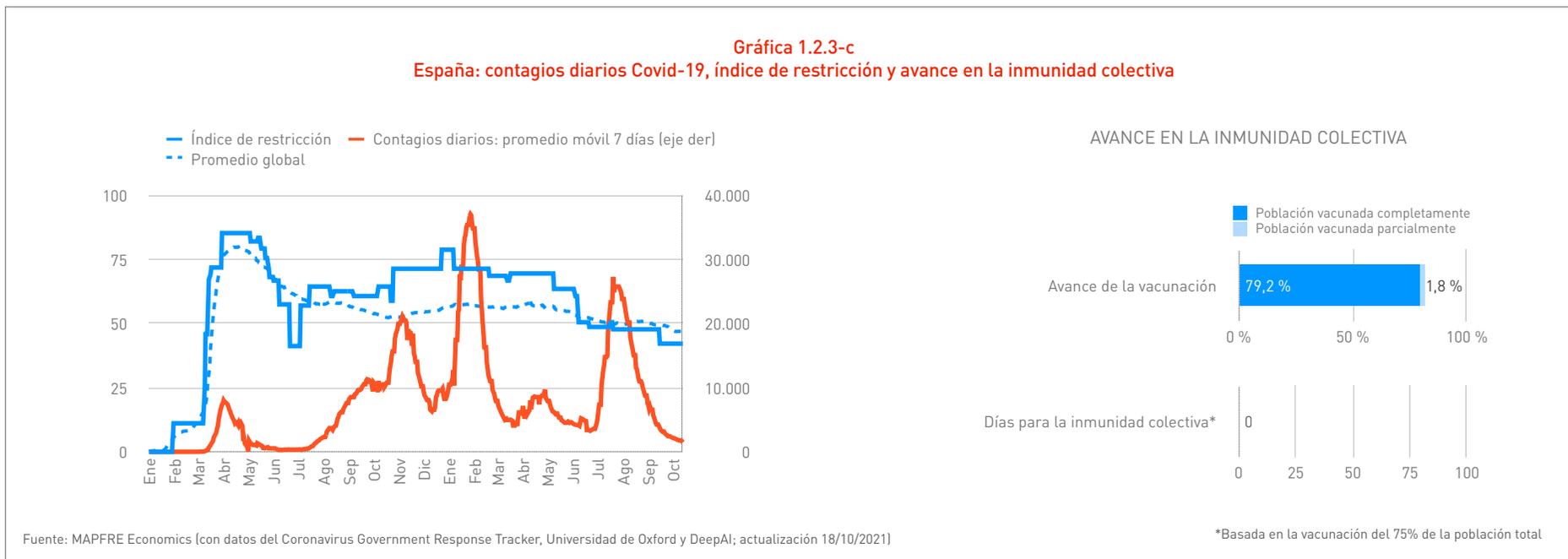
	2016	2017	2018	2019	2020 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 ^(p)	2022 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
PIB (% a/a)	3,0	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,7	6,2	4,9	2,9
Contribución de la demanda doméstica	2,0	3,2	2,9	1,6	-8,8	5,8	5,7	5,3	2,0
Contribución de la demanda externa	1,0	-0,2	-0,7	0,5	-2,1	-0,1	0,5	-0,4	0,9
Contribución del consumo privado	1,6	1,8	1,0	0,6	-6,8	4,0	4,0	3,5	2,2
Contribución de la inversión total	0,4	1,3	1,2	0,9	-1,9	1,0	1,6	0,8	0,3
Contribución del gasto público	0,2	0,2	0,4	0,4	0,7	0,8	0,4	0,8	0,4
Consumo privado (% a/a)	2,7	3,0	1,7	1,0	-12,0	7,0	6,9	6,2	3,8
Consumo público (% a/a)	1,0	1,0	2,3	2,0	3,3	3,7	2,0	3,6	2,0
Inversión total (% a/a)	2,4	6,8	6,3	4,5	-9,5	4,5	7,8	4,2	1,7
Exportaciones (% a/a)	5,4	5,5	1,7	2,5	-20,2	9,8	8,3	9,6	5,2
Importaciones (% a/a)	2,7	6,8	3,9	1,2	-15,2	11,5	6,9	11,2	2,6
Tasa de paro (% último trimestre)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	14,3	14,7	14,6	15,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,5	4,7	1,0	5,4	0,5
Balance fiscal (% PIB)	-4,3	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-7,6	-5,9	-7,8	-7,4
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,5	-0,5	-0,1	-0,6	-8,8	-5,5	-4,0	-5,6	-5,4
Balance comercial (% PIB)	-1,3	-1,9	-2,4	-2,2	-0,8	-2,4	-3,4	-2,5	-3,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,2	2,8	1,9	2,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,8
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	-0,55	-0,54	-0,47	-0,52	-0,58
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,37	1,57	1,42	0,47	0,06	0,55	1,27	1,58	2,63
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,05	1,20	1,15	1,12	1,23	1,15	1,20	1,15	1,17
Tipo de cambio vs Euro (final 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	-0,9	-0,5	2,6	-0,5	1,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-2,7	-1,1	-1,4	-0,6	2,4	2,1	2,4	1,7	-4,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-16,4	-7,9	-0,5	-4,9	3,1	5,5	3,0	5,6	3,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	7,5	6,2	5,9	8,6	15,8	9,5	5,2	9,7	6,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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



Gráfica 1.2.3-c
España: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



energética debido a la subida del gas, de la electricidad y de los carburantes. La entrada de turistas extranjeros en agosto ha alcanzado 5,1 millones, prácticamente la mitad de lo habitual en un mes de agosto.

El aprovechamiento eficaz de los fondos de la Unión Europea es clave para la recuperación, mientras que la retirada de los apoyos temporales activados por la pandemia pondrá al descubierto qué empresas se mantienen solventes. El pequeño comercio, especialmente la restauración, está presionado por menos turistas y la subida de los costes energéticos puede ponerlos en tensión. Asimismo, la crisis de suministro de chips está afectando a la producción de automóviles, lo que se traducirá en una reducción de las exportaciones en este año respecto a lo anteriormente esperado.

1.2.4 Alemania

Las dificultades en la cadena de suministro están quitando fuerza a la recuperación.

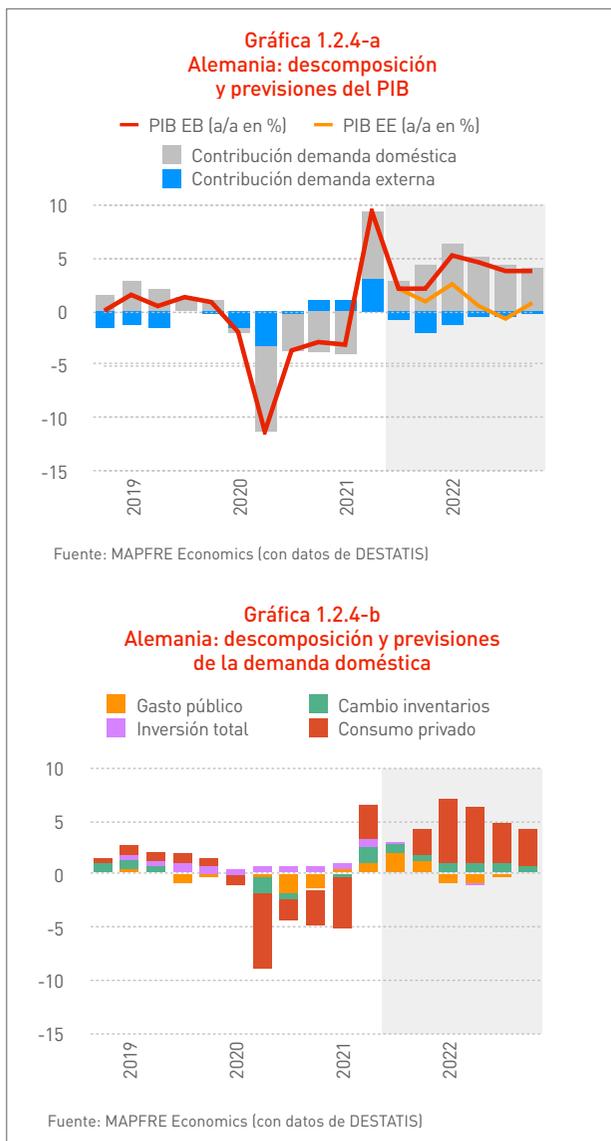
El PIB alemán creció un 1,6% t/t en el segundo trimestre del año (+9,8% a/a). El consumo creció +3,2% t/t (+5,3% a/a), la inversión +0,5% t/t (+11,8% a/a) y las exportaciones +0,5% t/t (+26,5% a/a). Esta actividad se dio una vez que las restricciones se han ido levantando (índice de restricciones en 55%), después de que en el primer trimestre del año se mantuvieron altas debido a la variante delta. A partir de septiembre, el número de contagios ha vuelto a descender y el programa de vacunación ha alcanzado al 68,3% de la población (65,2% con pauta completa), lo que se prevé permitirá que

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)	2,1	3,0	1,1	1,1	-4,9	3,1	4,4	2,2	0,8
Contribución de la demanda doméstica	2,8	2,7	1,6	1,8	-4,0	2,7	5,0	2,0	1,6
Contribución de la demanda externa	-0,7	0,3	-0,5	-0,7	-0,9	0,4	-0,7	0,2	-0,8
Contribución del consumo privado	1,2	0,9	0,7	0,9	-3,2	0,5	4,8	-0,1	3,4
Contribución de la inversión total	0,7	0,7	0,7	0,4	-0,6	0,8	0,9	0,5	-0,3
Contribución del gasto público	0,8	0,3	0,2	0,6	0,8	0,4	-0,0	0,4	-0,0
Consumo privado (% a/a)	2,2	1,7	1,4	1,6	-6,1	0,6	9,1	-0,2	6,2
Consumo público (% a/a)	4,0	1,7	1,0	3,0	3,5	2,1	-0,0	1,9	-0,0
Inversión total (% a/a)	3,6	3,3	3,5	1,9	-3,0	2,7	4,0	2,4	-1,7
Exportaciones (% a/a)	2,3	5,6	2,5	1,1	-10,1	7,9	5,3	7,6	1,6
Importaciones (% a/a)	4,4	5,7	4,0	2,9	-9,2	8,2	7,4	8,0	3,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,0	5,5	5,1	5,0	6,2	5,4	5,2	5,5	6,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,5	1,4	1,6	1,5	-0,2	4,5	1,5	5,5	1,2
Balance fiscal (% PIB)	1,2	1,3	1,9	1,5	-4,3	-4,5	-1,7	-4,6	-3,3
Balance fiscal primario (% PIB)	2,4	2,4	2,7	2,3	-3,6	-4,0	-1,2	-4,1	-2,8
Balance comercial (% PIB)	8,0	7,8	6,8	6,3	5,6	4,6	4,5	4,6	4,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	8,4	7,8	8,0	7,6	6,8	6,0	5,4	6,0	5,2
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	-0,55	-0,54	-0,47	-0,52	-0,58
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,21	0,43	0,25	-0,19	-0,58	-0,12	0,30	0,19	0,95
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,05	1,20	1,15	1,12	1,23	1,15	1,20	1,15	1,17
Tipo de cambio vs Euro (final 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	4,2	4,8	6,7	4,8	5,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,4	3,9	7,3	4,6	3,5	2,7	3,9	2,7	3,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,6	-1,6	3,4	11,1	9,1	8,9	6,1	8,9	7,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	10,4	10,6	11,3	10,7	16,2	15,1	9,6	15,3	10,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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



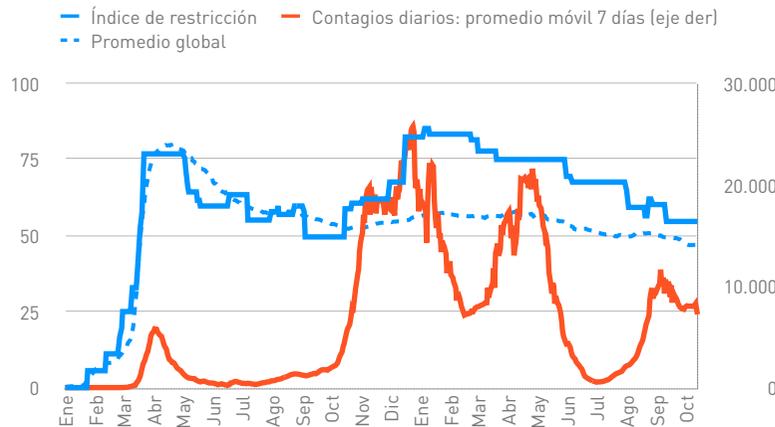
- Se ha ajustado la previsión de crecimiento del PIB de 2021 al 3,1%, manteniendo la de 2022 en 4,4%.
- Crecen fuertemente los pedidos de fábrica, pero la industria no consigue acompañar el ritmo ante las dificultades de suministro.
- El aumento del coste de la electricidad es una carga importante para la industria.

las restricciones a la actividad sigan flexibilizándose (véase la Gráfica 1.2.4-c).

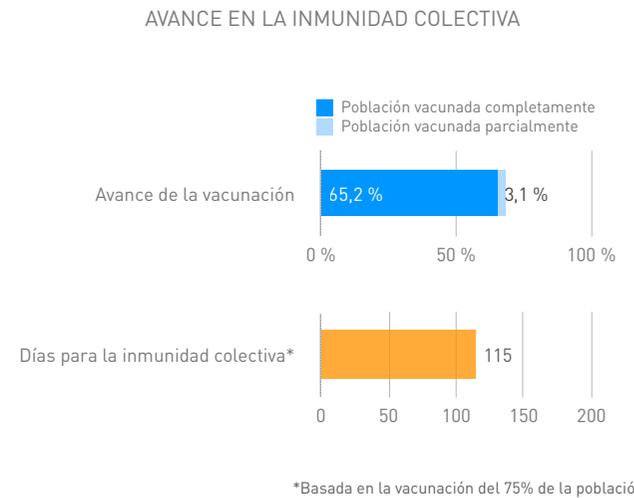
El indicador de Confianza del Consumidor GFK ha mejorado hasta +0,3 de cara a octubre, en tanto que el relativo a las perspectivas económicas rebotó en septiembre hasta 48,5, desde la caída a 40,8 puntos en agosto. Los pedidos de fábrica bajaron en agosto

(-7,7% m/m), aunque suben en el año (+11,7%) y la producción industrial cayó en agosto (-4,0% m/m, peor de lo esperado, +1,7% a/a) debido a los problemas de suministro. Los índices de gestores de compras (PMIs) bajan todos en octubre: el compuesto a 52,0 puntos, el manufacturero al 58,2 y el de servicios al 52,4. Asimismo, los índices IFO de clima empresarial están bajando desde junio, y el índice ZEW de expectativas económicas, se reducen desde mayo por las circunstancias ya descritas. En este contexto, hemos rebajado nuestra perspectiva de crecimiento del PIB para 2021 al 3,1%, y mantenemos la de 2022 en 4,4%, partiendo del supuesto de que se restablece la normalidad en la cadena de suministro, con la producción industrial y las exportaciones reactivándose (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

Gráfica 1.2.4-c
Alemania: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI); actualización 18/10/2021



La inflación, por su parte, ha alcanzado el 4,0% en septiembre, con el IPC armonizado en 4,1% y el IPC sin energía en el 3,1%. Desde el inicio del año, este aumento se está consolidando también en los alimentos (+4,1%), aunque lo que más lo está impulsando es la electricidad, gas y combustibles (+14,3%) y carburantes (+26,7%). Se espera un rebote en la producción industrial, así como que se resuelvan los problemas de suministro en las industrias, particularmente los de la industria del automóvil. Esto permitirá que la fabricación cierre el diferencial con los pedidos de fábrica. Como la utilización de la capacidad también está alta, se espera que la inversión en 2022 se fortalezca. El principal riesgo es que los costes de la energía se mantengan altos, con el consecuente impacto en el consumo de las industrias, y que esto se traslade a precios. No obstante, si la inflación y sus expectativas se arraigan se puede entrar en un ciclo vicioso inflacionario y con tipos más altos que serán obstáculo para la recuperación.

A nivel político, las elecciones del 26 de septiembre han otorgado la victoria al SPD, con 25,7% de los votos, contra el 24,1% de la CDU/CSU. Alemania se encamina hacia una posible "coalición semáforo", que sume a los socialdemócratas del SPD, con los verdes y los liberales del FDP. Sin embargo, las negociaciones pueden resultar difíciles. Una posible coalición entre la conservadora Unión CDU/CSU, los verdes y los liberales tampoco está descartada.

1.2.5 Italia

Un segundo trimestre fuerte ha sido un buen augurio para 2021, pero viene la desaceleración.

El crecimiento de la economía italiana en el segundo trimestre de 2021 ha sido mayor de lo esperado, con +2,7% t/t (+17,2% a/a), en un contexto de significativa reducción de los contagios por coronavirus y de un índice de restricciones que se mantiene relativamente alto (69%). El gobierno italiano está enfocado en el control de la pandemia de cara a este otoño-

invierno, con ya el 76,6% de la población vacunada (al menos una dosis), y está siendo uno de los países europeos más exigentes en el uso del pasaporte sanitario para el acceso a sitios públicos (véase la Gráfica 1.2.5-c).

Se observa fortaleza en el consumo privado, inversión, exportaciones e importaciones, mientras que el gasto del gobierno se modera. La producción industrial en agosto se estancó -0,2% m/m (+0,0% a/a) después de un dato de julio bueno (+1,0% m/m, +7,2% a/a). Las exportaciones crecieron un 3,2% t/t (+38% a/a). Los índices de gestores de compras (PMIs) remiten un poco en septiembre, pero siguen en zona de expansión, con el compuesto en 56,6 puntos, el manufacturero en 59,7 y el de servicios en 55,5. De esta forma, hemos revisado al alza las previsiones respecto al desempeño del consumo privado, la inversión y las exportaciones para lo que resta del año y esperamos que 2021 cierre con un crecimiento del 6,2% (revisado desde los 4,9%) y para el 2022 lo mantenemos en 4,6% (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

El gobierno está centrado también en las reformas, habiendo cerrado la reforma de la justicia antes de verano. Ya en octubre, se aprobó el marco de una ambiciosa reforma fiscal que abarca casi todos los aspectos del sistema fiscal, con la simplificación como objetivo principal, más que una reducción total de la presión fiscal. No obstante, esto debería ser positivo para

- La producción industrial y exportaciones se mantienen fuertes.
- Hemos aumentado nuestra estimación de crecimiento del PIB al 6,2% en 2021 y mantenemos en 4,6% la de 2022.
- Las reformas administrativas y fiscales son los siguientes objetivos para conseguir una consolidación fiscal más duradera.
- Una desaceleración va a ser inevitable, con el fin de las ayudas activadas por la pandemia, el avance de la inflación y el posible endurecimiento de las condiciones financieras.

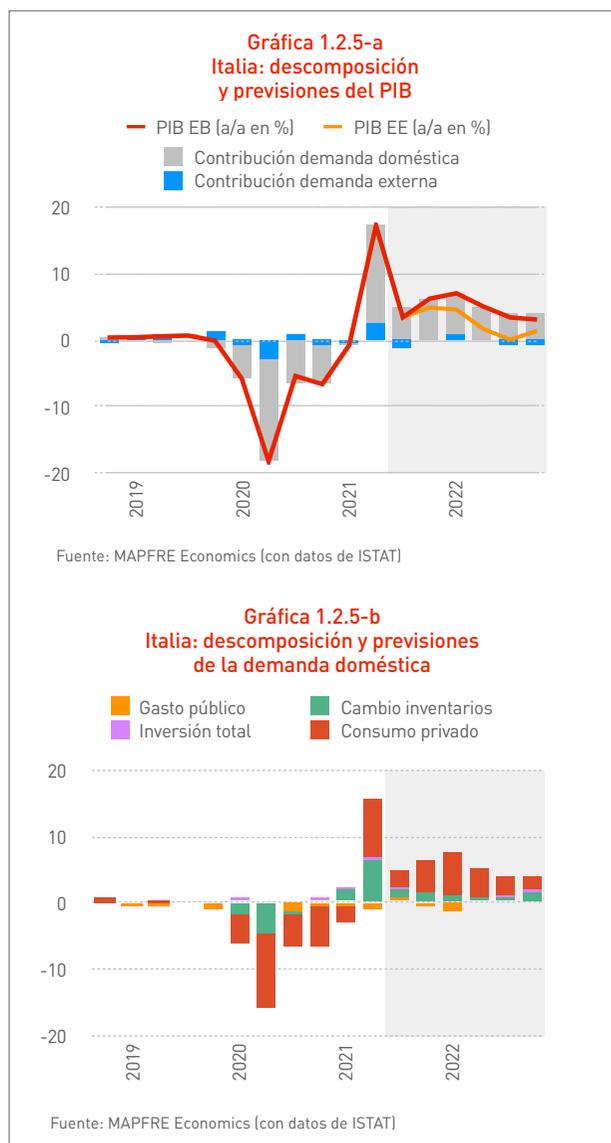


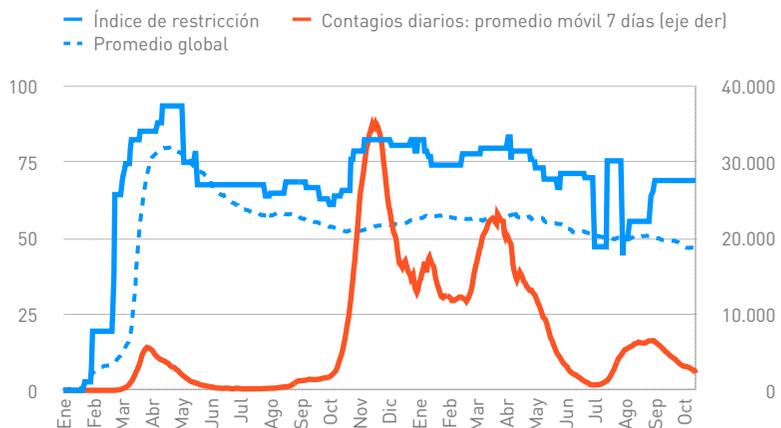
Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 ^(p)	2022 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
PIB (% a/a)	1,4	1,7	0,8	0,4	-9,0	6,2	4,6	5,8	1,9
Contribución de la demanda doméstica	2,7	3,3	1,9	0,0	-11,7	10,2	7,8	5,7	2,1
Contribución de la demanda externa	-1,3	-1,6	-1,1	0,4	2,7	-4,0	-3,2	0,1	-0,2
Contribución del consumo privado	0,7	0,9	0,6	0,1	-6,4	3,2	4,0	3,0	2,2
Contribución de la inversión total	1,1	1,9	0,8	-0,1	-3,7	4,1	2,8	2,9	-0,1
Contribución del gasto público	0,1	-0,0	0,0	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Consumo privado (% a/a)	1,2	1,5	1,0	0,2	-10,8	5,5	6,6	5,0	3,7
Consumo público (% a/a)	0,7	-0,1	0,1	-0,5	1,9	1,0	1,2	1,0	1,2
Inversión total (% a/a)	4,2	6,5	2,8	-0,5	-13,4	13,9	9,1	14,7	-0,4
Exportaciones (% a/a)	1,9	6,0	1,6	1,8	-14,7	13,4	7,8	13,1	4,3
Importaciones (% a/a)	-1,7	-1,9	-3,4	5,2	19,4	-2,2	-3,2	13,6	5,3
Tasa de paro (% último trimestre)	11,8	11,0	10,6	9,8	9,9	9,3	9,2	9,5	9,9
Inflación (% a/a último trimestre)	0,5	0,9	1,1	0,5	-0,2	3,8	1,0	4,6	0,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,4	-2,4	-2,2	-1,5	-9,6	-9,4	-5,7	-9,5	-7,1
Balance fiscal primario (% PIB)	1,5	1,4	1,4	1,9	-6,1	-6,2	-2,6	-6,3	-3,9
Balance comercial (% PIB)	3,5	3,1	2,6	3,4	4,1	3,3	2,0	3,3	2,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,6	2,6	2,6	3,3	3,8	2,6	1,3	2,5	1,4
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	-0,55	-0,54	-0,47	-0,52	-0,58
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,82	2,00	2,77	1,43	0,52	0,96	1,71	1,95	3,04
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,05	1,20	1,15	1,12	1,23	1,15	1,20	1,15	1,17
Tipo de cambio vs Euro (final 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	2,2	1,2	3,7	5,1	3,7	3,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-2,1	-3,0	-0,4	-0,6	2,7	0,1	0,7	-0,3	-4,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-3,9	-13,2	25,1	-5,8	-6,9	13,6	1,6	13,3	-0,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	10,2	9,7	9,6	9,5	17,0	13,6	9,3	13,8	11,2

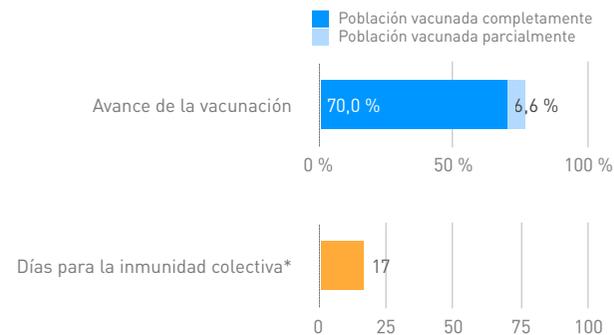
Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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

Gráfica 1.2.5-c
Italia: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 75% de la población total

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 18/10/2021)

el entorno operativo de las empresas y, por tanto, para la productividad. Los recortes fiscales a corto plazo sobre los asalariados podrían impulsar el consumo en 2022-23. Asimismo, el manejo de los fondos *NextGenEU* es otro de los desafíos, al igual que la aprobación de presupuestos, que contiene algunas medidas de consolidación fiscal, aunque las reglas fiscales de la Unión Europea hayan sido temporalmente suspendidas por la crisis.

Por otra parte, la inflación en septiembre se ha situado en 3,0% a/a (armonizado), +1,1% m/m, (+1,5% a/a la subyacente). A esta subida han contribuido los combustibles, electricidad y transportes, si bien el vestuario y la hostelería también aceleran las subidas.

A nivel de riesgos al alza, tenemos un posible mayor impulso del consumo por los ahorros acumulados y la continuación del buen desempeño de las exportaciones. Entre los riesgos a la baja está el impacto de la crisis energética en la inflación, el posible endurecimiento de las condiciones financieras o el impacto gradual de la retirada de los apoyos activados por la pandemia, que podrá revelar el verdadero daño de la pandemia en la pequeña y mediana empresa. La gestión de los fondos europeos *NextGenEU* también es clave para la continuación de la recuperación. Por último, deben considerarse las elecciones presidenciales en febrero de 2022 y sus implicaciones para el panorama político y económico en general.

1.2.6 Reino Unido

Revisión al alza del crecimiento y la inflación, con posible anticipación de subida de tipos de interés.

La cifra definitiva del PIB del segundo trimestre de 2021 fue revisada al alza hasta 5,5% t/t, desde 4,4% t/t (la cifra interanual, por el efecto de base, se quedó en +23,6% a/a). Asimismo, el consumo creció +7,2% t/t, el gasto del gobierno un +8,1% t/t, la inversión un +0,8% t/t, las exportaciones +6,2% t/t y las importaciones un +2,4% t/t. Todo ello, en un contexto de resiliencia en el número de contagios por coronavirus, de vacunación que alcanzaba al 72,4% de la población (66,5% con pauta completa) y un nivel de restricciones que se ha venido reduciendo a lo largo del año (véase la Gráfica 1.2.6-c).

- **La revisión del crecimiento del PIB en el segundo trimestre permite revisar la estimación para 2021 al 6,9%.**
- **La inflación se está anclando y el Banco de Inglaterra podría anticipar las subidas de tipos de interés al último trimestre de 2021.**
- **Comienza a observarse una cierta desaceleración de la actividad, que se acentuará si las condiciones financieras se endurecen.**
- **Los altos precios de la energía y los problemas en la cadena logística contribuirán a la desaceleración.**

A finales de septiembre y principios de octubre, el Reino Unido estaba sufriendo problemas de abastecimiento, tanto en los carburantes como en la red logística en general, por falta de conductores de camiones, lo que tendría como motivo la retirada del permiso de residencia a conductores extranjeros. Esto llevó al ejecutivo a recurrir de urgencia a conductores militares y a prometer que revisaría los permisos de residencia para conductores de camiones. En cuanto a la crisis energética por los precios del gas, se han anunciado posibles proyectos de refuerzo a la inversión en

energías renovables y nucleares, un anuncio que vendrá en el contexto de la conferencia del clima COP26 a celebrar en Escocia en noviembre.

Así, en medio de los problemas logísticos, de suministro (en especial, de chips electrónicos para la fabricación de automóviles) y de carburantes, es previsible una cierta desaceleración de la actividad en el tercero y cuarto trimestres del año. Las ventas al por menor se han reducido en julio (-3,2% m/m y agosto -1,2% m/m). Asimismo, las matriculaciones de vehículos sufrieron en julio y agosto, pero en septiembre ya parecen haber vuelto a la normalidad. La confianza del consumidor (GFK) ha vuelto a caer en octubre hasta -17, y los índices de gestores de compras (PMIs) de octubre están estables con el compuesto en 56,8 y el de servicios en 58,0, aunque el manufacturero aumenta 0,6 puntos hasta 57,7. En este contexto de efectos mixtos, nuestra estimación de crecimiento del PIB se ha revisado al alza al 6,9% para 2021 (básicamente por la revisión del PIB del segundo trimestre), aunque desacelerando hasta crecer un 5,5% en 2022 (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

La inflación, por su parte, continúa su escalada alcanzando 3,2% en agosto y con la subyacente en 3,1%; los combustibles suben +36,2% a/a, la electricidad +5,8% a/a y el transporte +7,8% a/a. El Banco de Inglaterra, en su reunión del 22 de septiembre, mantuvo los tipos de interés en el 0,10%. Los recientes comentarios del Banco de Inglaterra han hecho que las expectativas de la primera subida de tipos de interés se adelanten drásticamente a este año. Aunque la alta inflación está relacionada con las presiones de los precios de la energía y los alimentos (que acabarán desapareciendo), la perspectiva de que la inflación alcance un máximo de entre el 4% y el 5% este año hace creer que el efecto puede ser más duradero en los salarios y en las expectativas de inflación.

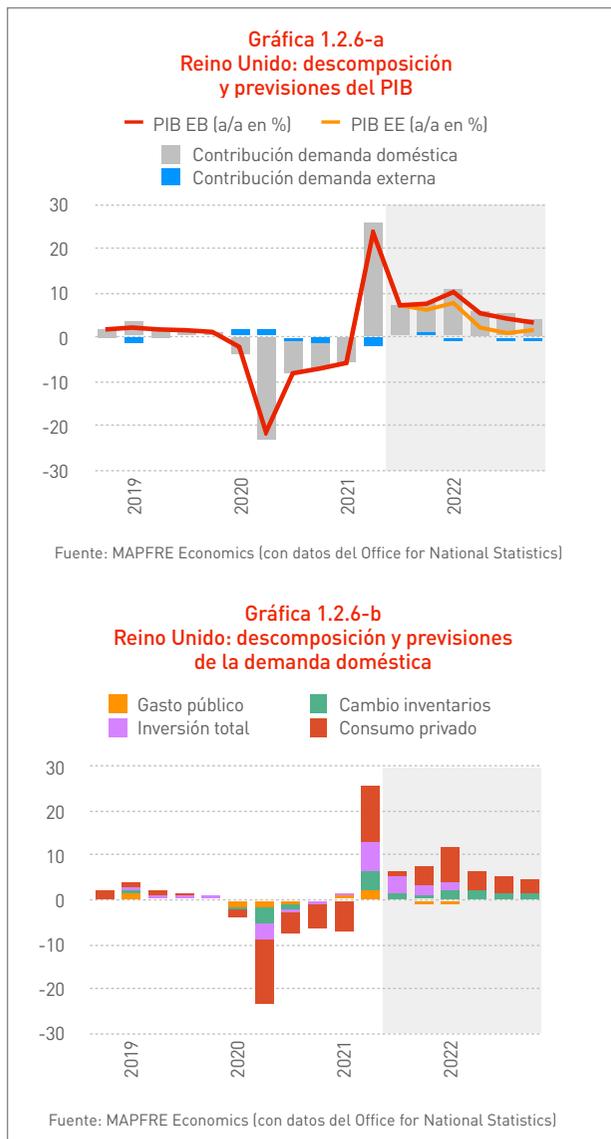
Los riesgos para la economía del Reino Unido se han ampliado. A los problemas logísticos relacionados con la falta de conductores de camiones, se suma la subida de los combustibles, el gas y la electricidad. La inflación parece estar anclándose, lo que llevará al Banco de Inglaterra

Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

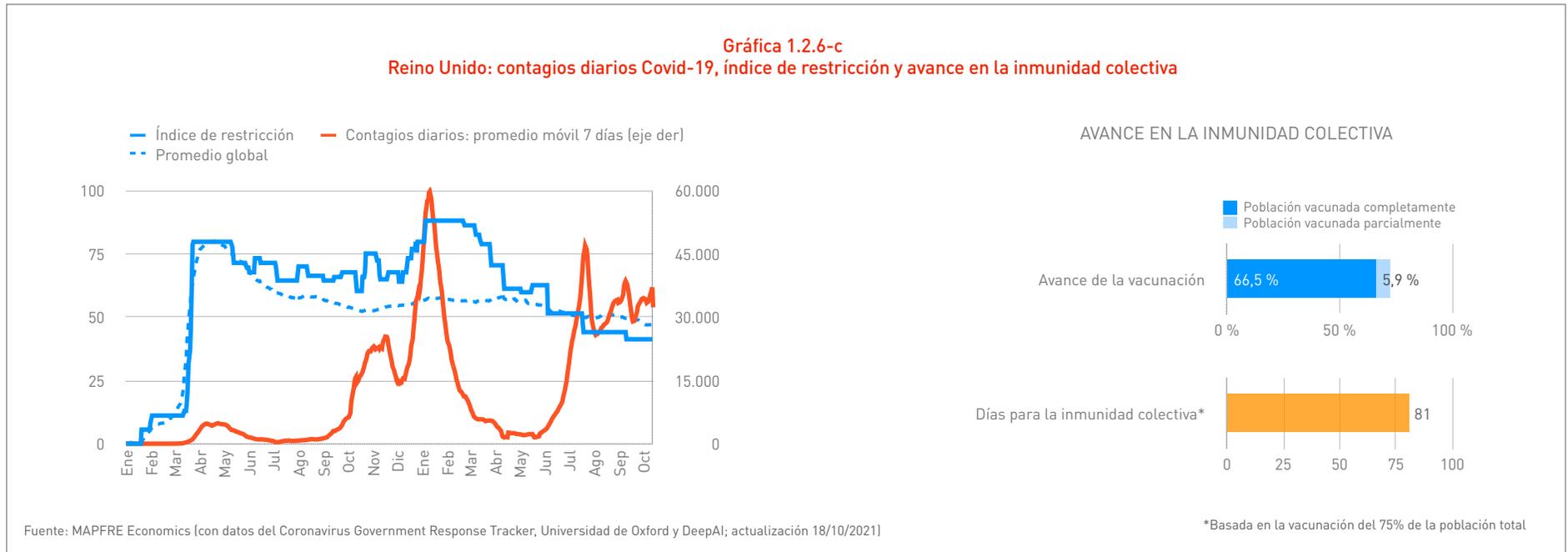
	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a)	2,3	2,1	1,7	1,7	-9,7	6,9	5,5	6,5	2,6
Contribución de la demanda doméstica	4,5	2,6	2,3	2,6	-14,4	6,7	9,4	6,6	3,1
Contribución de la demanda externa	-2,2	-0,4	-0,7	-0,9	4,7	0,2	-3,9	-0,1	-0,5
Contribución del consumo privado	2,5	1,0	1,3	0,8	-6,4	2,4	4,5	1,7	2,4
Contribución de la inversión total	1,1	0,9	1,0	0,9	-4,9	0,4	3,4	1,2	0,7
Contribución del gasto público	0,1	0,1	0,1	0,8	-1,2	3,2	0,3	3,3	0,3
Consumo privado (% a/a)	3,9	1,6	2,1	1,2	-10,5	4,1	7,6	2,8	4,0
Consumo público (% a/a)	0,5	0,6	0,4	4,2	-6,3	14,0	1,5	15,4	1,5
Inversión total (% a/a)	3,5	2,9	3,1	2,9	-16,8	1,3	11,4	6,8	4,1
Exportaciones (% a/a)	3,3	5,7	2,8	3,4	-14,7	-0,4	9,5	-0,7	6,6
Importaciones (% a/a)	-0,2	-0,8	-0,8	-0,8	22,0	0,6	-2,0	1,1	8,1
Tasa de paro (% último trimestre)	4,7	4,4	4,0	3,8	5,2	4,8	4,5	4,9	5,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,8	2,7	2,0	1,3	0,8	4,0	2,7	4,6	2,9
Balance fiscal (% PIB)	-3,3	-2,4	-2,2	-2,3	-12,9	-9,3	-4,2	-9,3	-5,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,6	0,4	0,4	0,0	-10,7	-7,1	-2,1	-7,1	-2,9
Balance comercial (% PIB)	-6,9	-6,7	-6,5	-6,1	-6,0	-6,1	-6,3	-6,1	-6,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-5,3	-3,6	-3,9	-2,7	-2,6	-1,9	-3,1	-1,9	-3,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,50	0,75	0,75	0,10	0,10	0,35	0,10	0,20
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,37	0,52	0,91	0,79	0,03	0,10	0,38	0,07	0,22
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,24	1,19	1,27	0,83	0,20	1,10	1,65	1,24	2,23
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,35	1,28	1,32	1,36	1,36	1,41	1,34	1,37
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,17	1,13	1,11	1,18	1,11	1,18	1,18	1,17	1,17
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	2,1	2,4	3,5	2,4	3,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	4,5	9,4	2,7	1,6	5,2	-3,6	1,5	-3,6	1,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,7	8,5	5,5	2,2	9,7	-6,9	4,5	-6,9	5,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	6,4	4,8	4,8	4,6	13,4	11,7	6,3	11,9	7,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)
 Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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



Gráfica 1.2.6-c
Reino Unido: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



a adelantar las subidas de tipos de interés. Si la inflación se ancla, con un subsecuente endurecimiento de las condiciones financieras, es posible una desaceleración de la actividad. Asimismo, las tensiones con la Unión Europea también parecen ir en aumento.

1.2.7 Japón

Las políticas de apoyo a la recuperación económica continuarán.

En Japón, el proceso de vacunación comenzó tarde, pero en tres meses ha alcanzado los niveles de los demás países desarrollados, con un 75,6% de la población con al menos una dosis (67,3% con la pauta completa). Actualmente, el número de contagios se ha reducido de manera

significativa, luego del pico alcanzado a finales de agosto, con lo que el índice de restricción ha comenzado a reducirse para situarse en el 47% en octubre (véase la Gráfica 1.2.7-c).

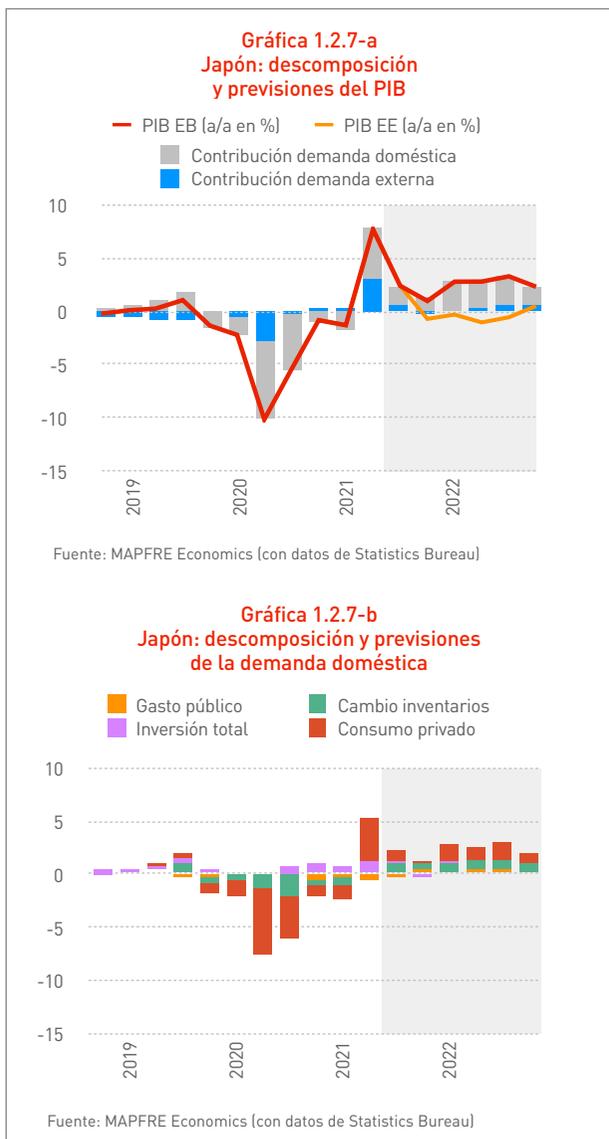
La economía japonesa creció un 1,9% t/t (+7,6% a/a) en el segundo trimestre del 2021, por el buen desempeño del consumo (+7,3% a/a), el gasto del gobierno (+3,4%) y las exportaciones (+26,4%). Las ventas al por menor de agosto han vuelto a caer, en el medio del repunte de la pandemia de agosto. En septiembre, la confianza de los consumidores rebota, después de un breve retroceso en agosto. La producción industrial ha caído en julio y agosto, con la producción de automóviles reduciéndose un -8,2%. Los índices de gestores de compras (PMIs) de septiembre se situaron en 47,9 puntos el compuesto, 51,5 el manufacturero y 47,8 el de servicios;

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)	0,7	1,7	0,6	0,0	-4,7	2,4	2,8	1,9	-0,3
Contribución de la demanda doméstica	0,1	1,6	1,1	0,7	-5,1	2,8	3,2	1,0	-0,5
Contribución de la demanda externa	0,6	0,1	-0,5	-0,6	0,5	-0,5	-0,4	0,9	0,1
Contribución del consumo privado	-0,3	0,6	0,1	-0,1	-3,2	0,9	1,4	0,6	0,1
Contribución de la inversión total	-0,2	0,6	0,7	0,2	-1,3	1,3	1,1	0,1	-0,5
Contribución del gasto público	0,3	0,0	0,2	0,4	0,6	0,4	-0,0	0,4	-0,0
Consumo privado (% a/a)	-0,5	1,1	0,2	-0,2	-5,9	1,7	2,6	1,2	0,3
Consumo público (% a/a)	1,6	0,1	1,0	1,9	2,8	2,1	-0,0	2,1	-0,0
Inversión total (% a/a)	-1,2	3,3	3,8	1,1	-7,3	6,8	5,5	0,6	-2,0
Exportaciones (% a/a)	1,6	6,6	3,8	-1,5	-11,8	12,7	7,1	12,1	2,7
Importaciones (% a/a)	2,8	-0,0	0,6	0,9	7,8	2,4	-0,4	6,5	1,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,0	2,7	2,4	2,3	3,0	2,7	2,4	2,9	3,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,3	0,6	0,9	0,5	-0,9	0,9	-0,4	0,6	-0,6
Balance fiscal (% PIB)	-3,6	-3,1	-2,5	-2,9	-11,1	-10,3	-6,0	-10,4	-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	0,0	0,6	0,8	0,4	0,8	0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,8	4,2	3,5	3,4	3,2	3,6	3,4	3,7	3,5
Tipo de interés oficial (final período)	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,03	-0,05	-0,02	-0,05	-0,03
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,05	-0,02	-0,07	-0,05	-0,08	-0,04	-0,01	-0,05	-0,04
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,04	0,05	0,01	-0,02	0,04	0,08	0,10	0,20	0,33
Tipo de cambio vs USD (final período)	116,80	112,90	110,83	109,12	103,54	111,83	110,78	102,82	108,22
Tipo de cambio vs Euro (final período)	123,12	135,40	126,90	122,59	127,05	128,61	132,92	117,82	126,41
Crédito privado (% a/a, media)	2,2	4,2	2,6	2,0	5,3	3,6	1,9	3,4	-1,9
Crédito familias (% a/a, media)	1,5	2,2	2,5	2,3	2,4	2,1	0,8	2,1	-0,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,9	2,4	2,3	3,4	8,1	3,2	-1,1	3,2	-1,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-0,2	8,0	6,3	2,9	17,0	5,0	-8,7	5,0	-8,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	1,9	1,6	1,7	2,7	9,9	5,4	2,4	5,9	3,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
 Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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



- **La recuperación económica en Japón sigue débil y los problemas de la cadena de suministro afectan a la industria.**
- **Las exportaciones están fuertes, beneficiándose de un contexto exterior en reactivación.**
- **La inflación se mantiene baja, así que el contexto inflacionario exterior le ayuda a acercarse al objetivo del 2%.**

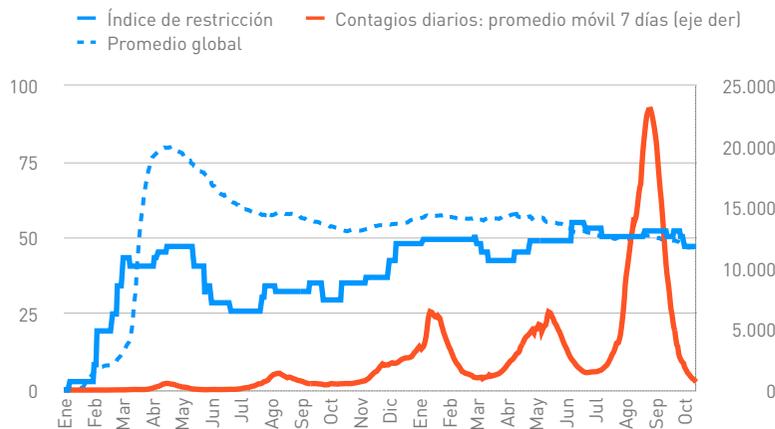
este último mejora, aunque sigue en zona de contracción. Por su parte, los índices de condiciones de negocio Tankan siguen mejorando.

Se prevé que el nuevo primer ministro, Fumio Kishida, llevará a cabo políticas de soporte a la economía y absorción del impacto de la pandemia del Covid-19 y con tolerancia a déficit fiscal hasta que el objetivo de

inflación del 2% sea conseguido. Sin embargo, es difícil tener visibilidad de las políticas que se implementarán al efecto, pues en noviembre hay elecciones a la cámara baja. De esta forma, la recuperación económica japonesa es aún débil, con un PIB que estimamos crecerá al 2,4% este año y un 2,8% en 2022 (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

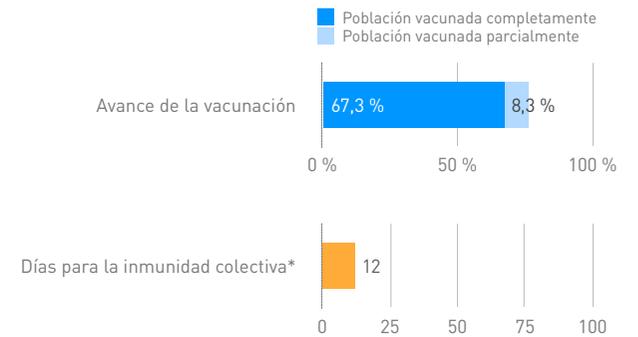
La inflación se ha situado en 0,2% en septiembre, si bien la de Tokio de septiembre se ha ubicado en 0,3%, con la subyacente en 0,1%. El contexto de precios en la energía impulsará la inflación en los próximos trimestres. Los alimentos en septiembre entraron en territorio positivo (+1,1%, Tokio), así como la electricidad (+4,8%), mientras que los combustibles suben al 10,4%. El Banco de Japón, en su reunión de septiembre, mantuvo los tipos de interés en negativo en -0,10% y considera apropiado mantener las

Gráfica 1.2.7-c
Japón: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 18/10/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 75% de la población total

actuales medidas de política monetaria, incluido el Programa Especial de Apoyo a la Financiación en Respuesta al Nuevo Coronavirus (Covid-19). Se espera que lleve tiempo alcanzar el objetivo de estabilidad de precios. Por lo tanto, el banco central deberá continuar de forma persistente con la potente expansión monetaria cuantitativa y cualitativa (QQE), con control de la curva de rendimientos, cuya sostenibilidad y agilidad se han visto reforzadas tras la evaluación realizada en marzo.

Los riesgos para la economía de Japón podrán venir de la relajación de la disciplina fiscal y el aumento de la carga para los contribuyentes cuando el envejecimiento de la población pone en tensión a la seguridad social. Las disrupciones en las cadenas de suministro podrán afectar igualmente a la producción industrial y las exportaciones.

1.2.8 Turquía

La reactivación económica se mantiene sólida, pero se anticipa una desaceleración.

La incidencia de la pandemia en Turquía no consigue mejorar, volviendo a superar los 300 casos/100.000 hab. en septiembre, a pesar de tener más del 55,6% de la población vacunada y otro 8,9% parcialmente vacunada. Las restricciones a la actividad, que habían bajado a un nivel de 30% en verano, han tenido que subirse de nuevo a nivel de 58 en octubre (véase la Gráfica 1.2.8-c).

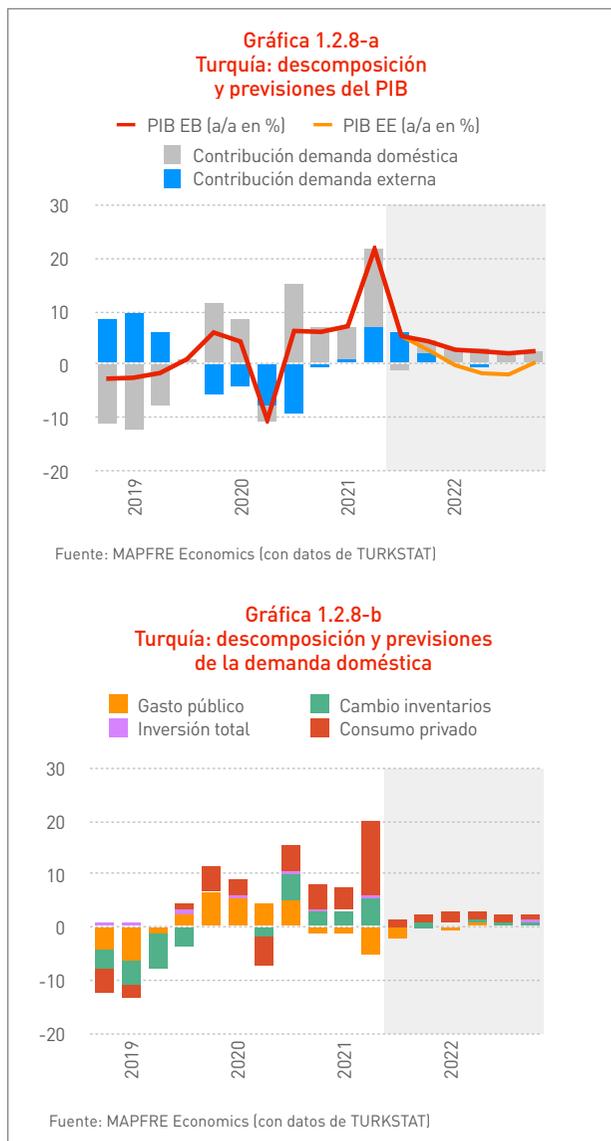
- **La actividad económica de este año en Turquía ha sido mayor de lo esperado.**
- **Aunque se percibe una desaceleración, esta tiene un punto de partida más alto.**
- **La inflación ha vuelto a repuntar al alza, pero el banco central reduce tipos; un movimiento contraintuitivo y los mercados penalizan la moneda.**

La economía turca creció un 0,9% t/t (ajustado de estacionalidad) en el segundo trimestre (+21,9% a/a por el efecto de base), desacelerando desde los 2,2% t/t del trimestre previo. Se espera que el tercer trimestre cierre con un crecimiento del 1% t/t y se desacelere en el último trimestre del año al 0,3% t/t por efecto de la subida de la energía y la inflación general. El consumo privado y las exportaciones se han comportado bien en el segundo trimestre (+1,6% t/t y +2,2% t/t, y +22,9% a/a y +60% a/a, respectivamente), lo que permite revisar la perspectiva de crecimiento para la totalidad del año, aunque de cara al cuarto trimestre y siguientes se espera una desaceleración.

En este sentido, la producción industrial de julio ya estaba mostrando desaceleración y el índice de gestores de compras (PMIs) manufacturero ha bajado a 52,5 puntos en septiembre, en tanto que la encuesta a la demanda esperada de servicios también está en negativo en los últimos dos meses (-1,1% y -2,1% mes a mes, en septiembre y agosto, respectivamente). En contrapartida, la encuesta a las ventas al por menor esperadas para los próximos 3 meses augura mejoría (+5,0% en sept.), al igual que la confianza del consumidor (+79,3). De esta forma, nuestra estimación de crecimiento en 2021 se ha revisado al 9,0% (desde 5,2%), por el buen comportamiento en lo que va de año en consumo y exportaciones y por una revisión al alza de la contribución de la inversión. Por otra parte, moderamos la previsión para 2022 al 3,0% (desde 3,4%), en parte por el efecto base y por el efecto en el consumo de las fuerzas inflacionarias (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

La inflación ha vuelto a subir en septiembre al 19,6%, (1,3% m/m), con la subyacente en 17%, lo que indica que va a ser difícil evitar que se torne persistente. Por componentes, los elementos más relevantes de la medición fueron alimentos (+28,9%), vivienda (+19,3%), electricidad (+23%) y transporte (+21,8%), destacando los precios de los automóviles (+28%). La depreciación cambiaria, con el TRY/USD superando los 9,50, es una debilidad para una economía con una fuerte dependencia de la financiación exterior en dólares.

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)	3,3	7,5	3,0	0,9	1,8	9,0	3,0	8,5	-0,8
Contribución de la demanda doméstica	4,9	9,2	-0,3	-3,2	5,8	6,4	4,4	4,2	-0,9
Contribución de la demanda externa	-1,6	-1,7	3,3	4,1	-4,0	2,6	-1,4	4,3	0,1
Contribución del consumo privado	2,3	3,5	0,3	0,9	1,9	4,6	1,7	4,2	-0,6
Contribución de la inversión total	0,7	2,6	-1,4	-1,1	1,7	-0,3	1,4	1,9	-0,6
Contribución del gasto público	1,3	0,7	0,9	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Consumo privado (% a/a)	3,8	5,9	0,6	1,5	3,2	7,8	3,2	7,1	-1,1
Consumo público (% a/a)	9,5	5,0	6,5	4,1	2,2	1,4	1,8	1,4	1,8
Inversión total (% a/a)	3,0	10,6	-6,2	-5,4	7,6	-1,3	7,0	7,5	-2,2
Exportaciones (% a/a)	-1,7	12,4	8,8	4,6	-14,8	17,7	5,7	17,4	3,2
Importaciones (% a/a)	0,3	-3,3	1,5	8,4	16,7	-12,4	-21,8	-1,9	3,0
Tasa de paro (% último trimestre)	12,1	10,3	12,3	13,3	12,9	12,3	11,8	12,6	12,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	8,5	11,9	20,3	11,8	14,6	18,3	13,8	20,1	14,2
Balance fiscal (% PIB)	-1,3	-1,6	-1,9	-2,9	-3,5	-1,7	-2,0	-1,7	-2,7
Balance fiscal primario (% PIB)	0,7	0,2	0,0	-0,6	-0,8	1,3	1,4	1,3	0,9
Balance comercial (% PIB)	-4,6	-6,8	-5,2	-2,2	-5,3	-4,3	-5,4	-4,3	-5,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,1	-4,7	-2,8	0,9	-5,2	-3,3	-3,4	-3,3	-3,4
Tipo de interés oficial (final período)	8,31	12,75	24,06	11,43	17,03	16,00	14,00	20,00	13,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	9,90	14,61	24,07	10,76	17,53	17,72	14,22	20,59	13,81
Tipo de interés a 10 años (final período)	11,40	11,72	16,53	11,95	12,51	16,72	14,19	17,04	14,62
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,52	3,79	5,29	5,95	7,44	9,03	9,51	9,56	10,48
Tipo de cambio vs Euro (final período)	3,71	4,55	6,06	6,68	9,11	10,39	11,41	10,97	12,24
Crédito privado (% a/a, media)	13,1	20,9	20,2	8,4	30,1	17,3	9,4	17,7	10,8
Crédito familias (% a/a, media)	7,1	17,5	9,8	3,3	41,8	18,2	8,0	17,9	6,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	14,7	24,3	20,9	5,4	26,7	17,2	13,7	16,7	7,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,0	27,2	25,1	18,3	21,2	24,0	17,9	23,7	16,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	34,2	32,3	32,0	30,4	21,0	21,6	18,6	21,8	19,3

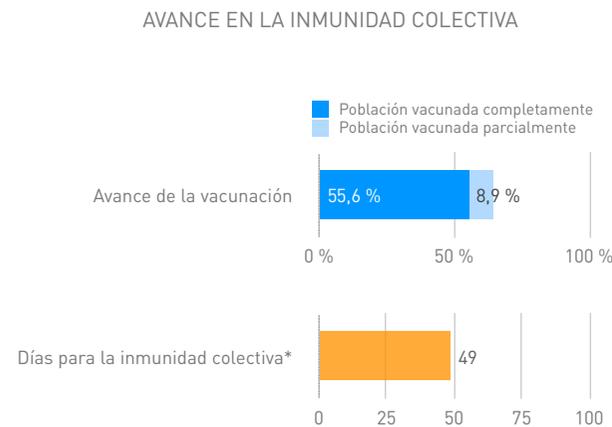
Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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

Gráfica 1.2.8-c
Turquía: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 18/10/2021)



*Basada en la vacunación del 75% de la población total

En su última reunión, el Banco Central de Turquía ha rebajado en 200 puntos básicos los tipos de interés (Repo a 1 semana), situándolos en el 16%. En el racional de esta medida, el banco central asegura que, en las condiciones actuales, la bajada de tipos puede incluso beneficiar a la inflación, a través de la relajación de las condiciones a los créditos comerciales, con el banco dispuesto a tolerar cierta depreciación de la moneda, aunque es una estrategia arriesgada por la exposición de las empresas a la financiación en dólares.

Desde la perspectiva de los riesgos, el alto endeudamiento externo en dólares es una de las principales debilidades de la economía turca. Cuanto más se deprecia la lira, más vulnerable se quedan los deudores en dólares, excepto los que tengan cobertura natural por exportar en alguna

moneda fuerte. El principal riesgo, a pesar de la mejora de la balanza por cuenta corriente (-3,8%/PIB en julio), es una súbita reversión de los flujos de inversión extranjera.

1.2.9 México

La recuperación avanza, pero aún sin recuperar el nivel precrisis.

La incidencia de la pandemia en México disminuye (menos 50 casos / 100.00 hab.), luego del pico alcanzado en septiembre. Por su parte, la vacunación se acerca al 53%, aunque solo el 39,6% con la pauta completa, y el índice de restricciones se ha reducido sustancialmente en octubre al 35% (luego de mantenerse en torno al 64% en el verano), lo que puede

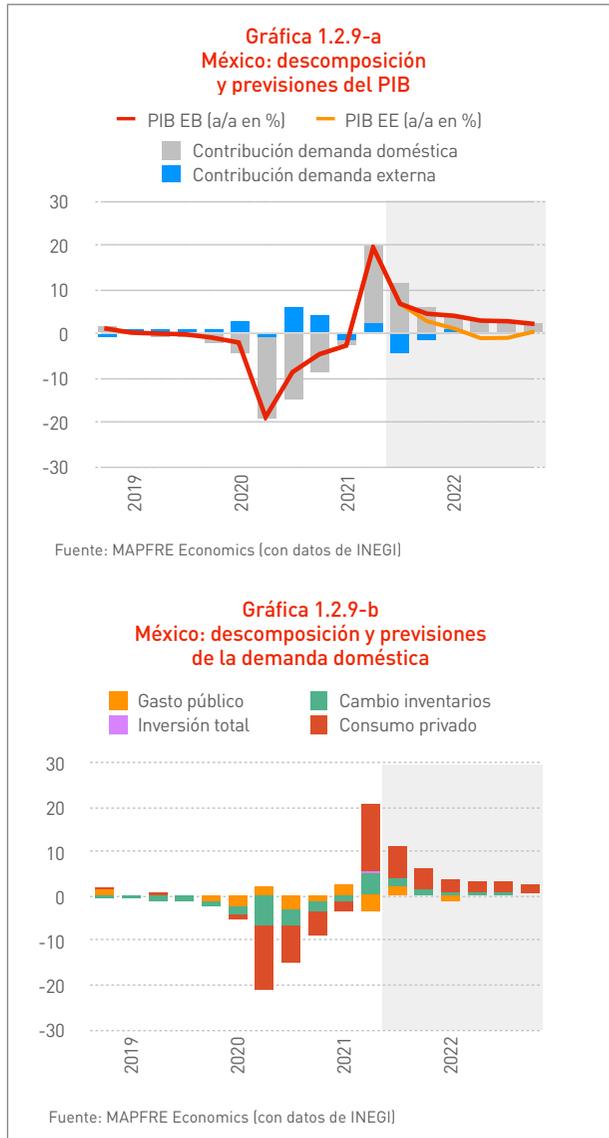


Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020 _(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 _(p)	2022 _(p)	2021 _(p)	2022 _(p)
PIB (% a/a)	2,4	2,3	2,2	-0,2	-8,5	6,2	3,0	6,0	-0,1
Contribución de la demanda doméstica	3,6	4,5	4,6	-1,1	-15,5	12,6	5,6	7,5	-0,7
Contribución de la demanda externa	-1,2	-2,1	-2,4	0,9	6,9	-6,4	-2,6	-1,5	0,7
Contribución del consumo privado	2,3	2,3	1,7	0,3	-7,0	5,5	2,3	5,2	0,1
Contribución de la inversión total	0,8	2,4	2,4	-0,3	-5,2	5,4	2,5	1,7	-0,2
Contribución del gasto público	0,3	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1
Consumo privado (% a/a)	3,5	3,4	2,6	0,4	-10,7	8,2	3,4	7,8	0,2
Consumo público (% a/a)	2,6	0,7	2,9	-1,3	2,3	1,3	0,5	1,3	0,5
Inversión total (% a/a)	2,4	6,8	6,4	-0,7	-15,0	14,2	6,4	9,8	-0,9
Exportaciones (% a/a)	3,6	4,2	5,9	1,5	-7,1	9,4	6,8	9,0	2,0
Importaciones (% a/a)	8,9	-5,1	-0,1	-0,2	15,5	-3,3	-2,1	13,9	0,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,5	3,3	3,3	3,4	4,6	4,1	4,0	4,3	4,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,4	6,8	4,8	2,8	3,2	6,4	3,7	7,0	4,6
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-1,1	-2,0	-1,7	-2,8	-3,1	-3,1	-3,2	-3,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,1	1,4	0,6	1,1	0,1	-0,4	-0,5	-0,4	-1,0
Balance comercial (% PIB)	-1,2	-0,9	-1,1	0,4	3,1	-0,4	0,1	-0,4	0,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,3	-1,8	-2,1	-0,3	2,4	0,3	-0,1	0,3	0,5
Tipo de interés oficial (final período)	5,75	7,25	8,25	7,25	4,25	5,25	5,27	5,88	5,11
Tipo de interés a 3 meses (final período)	6,19	7,66	8,63	7,45	4,47	5,50	5,52	6,13	5,36
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,42	7,66	8,70	6,84	5,23	7,56	7,45	8,20	7,83
Tipo de cambio vs USD (final período)	20,74	19,67	19,65	18,93	19,88	20,74	21,63	22,20	23,56
Tipo de cambio vs Euro (final período)	21,86	23,59	22,50	21,26	24,40	23,85	25,95	25,50	27,52
Crédito privado (% a/a, media)	16,3	12,1	10,4	8,9	5,2	0,8	9,3	0,3	7,2
Crédito familias (% a/a, media)	12,8	9,9	8,4	6,2	1,6	5,1	8,5	4,9	7,5
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	3,7	17,8	15,4	17,3	14,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	12,8	10,7	12,3	16,4	22,4	22,7	20,5	22,9	21,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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

propiciar un nuevo impulso al consumo privado y al sector de los servicios, en general (véase la Gráfica 1.2.9-c).

En el segundo trimestre del año, la economía mexicana creció un +1,5% t/t (19,6% a/a, vs -18,8% a/a en el año anterior). Se prevé que, en el tercer trimestre del año, la actividad económica en México haya seguido la senda de recuperación, con un crecimiento estimado del 6,7% a/a (+0,7% t/t). Asimismo, se anticipa un comportamiento favorable en el consumo (+9,0%) y en las exportaciones (+12,1%). El precio del petróleo sigue remontando, superando los 86 USD/bl (Brent), lo que favorecerá las cuentas públicas y las exportaciones. Estas últimas han crecido un 42% en el segundo trimestre, aún teniendo en cuenta el efecto de base de caída del año anterior (-30%). La exportación de petróleo creció al 53% en agosto y la producción industrial sigue subiendo, pero se está moderando (+7% en

julio). El índice de gestores de compras (PMI) de septiembre se situó en 48,6. Las industrias, especialmente la del automóvil, están resintiéndose por las dificultades de abastecimiento de chips. De esta forma, se prevé un crecimiento del PIB mexicano para la totalidad de 2021 del 6,2%, y del 3,0% para el año 2022 (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

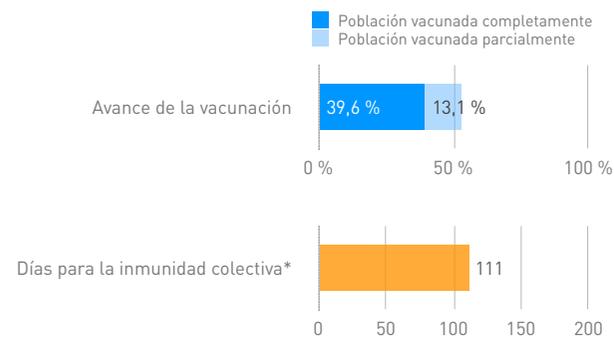
- La actividad económica creció un 1,5% t/t en el segundo trimestre, y lo seguirá haciendo en los próximos trimestres.
- La reducción de restricciones a la movilidad favorecerá la recuperación del sector servicios.
- La inflación se sitúa en 6,0%, con la subyacente alta (4,9%), indicativo de mayor persistencia en la presión de los precios.

Gráfica 1.2.9-c
México: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 18/10/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 75% de la población total

Por otra parte, la inflación ha vuelto a subir al 6,0% en septiembre, desde los 5,6% de agosto, con la subyacente en 4,9%, indicando que el efecto de la presión de los precios puede ser más permanente. Continúa la inflación en productos agrícolas (+9%), especialmente en la carne (+11,5%) y en la energía (+10%). La presión está relacionada con el contexto externo inflacionario, originado en las materias primas, y con la sequía que afecta a productos agrícolas y a la producción de carne. En este entorno, el Banco de México, en su reunión del 30 de septiembre, ha subido los tipos oficiales en 25 puntos básicos hasta el 4,75%, a fin de evitar riesgos en la formación de precios y expectativas de inflación. Los riesgos se mantienen y, por ello, es posible que continúen las subidas en las próximas reuniones. El banco central considera que la inflación es transitoria, pero que estos ajustes son necesarios para que la inflación converja al objetivo del 3% en el horizonte de pronóstico.

Los riesgos para la economía mexicana se centran en la inflación y en las dificultades en las cadenas de suministro para las industrias, así como en el potencial efecto de las recientes iniciativas para modificar el marco normativo y legal que rige la generación de energía eléctrica en el país. Por el lado positivo, están la reducción de las restricciones que favorecerán el consumo privado y un posible aumento de las remesas de emigrantes asociado a la recuperación en Estados Unidos. Asimismo, la subida del precio del petróleo favorecerá las exportaciones y los ingresos del gobierno.

1.2.10 Brasil

El crecimiento se está moderando por la inflación, la crisis energética y obstáculos en la industria.

Mientras el número de contagios del coronavirus viene descendiendo de manera sostenida desde el pico de junio, la vacunación avanza alcanzando ya el 73,1% con al menos una dosis en octubre (49,7% con pauta

completa), mientras que los niveles de restricciones empezaron a bajar en abril, desde el 70% hasta el 51% en octubre (véase la Gráfica 1.2.10-c).

En este entorno, la economía brasileña se está desacelerando (-0,1% t/t en el segundo trimestre, y +12,4% a/a), por el efecto de base. Los impulsores del crecimiento están siendo el consumo (+10,8% a/a), la inversión (+32,9%) y las exportaciones (+14,1%); estas últimas beneficiadas por la recuperación global y el aumento de precios de las materias primas. Se estima que en el tercer trimestre la actividad haya seguido moderándose, así como se prevé sucederá en el cuarto trimestre, debido al aumento de la inflación y, en concreto, a los precios de la energía, que en Brasil se ha visto agravada por la crisis hídrica. Un porcentaje grande de la energía eléctrica proviene de la generación hídrica y la sequía está forzando al país a importar la energía de países vecinos, con un mayor coste.

Así, la actividad en la industria, que mostraba crecimientos altos por el efecto de base, desde febrero se está moderando por las dificultades en las cadenas de suministro en la industria del automóvil y el aumento de los precios de la energía. Las exportaciones deberán seguir fuertes por los precios de las materias primas, mientras que la inversión, que también está fuerte (+33% a/a en el segundo trimestre), se deberá ir moderando, entre otros motivos porque 2022 es año de elecciones presidenciales (2 octubre), lo que puede inducir cautela en la inversión extranjera. Los índices de gestores de compras (PMIs) de septiembre están en territorio positivo: el compuesto al 54,7, el manufacturero al 54,4 y el de servicios al 54,6 puntos. De esta manera, las perspectivas para 2022 también se moderan, debido a las fuerzas inflacionistas que minoran la renta disponible de los consumidores. Así, hemos elevado una décima nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2021 a 5,2%, mientras que la de 2022 la hemos rebajado a 1,7%, desde los 2,2% (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

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)	-3,5	1,6	1,7	1,4	-4,4	5,2	1,7	4,8	-1,0
Contribución de la demanda doméstica	-5,3	2,0	2,3	2,0	-5,8	6,7	2,4	6,2	-0,9
Contribución de la demanda externa	1,8	-0,4	-0,7	-0,6	1,4	-1,5	-0,8	-1,5	-0,1
Contribución del consumo privado	-2,6	1,3	1,6	1,5	-3,8	2,5	2,5	2,2	0,0
Contribución de la inversión total	-2,1	-0,4	0,9	0,6	-0,1	3,4	0,2	3,2	-0,6
Contribución del gasto público	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,8	0,2	0,6	0,2	0,6
Consumo privado (% a/a)	-3,9	1,9	2,4	2,2	-5,5	3,7	3,6	3,2	0,1
Consumo público (% a/a)	0,2	-0,7	0,8	-0,4	-4,7	1,0	3,5	1,0	3,5
Inversión total (% a/a)	-12,2	-2,6	5,2	3,4	-0,7	17,1	1,2	16,4	-3,2
Exportaciones (% a/a)	0,7	5,4	3,5	-2,3	-2,3	10,0	2,2	9,7	-0,6
Importaciones (% a/a)	-10,3	7,3	6,9	1,1	-10,4	17,7	5,9	17,0	0,1

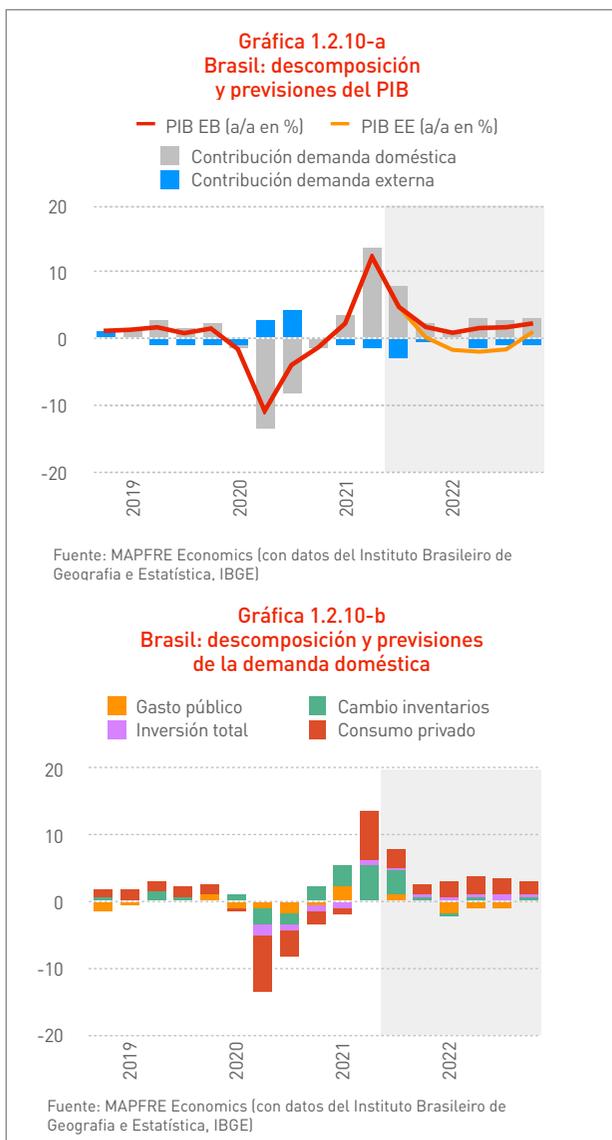
Tasa de paro (% , último trimestre)	12,0	11,8	11,6	11,0	13,9	12,0	11,9	12,3	12,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,3	2,9	3,7	4,3	4,5	8,5	4,6	9,3	5,8
Balance fiscal (% PIB)	-9,0	-7,8	-7,0	-5,8	-13,6	-5,1	-6,2	-5,2	-7,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,5	-1,7	-1,5	-0,8	-9,4	-1,2	-1,0	-1,3	-1,8
Balance comercial (% PIB)	2,5	2,8	2,3	1,4	2,2	3,7	3,3	3,9	4,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,4	-1,1	-2,7	-3,5	-1,8	-0,3	-1,5	-0,2	-0,5

Tipo de interés oficial (final período)	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	8,25	8,98	9,78	10,24
Tipo de interés a 3 meses (final período)	13,65	6,90	6,40	4,40	1,90	8,15	8,88	9,68	10,17
Tipo de interés a 10 años (final período)	11,42	10,21	9,24	6,81	6,98	11,65	12,72	11,97	13,74
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,26	3,31	3,87	4,03	5,20	5,46	5,54	5,79	6,11
Tipo de cambio vs Euro (final período)	3,43	3,97	4,44	4,53	6,38	6,28	6,64	6,63	7,14

Crédito privado (% a/a, media)	n.d.								
Crédito familias (% a/a, media)	4,4	4,7	7,0	10,8	10,1	15,1	9,0	15,1	8,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.								
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.								
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	17,2	17,4	16,4	16,2	19,4	16,4	9,4	16,7	11,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
 Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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

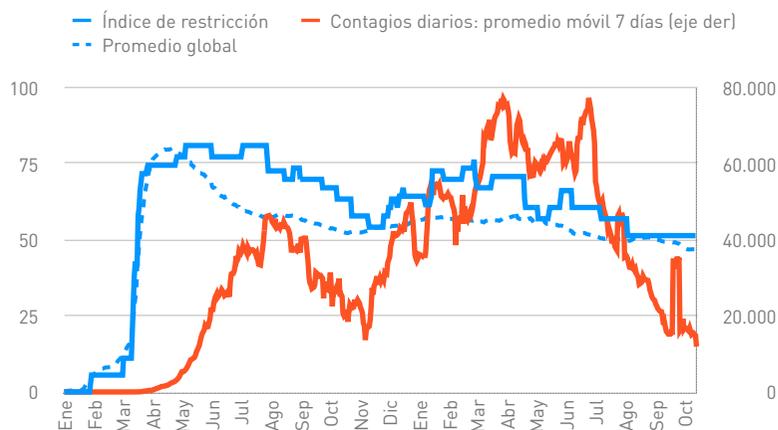


La inflación, por su parte, subió al 10,3% (IPCA general) en septiembre, debido a los precios de la energía, con la electricidad (+28%), y la bombona de gas (+35%) y los combustibles de automoción subiendo por encima del +42%. La alimentación sube un +12,5% (+14,7% la alimentación en el hogar), destacando la subida de la carne (+25% a/a), los aceites (+27,5%) y los cereales (+10%). El banco central, en su reunión del 22 septiembre, ha subido los tipos de interés SELIC en 100 puntos básicos, hasta el 6,25%, a raíz de la subida de la inflación y ha indicado que en la reunión de octubre hará una nueva subida de 100 puntos, hasta 7,25%. El banco central considera que este ritmo de elevación es el necesario para hacer converger la inflación hacia el objetivo. Así, se prevé que los tipos de interés terminen el año en 8,25% y se estabilicen en 9,0% en 2022.

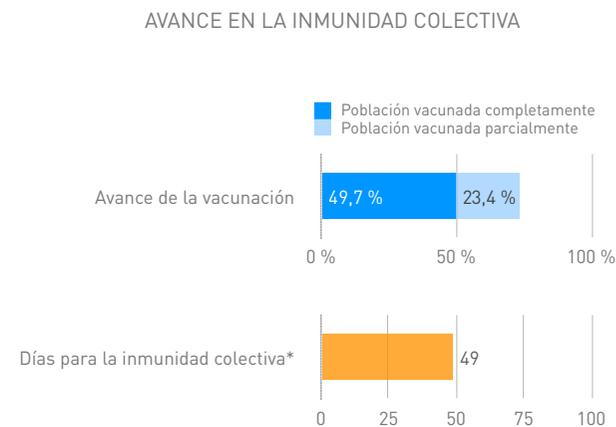
Desde el punto de vista de los riesgos, la inflación, y el impacto de la sequía en los precios de la electricidad, el aumento de precios en los alimentos y las subidas de tipos de interés ya en marcha van a impactar en la renta disponible y el consumo. Las dificultades en la industria (por ejemplo, suministro de chips y energía cara), pueden también retrasar la inversión.

- La inflación subió al 10,3% en septiembre, con presión en electricidad, gas, combustibles, alimentos.
- El banco central ha subido los tipos de interés y estos se sitúan en 6,25%.
- La actividad industrial, especialmente la automovilística, está siendo afectada por la escasez de microchips y los altos precios de la energía.

Gráfica 1.2.10-c
Brasil: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 18/10/2021)



*Basada en la vacunación del 75% de la población total

Por el lado positivo, estarían los avances en la reforma de las administraciones públicas y de la fiscalidad, pero el acercamiento de las elecciones las hace más difíciles.

1.2.11 Argentina

Desequilibrios macroeconómicos, nuevas conversaciones con el FMI y tensión en el gobierno.

La pandemia en Argentina tuvo un pico de casos en junio, con más de 700 casos/millón, pero a septiembre la incidencia había bajado mucho a menos de 31 casos/millón. Las restricciones, que se mantuvieron muy elevadas hasta septiembre (por encima del 75%), se han reducido en octubre (índice de restricciones del 43%), en tanto que los niveles de vacunación han avanzado en el último trimestre, cubriendo ya al 68,4% de la población, el 53,8% con la pauta completa (véase la Gráfica 1.2.11-c).

- Los mercados están enfocados en las elecciones de mitad de mandato de noviembre, luego del revés que sufrió la coalición gobernante en las primarias de septiembre.
- La inflación se sitúa en 46,5%, a pesar de los precios de utilities “gestionados”.
- La moneda seguirá depreciándose, con la masa monetaria M3 creciendo al 46%.
- Se ha revisado al alza la previsión de crecimiento del PIB en 2021 y ajustado marginalmente a la baja la de 2022.

La economía argentina decreció un -1,4% t/t en el segundo trimestre (+17,9% a/a, por el efecto de base), con el consumo todavía muy condicionado por las restricciones a la movilidad (+1,1% t/t) y el consumo público por las limitaciones presupuestarias (+0,5% t/t), en tanto que las exportaciones crecen (+5,7% t/t). El índice de indicadores adelantados está bajando ligeramente (-0,7% m/m en agosto), mientras la confianza del

consumidor rebota algo, pero sigue baja (39,8). En este entorno, hemos ajustado nuestra previsión de crecimiento del PIB al 7,6% en 2021 (desde los 5,8%), y la de 2022 al 2,4% (desde el 2,6%). Esta mejora se debe a un segundo trimestre mejor de lo esperado y que, si mantiene el crecimiento en segundo semestre, debería permitir alcanzar ese nivel, que compara con una caída de -9,9% en 2020, es decir, aún sin recuperar el nivel de 2019 véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

Por su parte, la inflación se ha situado en un 46,5% en agosto. La subida de precios se está verificando en todos los segmentos, incluyendo alimentos, ropa y, especialmente, transporte, por los precios de los combustibles. La electricidad y gas suben menos (+29,1%), por efecto de la regulación sobre estos precios. Por ello, no pueden descartarse apagones como los que se están viendo en China, en especial, si las generadoras no consiguen trasladar las subidas de sus costes a los consumidores finales.

El tipo de interés de referencia LELIQ a 7 días se mantiene en 38% desde marzo, mientras que el tipo efectivo del repo a 7 días se encuentra cerca de los 43%, unos los tipos reales negativos. Con la base monetaria M3 creciendo al 46% anual (agosto), la moneda continúa su gradual depreciación y ha superado el listón de los 98,7 pesos /USD.

En el flanco político, las elecciones primarias de Argentina resultaron en un fuerte castigo a la coalición del gobierno, con 30,9%, frente a “Juntos x Cambio” que consiguió el 40,2%. A pesar de que hubo baja participación, el diferencial es tan alto que es improbable que consiga cerrar la diferencia de aquí a las legislativas de mitad del mandato el 14 de noviembre próximo. Cabe destacar que Argentina estaba trabajando en avanzar la consolidación fiscal, pero este objetivo se puede ver dificultado por las presiones políticas. El ministro de economía se ha mantenido en esta última remodelación del gabinete, pero eso no significa que no tenga que abrir mano de la trayectoria de consolidación al acercarse las elecciones de noviembre y después de la derrota de la coalición de gobierno en las primarias.

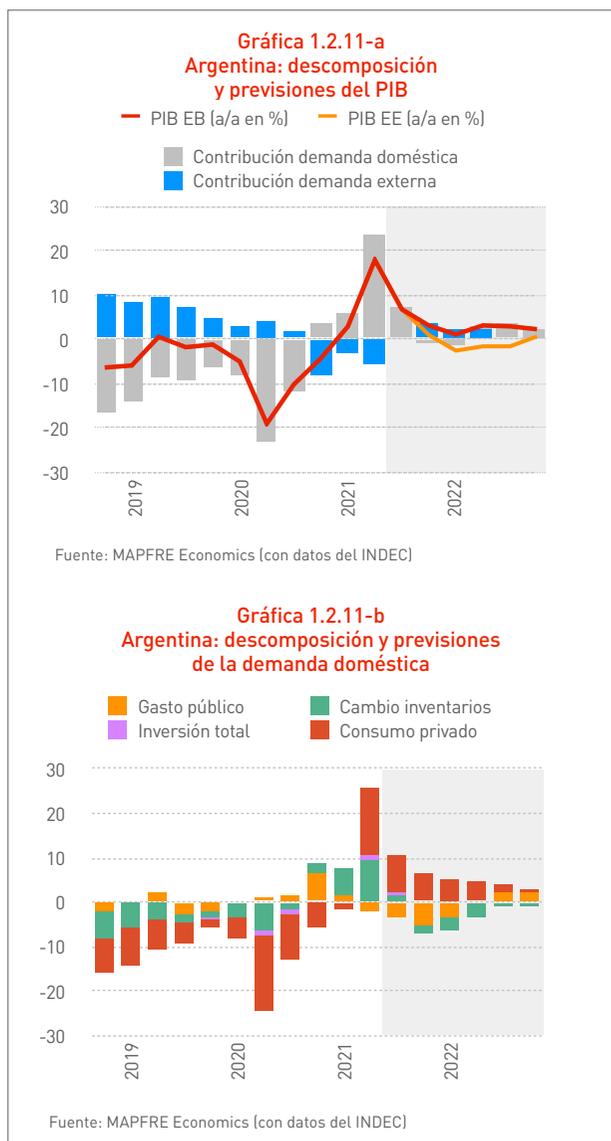


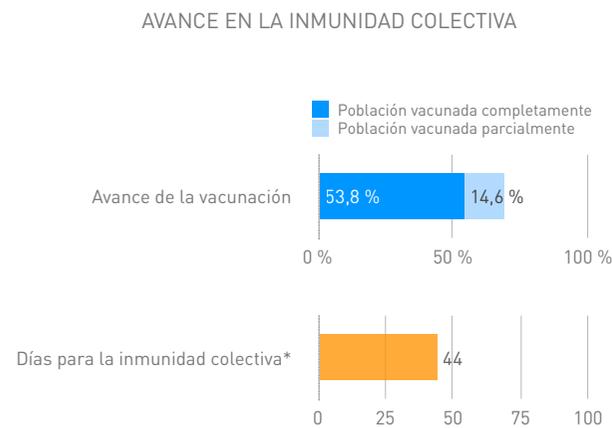
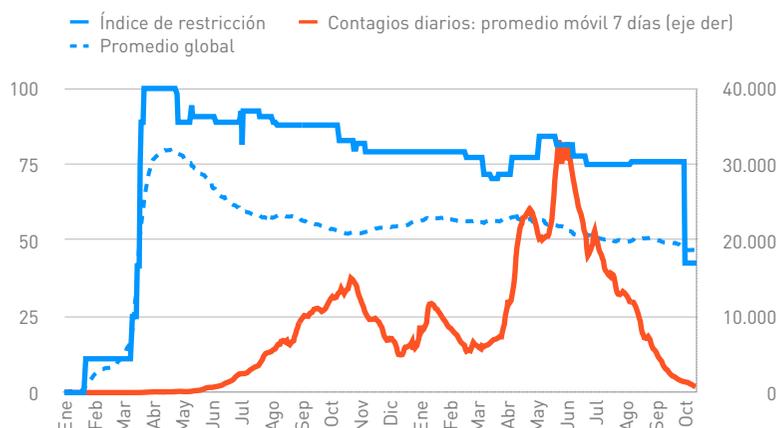
Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 ^(p)	2022 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
PIB (% a/a)	-2,1	2,8	-2,6	-2,0	-9,9	7,6	2,4	7,0	-1,3
Contribución de la demanda doméstica	-1,7	6,6	-4,0	-8,8	-10,2	9,1	1,3	8,4	-3,0
Contribución de la demanda externa	-0,4	-3,8	1,4	6,8	0,3	-1,5	1,1	-1,4	1,7
Contribución del consumo privado	-0,6	3,1	-1,7	-5,1	-9,3	6,9	2,9	6,4	-0,4
Contribución de la inversión total	-1,1	2,8	-1,2	-2,7	-2,2	4,2	-1,7	4,1	-2,6
Contribución del gasto público	-0,1	0,4	-0,3	-0,2	-0,5	0,6	0,2	0,6	0,3
Consumo privado (% a/a)	-0,8	4,2	-2,2	-7,3	-13,8	10,1	4,2	9,3	-0,5
Consumo público (% a/a)	-0,5	2,6	-1,9	-1,2	-3,3	4,3	1,7	4,3	1,7
Inversión total (% a/a)	-5,8	13,4	-5,7	-15,9	-12,9	22,4	-10,3	21,5	-16,0
Exportaciones (% a/a)	5,3	2,6	0,6	9,1	-17,3	6,7	5,2	6,5	1,7
Importaciones (% a/a)	5,8	15,6	-4,5	-19,0	-17,9	12,8	0,1	12,1	-6,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,6	7,2	9,1	8,9	11,0	9,3	8,1	9,7	9,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	37,5	23,3	47,4	52,2	36,4	50,8	37,6	51,7	40,7
Balance fiscal (% PIB)	-5,8	-5,9	-4,9	-3,8	-8,3	-4,8	-3,5	-5,0	-4,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-4,2	-3,8	-2,3	-0,4	-6,4	-3,4	-1,9	-3,5	-2,6
Balance comercial (% PIB)	0,8	-0,8	-0,1	4,0	3,8	3,7	3,8	3,8	4,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,7	-4,8	-4,9	-0,8	0,9	1,4	0,8	1,3	1,3
Tipo de interés oficial (final período)	24,75	28,75	59,25	55,00	38,00	38,00	30,03	38,42	30,59
Tipo de interés a 3 meses (final período)	26,23	27,44	56,76	45,13	29,55	31,00	33,61	33,03	22,89
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,00	5,91	10,86	19,36	14,61	16,35	15,26	17,95	16,38
Tipo de cambio vs USD (final período)	15,89	18,65	37,70	59,89	84,15	120,56	163,99	133,80	182,53
Tipo de cambio vs Euro (final período)	16,75	22,37	43,17	67,28	103,26	138,65	196,76	153,73	213,26
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: 18 octubre 2021.

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

Gráfica 1.2.11-c
Argentina: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 18/10/2021)

*Basada en la vacunación del 75% de la población total

1.2.12 China

La recuperación económica se complica por el aumento de los costes de energía.

A pesar de que China mantiene controlado el número de contagios de coronavirus, las restricciones se mantienen relativamente altas, situándose por encima del 75%, por la política agresiva para atajar la epidemia. Asimismo, la vacunación llega ya al 76,2% de la población; el 70,8% con la pauta completa (véase la Gráfica 1.2.12-c).

La economía china ha crecido un 9,7% (a/a ajustado de estacionalidad) en el segundo trimestre del año (+2,4% t/t). El tercer trimestre se está

revelando algo más complicado con la subida de los costes de la energía, ampliando la incertidumbre hacia el último trimestre de 2021. La subida de los precios del carbón y del gas, con China buscando reducir su dependencia del carbón, provocaron apagones eléctricos en varias partes del país a finales de septiembre, con efecto en la producción industrial. El hecho de que el precio de la electricidad sea fijo impide a las generadoras trasladar sus mayores costes al consumidor final.

Las exportaciones se mantienen fuertes y podrán crecer en torno al 16% debido a que China está colmatando la insuficiente oferta de otros países con problemas de suministros. Sin embargo, para el cuarto trimestre del año hay que ponderar el efecto de la crisis energética en la producción industrial y las exportaciones. De todas formas, se espera que poco a poco

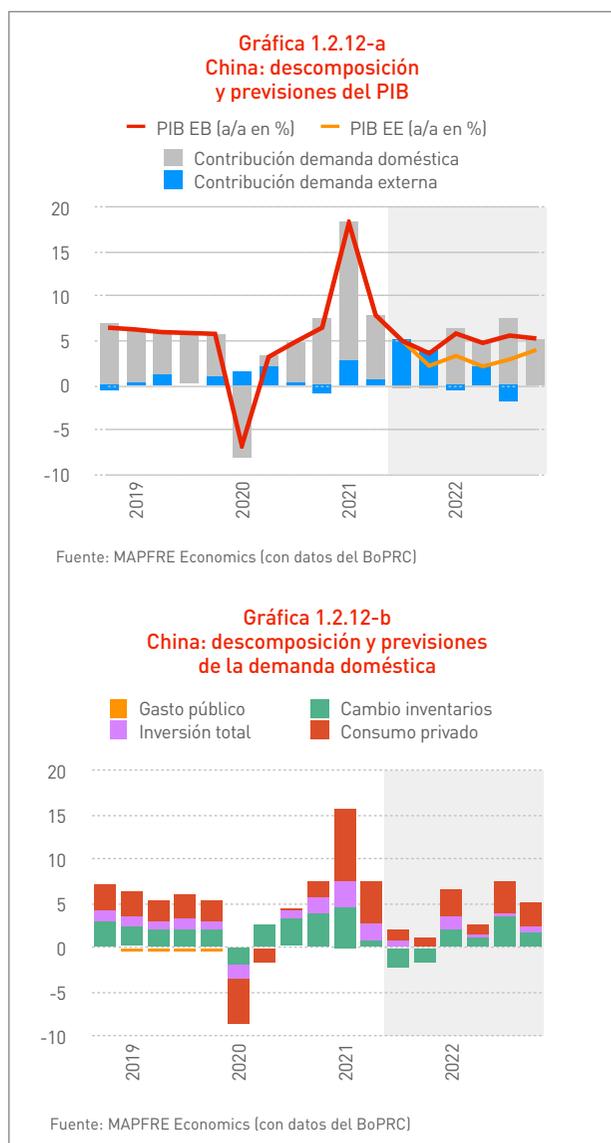


Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a)	6,9	6,9	6,7	6,0	2,3	8,0	5,4	7,6	3,1
Contribución de la demanda doméstica	7,8	6,7	7,3	5,2	1,6	4,7	5,4	4,3	3,2
Contribución de la demanda externa	-0,9	0,2	-0,6	0,8	0,7	3,4	-0,0	3,3	-0,1
Contribución del consumo privado	3,4	3,7	3,2	2,5	-0,9	3,3	2,7	3,1	1,7
Contribución de la inversión total	3,1	2,6	3,1	2,2	1,9	0,2	2,1	0,0	0,9
Contribución del gasto público	1,3	0,3	1,2	1,1	0,5	1,3	0,7	1,3	0,7
Consumo privado (% a/a)	8,8	9,4	8,1	6,3	-2,4	8,7	6,9	8,1	4,4
Consumo público (% a/a)	7,4	1,9	7,1	6,6	2,8	8,0	4,1	8,0	4,1
Inversión total (% a/a)	7,3	6,2	7,3	5,1	4,5	0,4	5,3	0,0	2,2
Exportaciones (% a/a)	1,7	6,7	4,4	2,3	2,1	16,3	5,2	15,9	1,2
Importaciones (% a/a)	3,2	7,8	6,5	-0,8	-2,0	8,9	7,9	8,5	3,0
Tasa de paro (% último trimestre)	2,8	2,8	2,9	3,0	3,4	3,3	3,2	3,5	3,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,2	1,8	2,2	4,3	0,1	2,5	2,9	3,3	3,4
Balance fiscal (% PIB)	-4,3	-4,8	-4,7	-5,6	-8,6	-7,1	-6,9	-7,3	-7,7
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,6	-1,8	-1,5	-2,2	-5,0	-3,9	-3,9	-4,1	-4,6
Balance comercial (% PIB)	4,4	3,9	2,7	2,8	3,5	2,9	2,8	2,8	3,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,7	1,5	0,2	0,7	1,9	1,6	1,5	1,6	1,7
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	3,25	3,30	3,25	2,95	2,95	3,01	2,95	2,98
Tipo de interés a 3 meses (final período)	4,25	5,53	3,70	3,20	3,03	2,53	3,04	2,56	2,53
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,01	3,88	3,23	3,14	3,14	2,95	3,71	4,03	4,93
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,94	6,51	6,88	6,99	6,52	6,42	6,36	6,64	6,44
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,32	7,80	7,87	7,85	8,00	7,39	7,63	7,62	7,52
Crédito privado (% a/a, media)	13,8	13,1	12,9	13,1	13,1	12,5	11,8	12,2	6,0
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)	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)	31,2	29,8	29,1	29,3	32,7	32,2	30,9	32,5	31,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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

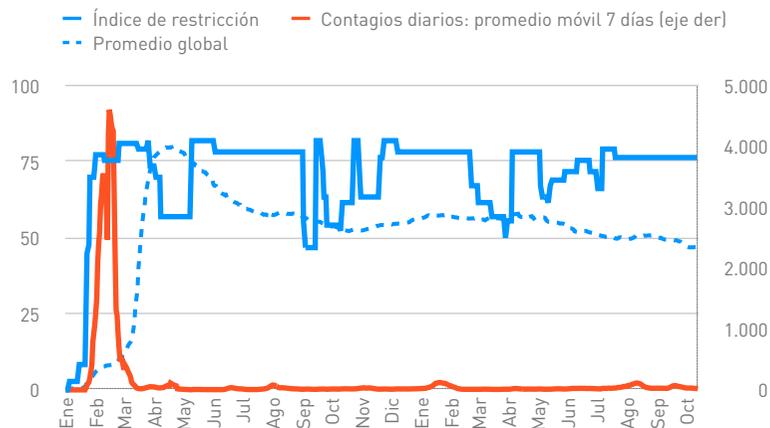
- Las exportaciones se mantendrán fuertes, pero se desacelerarán cuando los demás países solucionen sus problemas de oferta.
- La política monetaria y fiscal estables, pero los reguladores deberán estar atentos a riesgos sistémicos.
- Hay riesgos para la moneda por la evolución de exportaciones y riesgos sistémicos de Evergrande.

los demás países restablezcan sus niveles habituales de exportaciones, a medida que la pandemia remite. Con respecto a indicadores que adelantan el comportamiento económico en los próximos meses, los índices de gestores de compras (PMIs) mejoraron en septiembre, con el compuesto en 51,4, el manufacturero en 50,0 y el de servicios en 53,4 puntos. La producción industrial, por su

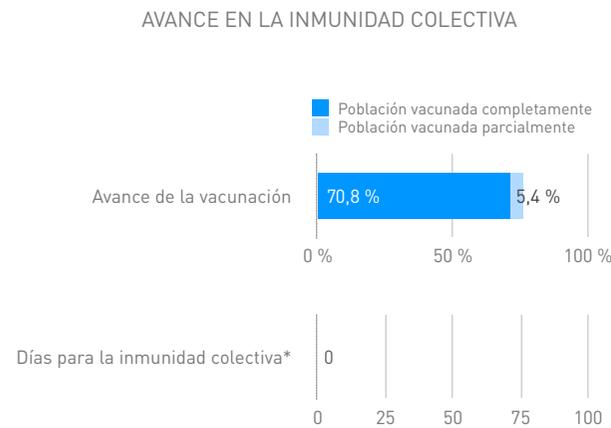
parte, crecía al 11,8% y las ventas al por menor al 16,4%, ambos en el periodo de enero a septiembre. En virtud de lo anterior, hemos ajustado nuestra estimación de crecimiento del PIB en 2021 al 8,0% y al 5,4% en 2022 (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

Por otra parte, la inflación general es muy baja, +0,7% en septiembre, por un tema de los pesos de los productos en la cesta, y aparentemente se debe a la caída del precio de los alimentos (-5,2% en septiembre). Excluyendo la alimentación, la inflación se sitúa en 2,0% y los servicios suben un 1,4%; la electricidad sube un 15% y los combustibles un 19%. La inflación subyacente se sitúa en 1,2% y, en contrapartida, los precios al productor suben un 9,5% en agosto por la subida de las materias primas.

Gráfica 1.2.12-c
China: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 18/10/2021)



*Basada en la vacunación del 75% de la población total

En cuanto los tipos de interés, se prevé que el tipo de referencia no sufra cambios, al menos hasta el segundo semestre de 2022. El banco central chino (PBoC) ha descartado un aflojamiento de la política monetaria en lo que queda de año, y utilizará varias herramientas de política monetaria estructural para apoyar la extensión del crédito a las pequeñas y medianas empresas. El PBoC también mencionó que está bien preparado para el *tapering* de la Reserva Federal y que su marco de política monetaria cíclica es adecuado para manejar el impacto de la normalización de la política monetaria de las principales economías.

En cuanto a la promotora inmobiliaria Evergrande, debido a su dimensión sistémica deberá ser rescatada en todo caso y, por tanto, su contagio a los bancos será controlado. El riesgo está más relacionado con el sector real (efectos de contagio para otros promotores, el sentimiento y la actividad del mercado de la vivienda, los proveedores, los compradores de propiedades, los inversores en productos de gestión activos) y, por lo tanto, sus efectos macroeconómicos podrían ser mayores en el crecimiento. La aversión al riesgo en el sector de promoción aumentará, con efecto en la disponibilidad de financiación y la inversión. Se ha informado que Evergrande tiene unos 800 proyectos en construcción; de ese total, cerca de 500 han sido suspendidos y otros 300 corren el riesgo de serlo por falta de fondos para pagar a los proveedores y a los trabajadores. La promotora deberá ser saneada mediante venta de activos y se prevé que existan presiones hacia el gobierno central y los gobiernos locales para que se hagan cargo de esos activos.

Los riesgos a corto plazo para la economía china son los relacionados con una desaceleración de la inversión en el sector inmobiliario y de la construcción, ya que este representa el 20% del PIB (con todas las ramificaciones en el empleo, materiales de construcción, transporte, energía y banca). Una desaceleración del 10% en este sector le quitaría un par de puntos porcentuales al crecimiento. Es de esperar que, en las condiciones actuales, haya un endurecimiento de las condiciones de financiación a este sector.

1.2.13 Indonesia

La demanda interna se desacelera por el pico de la epidemia en julio y las restricciones siguen altas.

La actividad se ha desacelerado en el tercer trimestre debido a un repunte de casos, no solo en Indonesia sino en más países del este asiático, que se atribuye a la variante delta. A esta situación, se añaden las dificultades en las cadenas de suministro que se están viendo en todo el mundo. La movilidad ha sufrido durante julio y agosto, pero a finales de septiembre ya se ha normalizado, lo que es un buen indicio para el desempeño de la economía indonesia en el cuarto trimestre. El proceso de vacunación, sin embargo, se mantiene lento, con apenas el 38,9% de la población con al menos una dosis (22,7% con la pauta completa), y el nivel de restricciones cerca del 72% (véase la Gráfica 1.2.13-c).

- La previsión de crecimiento económico de 2021 se ha revisado a la baja, hasta 3,3%.
- El pico de la epidemia de julio ha perjudicado la actividad, aunque en septiembre ha remitido.
- Las restricciones siguen altas y el ritmo de vacunación aumenta.
- La inflación es aún benigna, lo que permite mantener una política monetaria acomodaticia.

El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero ha llegado a 52,2 puntos en septiembre, rebotando desde 43,7 en agosto, lo que muestra bien la magnitud de la desaceleración. Se espera que el consumo se recupere en el último trimestre del año (+3,0% a/a), pero aun así es una revisión a la baja respecto a nuestras anteriores previsiones. Para el crecimiento del PIB, en 2021 estimamos ahora un 3,3% (en lugar de 4,7% anterior), pero se ha ajustado al alza el de 2022 al 6,3% (desde el 5,5% previo). Asimismo, moderamos la estimación de inversión al 9,0%, desde

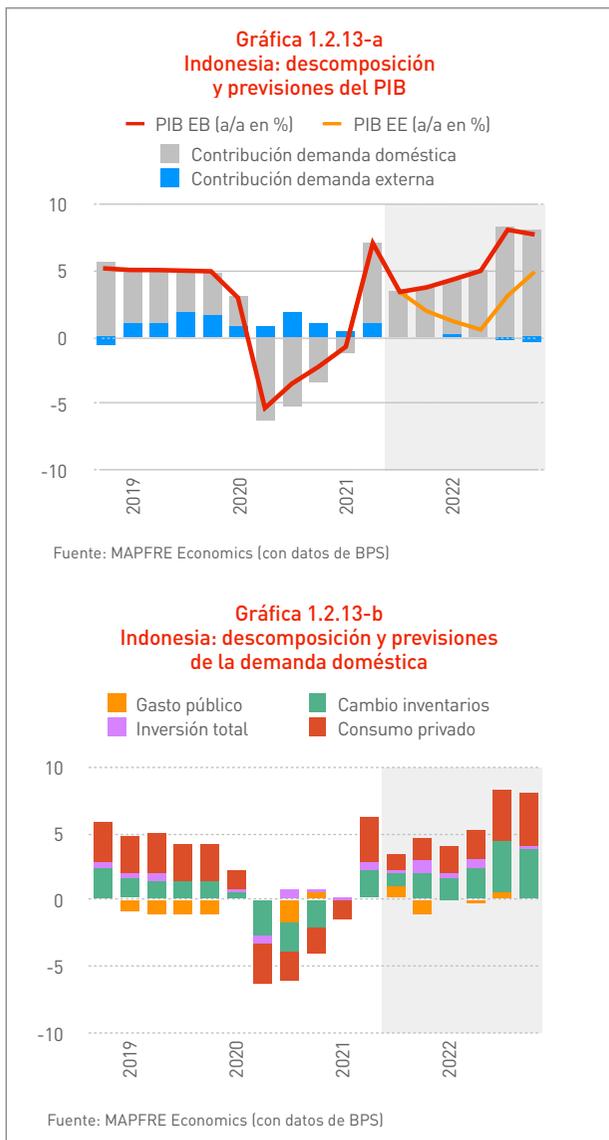
Tabla 1.2.13

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)	5,0	5,1	5,2	5,0	-2,1	3,3	6,3	2,9	2,5
Contribución de la demanda doméstica	3,7	6,5	7,9	3,0	-5,5	6,6	6,8	2,5	2,2
Contribución de la demanda externa	1,4	-1,4	-2,8	2,1	3,5	-3,3	-0,5	0,4	0,3
Contribución del consumo privado	2,8	2,8	2,8	2,9	-1,5	1,2	3,1	0,9	0,9
Contribución de la inversión total	-0,5	1,6	2,6	-1,4	-2,4	4,0	0,5	1,1	0,9
Contribución del gasto público	-0,0	0,2	0,4	0,3	0,2	0,5	0,2	0,5	0,2
Consumo privado (% a/a)	5,0	5,0	5,1	5,2	-2,7	2,2	5,7	1,6	1,7
Consumo público (% a/a)	-0,1	2,1	4,8	3,3	1,9	5,9	2,7	5,9	2,7
Inversión total (% a/a)	-2,4	8,1	12,1	-7,4	-14,7	21,3	2,8	3,5	2,9
Exportaciones (% a/a)	-1,7	8,9	6,5	-0,9	-7,7	19,5	2,1	19,1	-1,5
Importaciones (% a/a)	5,8	6,7	2,0	3,4	25,3	7,1	0,5	20,4	-3,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,5	5,3	5,1	5,1	6,7	6,8	6,0	7,1	7,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,3	3,5	3,3	2,7	1,6	2,3	3,4	2,8	5,8
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-2,6	-1,7	-2,2	-6,2	-5,4	-4,4	-5,5	-4,9
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)	1,6	1,9	-0,0	0,3	2,7	3,1	2,7	3,2	3,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,8	-1,6	-2,9	-2,7	-0,4	-0,6	-0,7	-0,5	-0,3
Tipo de interés oficial (final período)	4,75	4,25	6,00	5,00	3,75	3,50	3,83	4,73	4,18
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7,46	5,48	7,70	5,51	4,06	3,75	4,02	4,98	4,51
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,94	6,31	7,98	7,10	6,10	6,56	7,28	7,52	8,01
Tipo de cambio vs USD (final período)	13.525	13.484	14.380	13.883	14.050	14.470	14.199	15.583	15.330
Tipo de cambio vs Euro (final período)	14.257	16.171	16.465	15.596	17.241	16.642	17.037	17.884	17.905
Crédito privado (% a/a, media)	7,8	8,2	10,8	8,8	1,3	0,9	12,8	1,2	15,0
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	-6,0	11,3	15,9	10,9	13,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	22,9	23,6	24,0	22,8	21,4	22,9	22,7	23,2	23,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)
 Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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

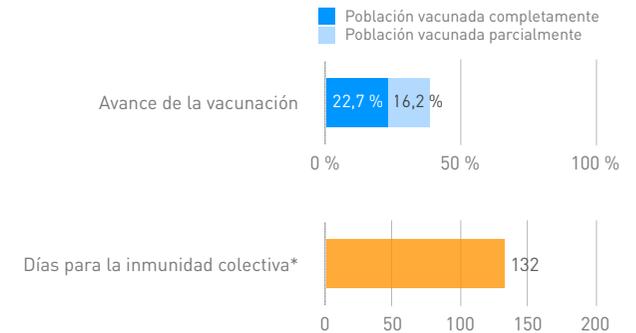


Gráfica 1.2.13-c
Indonesia: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



Fuente: MAPFRE Economics [con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 18/10/2021]

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 75% de la población total

el 21,5%, aunque aumentamos las exportaciones al 18,8% desde 16,5%. Cabe señalar que estas subían un 29% en julio y un 64% en agosto (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

Por otra parte, la inflación se ha situado en el 1,6% en agosto, con la subyacente en 1,3%, un nivel muy moderado comparado con lo que está ocurriendo a nivel global. Sin embargo, la inflación deberá subir en los próximos trimestres por los costes de la energía, las materias primas y las disrupciones en las cadenas de suministro, además del fortalecimiento de la demanda. El Banco Central de Indonesia ha mantenido los tipos de interés en el 3,50% en la reunión del 19 de octubre, y no se prevé ninguna subida en 2021. El banco central orienta sus esfuerzos hacia la estabilidad de la moneda y del sistema financiero en un contexto de subida de tipos de

interés en muchos países emergentes y ante un inminente *tapering* de la Reserva Federal.

Los riesgos para la economía indonesia provienen de su alta dependencia de la financiación externa. Una subida de tipos de interés en los bonos mundiales afectaría a la financiación de su alto déficit público. Así, unos tipos de interés del banco central que no acompañen la subida generalizada que está ocurriendo a nivel de los emergentes podría afectar al tipo de cambio.

1.2.14 Filipinas

La recuperación se está debilitando por una movilidad que sigue por debajo de lo habitual.

Filipinas tuvo en septiembre su pico más alto de casos desde el inicio de la pandemia del Covid-19, acercándose a los 200 casos por millón, pero en octubre ya ha empezado a remitir (véase la Gráfica 1.2.14-c). El nivel de restricciones es elevado, por encima del 75%, y el gobierno ha optado por no endurecerlas más. La estrategia ahora es dejar que hagan su papel la inmunidad natural y la vacunación (el 25% de la población con al menos una dosis y 19,2% con la pauta completa). El índice de movilidad de Google en restauración y ocio está un 26% por debajo del nivel habitual.

- **A pesar de la reducción de contagios de coronavirus luego del pico de septiembre, las restricciones todavía son altas.**
- **Se observa tensión en el precio de los alimentos y la energía.**
- **A pesar de ello, el banco central mantiene tipos estables por la necesidad de seguir apoyando la recuperación.**
- **El tipo de cambio puede sufrir por esa postura del banco central, pero este considera que una depreciación puede beneficiar la demanda interna.**

El índice de gestores de compra (PMI) manufacturero de septiembre recupera hasta los 50,9 desde los 46,4 puntos en agosto. Sin embargo, la recuperación económica está perdiendo fuerza debido a que el sector servicios no se ha normalizado por las todavía elevadas restricciones a la movilidad que han pesado en la demanda interna. Asimismo, las condiciones financieras se han endurecido en los últimos meses por la inquietud de la tardanza en la recuperación y porque ya se nota un endurecimiento de estas en el resto del mundo. La balanza comercial está

empeorando por efecto de los precios de importación y la balanza de pagos también ha girado a territorio negativo para el periodo enero-agosto. En este contexto, nuestra estimación de crecimiento del PIB filipino para 2021 se reduce al 3,4% (desde el, 5,4% previo) y sube al 7,1% en 2022, al trasladar la recuperación más hacia el año que viene (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

La inflación, por su parte, ha subido al 4,8% en septiembre, en medio de problemas en la cadena de suministro de alimentos y subidas de estos (+6,5%), especialmente la carne (15,6%) debido a brotes de enfermedad en las granjas de cerdos, con el gobierno poniendo topes a las subidas de precios, y con la electricidad, gas y otros combustibles también en tensión (+10,0%). El precio del petróleo vuelve a estar en tensión y empujará al alza la inflación general. En su reunión de septiembre, el Banco Central de Filipinas ha mantenido los tipos de interés sin alteración en el 2,00% (*Overnight Repo*). Se prevé que la política monetaria seguirá siendo acomodaticia, como lo ha reiterado el comité en la última reunión, a pesar de que la inflación está en tensión por el precio de la energía y los alimentos, y supera el rango objetivo 2-4% (4,9% en agosto), que se estima que sea temporal. Esta decisión reitera el enfoque en apoyar la recuperación. En este sentido, el banco central ha subido sus previsiones de inflación al 4,4% en 2021, al 3,3% en 2022, y 3,3% en 2023.

Los riesgos para la economía filipina provienen ahora de la presión en la inflación y la postura monetaria del banco central que no ha tocado los tipos de interés, lo que está llevando a una depreciación de la moneda en las últimas semanas. El banco central ha manifestado tolerancia a una mayor depreciación, ya que puede animar la demanda interna en un país donde las remesas de emigrantes tienen comparativamente un peso importante. No obstante, un retraso en la recuperación que alargue en el tiempo el déficit público y aumente la deuda pública, puede terminar por afectar su rating de crédito de grado de inversión.

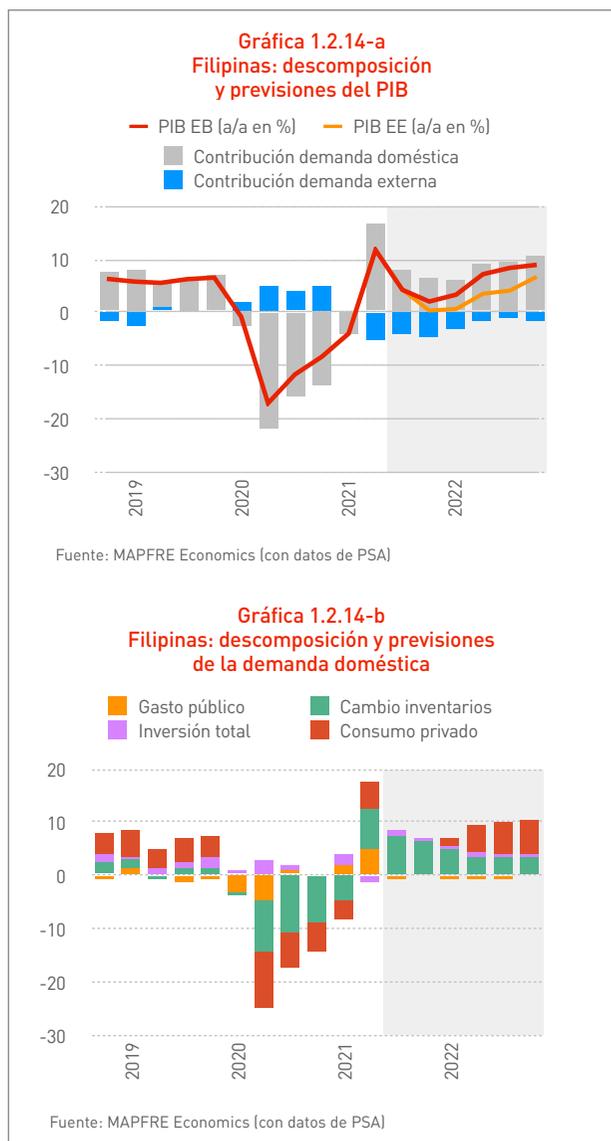


Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 ^(p)	2022 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
PIB (% a/a)	7,1	6,9	6,3	6,1	-9,6	3,4	7,1	2,9	3,9
Contribución de la demanda doméstica	17,8	13,5	15,2	7,3	-19,6	10,2	14,1	6,3	5,0
Contribución de la demanda externa	-10,7	-6,6	-8,9	-1,2	10,0	-6,8	-7,0	-3,3	-1,1
Contribución del consumo privado	5,3	4,3	4,2	4,2	-5,8	0,3	4,9	-0,2	2,1
Contribución de la inversión total	6,8	5,9	6,1	0,9	-7,6	5,1	4,7	4,8	2,8
Contribución del gasto público	1,1	0,7	1,6	1,1	1,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Consumo privado (% a/a)	7,1	6,0	5,8	5,9	-7,9	0,4	6,8	-0,2	2,9
Consumo público (% a/a)	9,4	6,5	13,4	9,1	10,5	4,6	4,6	4,6	4,6
Inversión total (% a/a)	18,8	15,1	14,6	2,3	-21,6	13,2	11,8	19,2	10,5
Exportaciones (% a/a)	9,2	17,4	11,8	2,6	-16,3	4,9	10,3	4,6	7,0
Importaciones (% a/a)	-5,8	-0,2	-0,6	-0,8	37,8	17,7	-1,5	12,5	7,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,7	5,0	5,1	4,6	8,7	7,2	6,3	8,0	7,2
Inflación (% a/a , último trimestre)	2,0	3,0	5,9	1,5	3,1	4,5	3,0	5,4	4,8
Balance fiscal (% PIB)	-2,3	-2,1	-3,1	-3,4	-7,6	-8,3	-6,8	-8,4	-7,8
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	-9,3	-12,7	-12,6	-12,8	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,4	-0,7	-2,6	-0,8	3,1	-0,6	-0,7	-0,6	-0,9
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	3,00	4,75	4,00	2,00	2,00	2,34	3,15	4,20
Tipo de interés a 3 meses (final período)	2,50	3,22	5,03	3,97	2,00	2,00	2,35	3,15	4,19
Tipo de interés a 10 años (final período)	4,63	5,70	7,05	4,44	2,97	4,77	5,30	5,31	6,68
Tipo de cambio vs USD (final período)	49,81	49,92	52,72	50,74	48,04	50,96	48,97	53,60	52,45
Tipo de cambio vs Euro (final período)	52,51	59,87	60,37	57,01	58,94	58,61	58,75	61,50	61,26
Crédito privado (% a/a, media)	15,3	17,6	16,8	9,5	4,0	0,6	6,2	0,8	8,3
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	-8,0	6,5	11,6	6,1	9,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	13,5	14,1	13,0	12,1	11,3	11,6	14,5	12,0	15,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

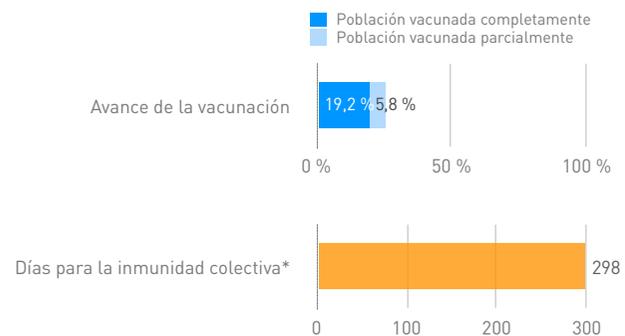
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.14-c
Filipinas: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 18/10/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 75% de la población total

2. Panorama sectorial

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

2.1.1 Mercados globales

Las perspectivas para los mercados aseguradores a nivel mundial continúan mejorando ante un crecimiento económico global que, en 2021, se estima puede situarse en el 5,9% en el conjunto del año (tras una caída en 2020 del -3,1%). Esto supone una ligera revisión a la baja de las estimaciones, pero continúan las expectativas de una recuperación que llevará al PIB global por encima del nivel anterior a la pandemia, sustentado en el fuerte crecimiento de los Estados Unidos y de las economías emergentes y en desarrollo asiáticas (particularmente de China e India). Mejoran también las previsiones para América Latina por el buen comportamiento de algunas de sus principales economías, lo que está repercutiendo favorablemente en su sector asegurador.

Sin embargo, muchas economías tendrán que esperar a 2022, y alguna de ellas más allá, para recuperar su nivel previo a la crisis, por lo que la recuperación de sus mercados aseguradores también puede mostrarse desigual. Los avances en la vacunación están consiguiendo una importante reducción del número de fallecimientos y de hospitalizaciones por la pandemia, lo que ha reducido el nivel de incertidumbre global, aunque se está elevando moderadamente por el repunte en el precio de

las materias primas y de la energía que está generando el proceso de reapertura y las interrupciones en las cadenas de suministros con los efectos inflacionistas que todo esto conlleva en un contexto de elevada liquidez. Esto implica que la siniestralidad de las entidades aseguradoras tiende a repuntar por el mayor número de reclamaciones derivadas del proceso de reapertura (que afectan particularmente a los negocios de autos y de salud) y por el incremento del coste que puede conllevar el repunte en la inflación. Estos factores, junto con la caída en la rentabilidad de las inversiones, pueden afectar de forma negativa a la rentabilidad de las entidades aseguradoras poniendo presión a su vez sobre los precios de los seguros.

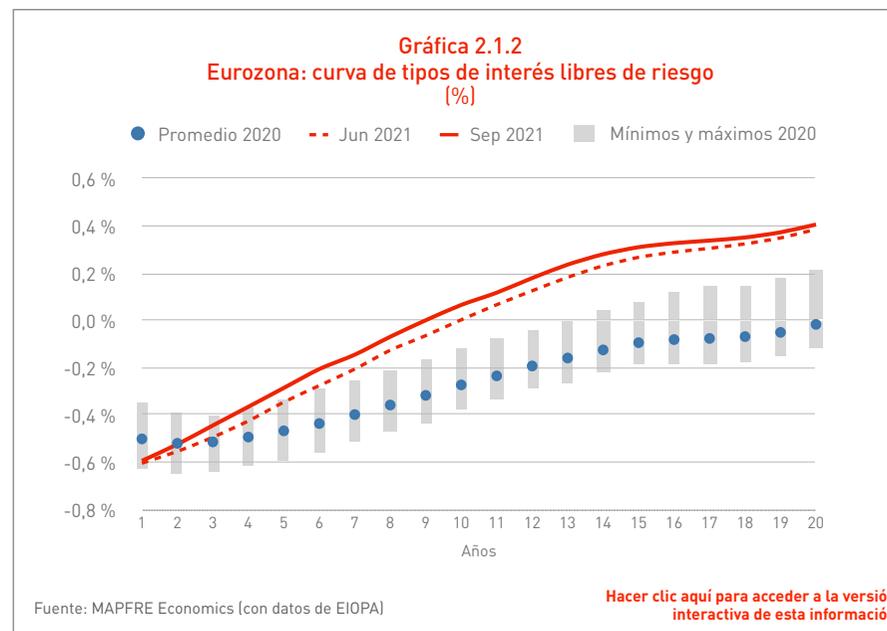
Por otro lado, los bancos centrales comienzan a plantearse una posible retirada gradual de sus medidas de política monetaria ultra laxas ante el repunte de la inflación y la mejora de la situación económica, lo cual se ha visto reflejado en las curvas de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) que muestran un incremento de los tipos en todos los tramos de las curvas analizadas, con alguna notable excepción como es el caso de China. También muestran que existen diferencias significativas en la situación particular de las distintas economías, con algunos países emergentes y en desarrollo que se han visto obligados ya a revertir parte de las medidas adoptadas en apoyo de sus economías, e incluso en algunos casos a cambiar la orientación de la política monetaria con fuertes subidas de tipos de

interés, ante una inflación más persistente de lo esperado que excede con creces su objetivo de inflación.

Las subidas de tipos de interés que se están produciendo en algunas economías emergentes está generando un entorno de tipos más favorable para el desarrollo del negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, el cual resultó muy perjudicado durante la crisis por los agresivos recortes de tipos de interés aplicados en apoyo de sus respectivas economías por los bancos centrales, lo que dificulta en gran medida la comercialización de este tipo de productos al reducirse el tipo de interés que puede garantizarse en las nuevas pólizas que se lanzan al mercado. También parece haberse superado la situación de alta incertidumbre que motivó el movimiento de hogares y empresas hacia posiciones de liquidez en las fases agudas de la crisis, por lo que se está incrementando el apetito por productos financieros que les permitan protegerse de la inflación y obtener una rentabilidad de sus ahorros, lo cual favorece a los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión cuyo atractivo aumenta por el buen comportamiento que, en general, están teniendo los principales mercados de valores del mundo. Estos factores, junto con la vuelta al crecimiento económico, están impulsando la recuperación del negocio de Vida que fue el que mayores caídas tuvo durante la crisis en prácticamente la totalidad de los mercados y que, con la información disponible hasta la fecha, está dando síntomas de una rápida recuperación.

2.1.2 Eurozona

La estimación de crecimiento económico en 2021 para la Eurozona se sitúa en torno al 5% (tras la abrupta caída del -6,5% en 2020), mejorando una vez más las previsiones realizadas a lo largo del año. No obstante, se trata de una recuperación parcial de manera que no se alcanzarán los niveles del PIB anteriores a la crisis provocada por la pandemia sino hasta 2022, año en el que se espera un crecimiento económico del 4,3% (este último sujeto a una mayor incertidumbre a consecuencia del repunte en el



precio de la energía y por las dificultades para acomodar el nivel de producción al fuerte incremento de la demanda, tras la reapertura de prácticamente la totalidad de las economías de la región).

Las disrupciones en las cadenas de suministros están afectando de manera particular al sector automovilístico por la escasez de chips necesarios para su producción, que están lastrando las nuevas matriculaciones. Pero, en cualquier caso, la reactivación económica continúa favoreciendo la recuperación de los niveles de negocio del sector asegurador de la Eurozona. Sin embargo, la mayor siniestralidad en algunas líneas de negocio derivadas del mayor nivel de actividad (particularmente en los segmentos de autos y salud) y del repunte de la inflación a consecuencia del fuerte incremento del precio de la energía y de los “cuellos de botella” en la producción, tienden a incrementar la

frecuencia y el coste de los siniestros (por encima de lo previsto al realizar la tarificación), lo que puede erosionar transitoriamente la rentabilidad de la industria aseguradora, poniendo presión a su vez sobre los precios de los seguros.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) en su reunión de septiembre ha decidido mantener intactos los programas de compras de activos y demás medidas no convencionales, así como los tipos de interés a corto plazo en los niveles actuales (0% las operaciones principales de financiación y -0,5% la facilidad de depósito), a pesar del repunte de la inflación y en tanto no vea una clara recuperación económica. De esta forma, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) se aprecia una nueva subida del tipo de interés libre de riesgo en todos sus tramos, que se suma a la de los dos anteriores trimestres con tipos positivos a partir de vencimientos por encima de ocho años; el resto continúan en terreno negativo y por debajo de dos años están en niveles notablemente inferiores a los máximos alcanzados en 2020. La Gráfica 2.1.2 ilustra este comportamiento, mostrando los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2020, así como el nivel de las últimas curvas de tipos correspondientes a los meses de junio y septiembre de 2021. No obstante, a pesar del nuevo repunte en los tipos de interés libres de riesgo, su nivel continúa siendo bajo, lo que favorece la recuperación económica y la actividad del sector asegurador, especialmente a sus líneas de negocio más cíclicas, pero perjudica al negocio de Vida tradicional y a la rentabilidad de las entidades aseguradoras. Por otro lado, el índice Euro Stoxx 50 ha sufrido un ligero repunte en su volatilidad, pero continúa mostrando un buen comportamiento, lo cual favorece el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, en particular en el entorno de tipos de interés negativos en el corto y medio plazo en el que se encuentra la economía de la Eurozona.

2.1.3 Alemania

El crecimiento previsto para la economía alemana en 2021 se sitúa en el 3,1% (frente a la fuerte contracción vivida en 2020 del -4,9%, a consecuencia de la pandemia). Esto supone una notable revisión a la baja de la estimación de crecimiento para este año motivada por los problemas en las cadenas de suministros y por el fuerte repunte en los precios de la energía, por lo que habrá que esperar hasta que Alemania recupere su nivel de producción precrisis a 2022, año en el que se espera un crecimiento de su economía del 4,4%. En cualquier caso, el consumo continúa con su senda de recuperación y la vuelta al crecimiento puede ayudar a revertir los efectos negativos de la crisis sobre el negocio asegurador que, en 2020, experimentó una acusada ralentización en su crecimiento superior a cuatro puntos porcentuales, a consecuencia del fuerte retroceso del negocio de Vida. Por su parte, el entorno continúa siendo complicado 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. Sin embargo, es de destacar que la rentabilidad del bono soberano alemán está experimentando un repunte significativo al alza respecto del segundo trimestre y ha vuelto a niveles positivos en todos los plazos superiores a los diez años. El DAX alemán, por otra parte, ha tenido un comportamiento más lateralizado durante el tercer trimestre y se ha mostrado más volátil, lo que puede afectar de forma negativa al desarrollo de productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, especialmente para la comercialización de este tipo de productos para los ahorradores de perfil más conservador, aunque el entorno sigue siendo favorable para estos productos.

2.1.4 Italia

La previsión para la economía italiana en 2021 es de un crecimiento del PIB del 6,2%, frente a la abrupta contracción vivida en 2020 del -9,0%, una de las mayores del mundo a consecuencia de la pandemia. Esto supone

una notable revisión al alza de la estimación de crecimiento para este año con base en unos indicadores económicos que continúan mejorando tras la reapertura, particularmente el consumo privado y la inversión, a diferencia de lo que está sucediendo en otras economías avanzadas en las que las previsiones se están corrigiendo a la baja. Sin embargo, el efecto base es grande e Italia no recuperará su nivel de producción precrisis sino hasta 2022, año en el que se espera un crecimiento de su economía del 4,6%. La vuelta al crecimiento económico prevista para este año continuará apoyando el desarrollo del negocio de su mercado asegurador que experimentó un acusado retroceso en 2020 (en torno al -2,7% en las primas del segmento de No Vida y del -6,3% en el de Vida).

Por otro lado, a pesar de la fuerte intervención del BCE en los mercados de bonos, la prima de riesgo y la prima por plazo de la deuda soberana italiana están repuntando, en línea con la inflación que está por encima del 3%, por lo que mejora ligeramente el entorno de tipos para el negocio de Vida, aunque el nivel de los tipos de interés se encuentra todavía muy deprimido. En el tercer trimestre de 2021, el diferencial de rentabilidad sobre el bono alemán a diez años ha repuntado y se encuentra en el entorno de los cien puntos básicos. El FTSE MIB presenta un buen comportamiento, animado por los buenos datos de los resultados empresariales y la renta variable comienza a percibirse como una alternativa para protegerse contra el repunte de la inflación, lo que puede favorecer el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión que han venido cobrando importancia en el mercado italiano en los últimos años.

2.1.5 España

El crecimiento económico previsto para España en 2021 lo situamos en el 5,7% (frente a la abrupta contracción del -10,8% de 2020, entre las mayores del mundo), lo que supone una rebaja en las estimaciones de crecimiento a consecuencia básicamente del repunte de los precios de la energía, a lo que se une la escasez de suministros que están ralentizando

los niveles de producción en determinados sectores de actividad, como es el caso del automovilístico, lastrando las exportaciones y las nuevas matriculaciones de vehículos. Se trata de una recuperación parcial de la economía española apoyada en la demanda interna que no alcanzaría su nivel de PIB anterior al inicio de la pandemia sino hasta el año 2022, en el que se estima que el crecimiento económico podría situarse en torno al 6,2%, con el apoyo de los fondos europeos para la recuperación. La vuelta al crecimiento económico y la mejora de las expectativas se están trasladando al mercado asegurador, que está experimentando crecimientos en términos interanuales y presenta perspectivas favorables de crecimiento para los próximos años (véase el Recuadro 2.1.5).

Con los últimos datos disponibles correspondientes al mes de septiembre de 2021⁴, a nivel agregado el crecimiento de las primas en el sector asegurador español fue del 4,1%, comparado con el mismo período del año anterior (-7,4% si se compara 2021 con el mismo período de los nueve primeros meses de 2019, eliminando el efecto base). Las primas del negocio de Vida estarían creciendo un 5,7% interanual en los nueve primeros meses del año (-21,8% si se compara con 2019), recuperándose el crecimiento tanto de las primas de los seguros de Vida ahorro que crecen un 6,0% (-27,5% frente al mismo período de 2019) como las de Vida riesgo del 5,0% (4,7% frente a 2019), por lo que los seguros de Vida vinculados al ahorro todavía quedan lejos de los niveles precrisis. La renta variable comienza a percibirse como una alternativa para protegerse contra el entorno de bajos tipos de interés y el repunte de la inflación, lo que está favoreciendo el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión que de momento tiene poco peso, pero que van cobrando importancia, ampliándose el abanico de productos que se lanzan al mercado en cuanto al nivel de riesgo que puede decidir asumir el tomador y de las garantías complementarias de protección frente al riesgo de fallecimiento que incorporan estos productos. Es de destacar, asimismo, que la recuperación parcial de la economía prevista para este año podría ayudar al negocio de Vida riesgo que ya muestra un buen comportamiento y que puede verse beneficiado de

Recuadro 2.1.5
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas

El modelo de previsión por componentes

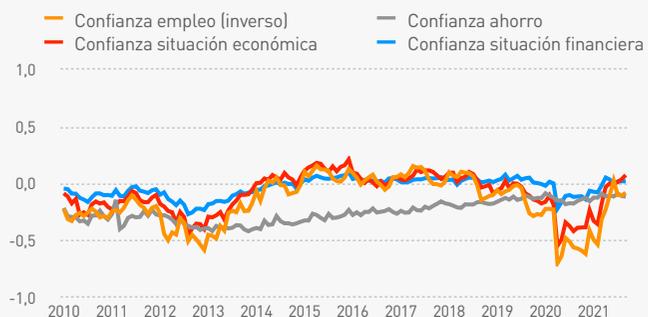
Como se indicó en la actualización presentada en nuestro último informe, a la luz de un contexto rápidamente cambiante, condicionado por las restricciones impuestas por la pandemia del Covid-19 y sus efectos en la movilidad, las expectativas y la liquidez, se requería un instrumento más contemporáneo con las condiciones del momento que, además, diera prelación coyuntural a los factores anteriores (movilidad, expectativas y liquidez) sobre variables macroeconómicas (como ocurre cuando se emplean metodologías predictivas tradicionales y como volverá a suceder cuando se recupere totalmente la normalidad y se abandone esta aproximación interina).

Por otro lado, el empleo de este enfoque fue motivado también por el hecho de observar la resiliencia del segmento de los seguros No Vida en un contexto de contracción tan severa de la liquidez, la renta y la actividad, en el que algunos ramos mantenían el dinamismo más que compensando la contracción de otros. Así, se abría un caso para analizar el desempeño asegurador por ramos que mostraban dinámicas claramente diferenciadas. Por una parte, *ramos cíclicos* que se expanden y contraen con el desarrollo del ciclo económico y, por lo tanto, sufren especialmente en un entorno como el producido por la pandemia (como autos y resto de ramos vinculados al consumo) y, por la otra, *ramos acíclicos*, cuyo subyacente asegurado pareciera tener la condición de “bien superior” resistente a las contracciones reales y financieras y, por tanto, estable (si no creciente) en épocas de crisis como esta (como por ejemplo el ramo de Salud y Multirriesgo Personal).

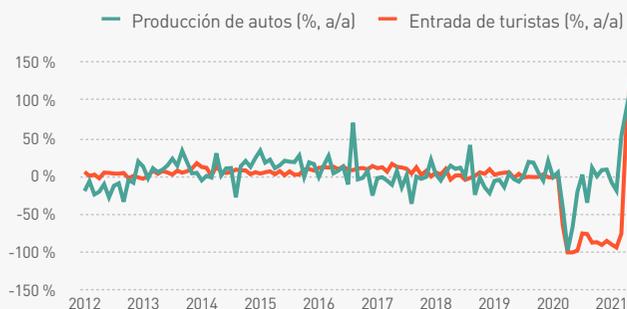


Recuadro 2.1.5 (continuación)
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Gráfica C
España: confianzas del consumidor
 (ahorro, situación económica, financiera y empleo)

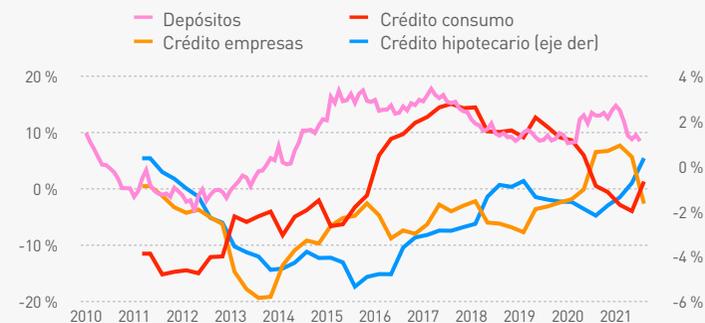


Gráfica D
España: producción de autos y entrada de turistas en tasa anual

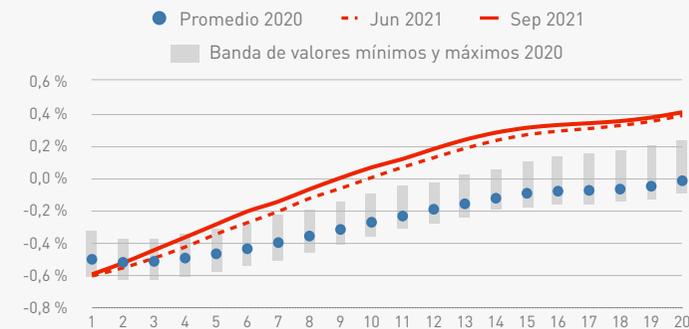


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica E
España: evolución del crédito y depósitos en tasa anual

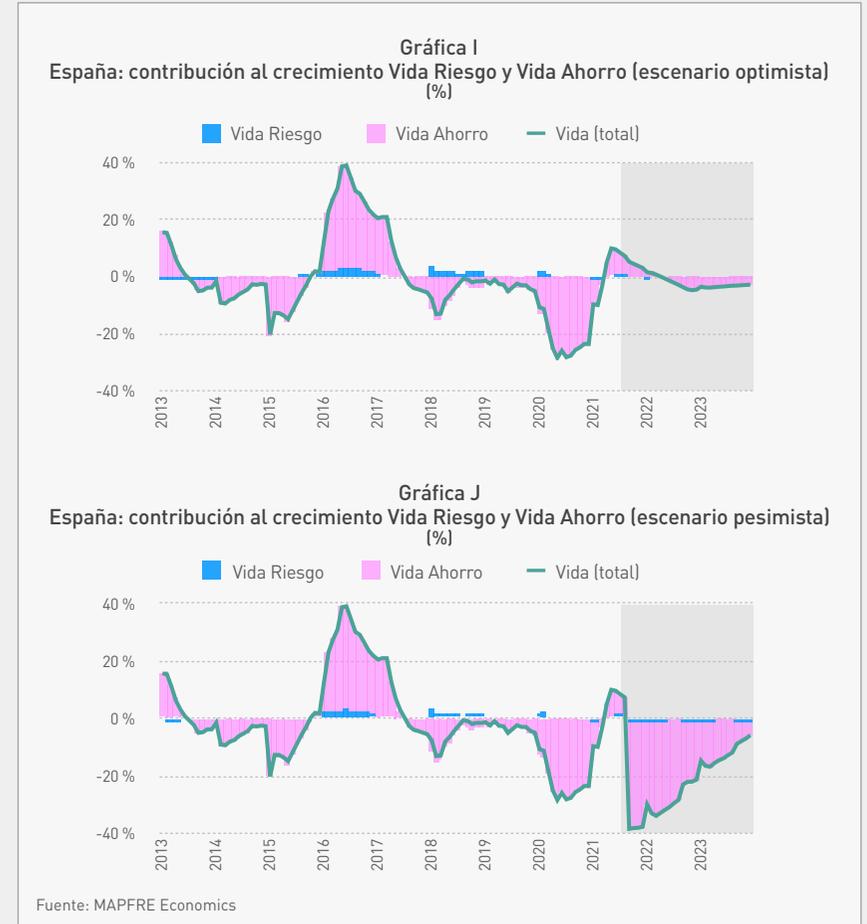
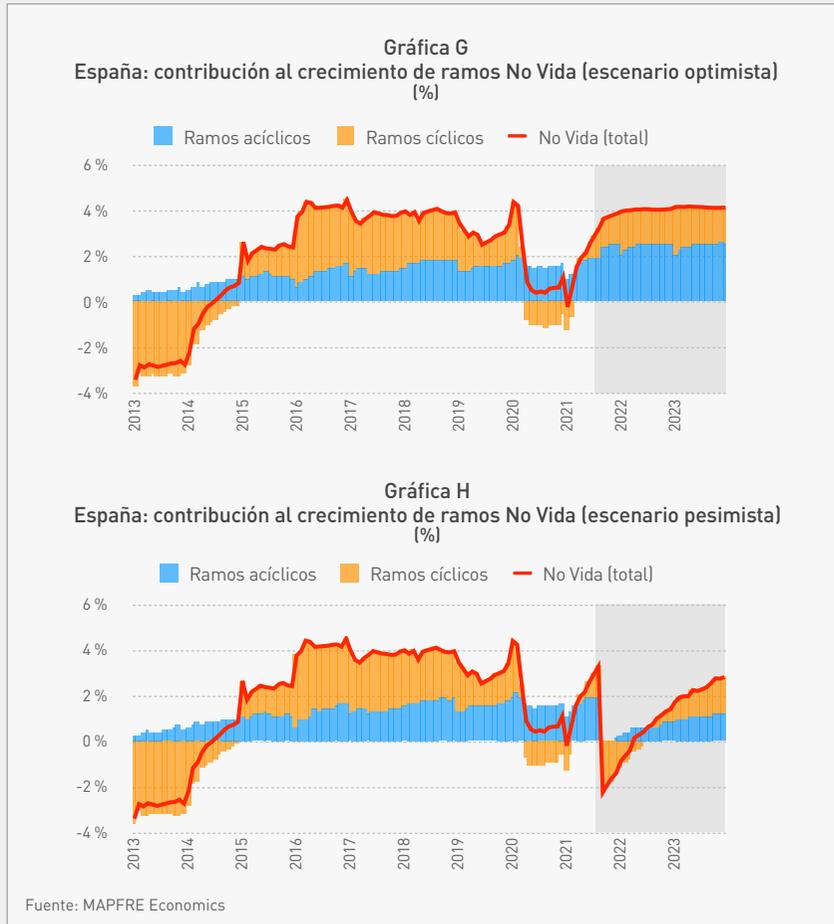


Gráfica F
Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver y de EIOPA)

Recuadro 2.1.5 (continuación)
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas



Recuadro 2.1.5 (continuación)
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas

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

Período	Modelo de fundamentales ¹	Escenario Optimista						Escenario Pesimista					
		Total	Autos	MRC*	Resto	MRP**	Salud	Total	Autos	MRC*	Resto	MRP**	Salud
Q2	0,4 %	0,4 %	-3,0 %	5,2 %	-1,7 %	2,0 %	5,0 %	0,4 %	-3,0 %	5,2 %	-1,7 %	2,0 %	5,0 %
Q3	0,6 %	0,6 %	-2,2 %	3,8 %	-2,2 %	2,6 %	4,9 %	0,6 %	-2,2 %	3,8 %	-2,2 %	2,6 %	4,9 %
2020 Q4	1,1 %	1,1 %	-1,9 %	2,8 %	-0,7 %	4,0 %	5,1 %	1,1 %	-1,9 %	2,8 %	-0,7 %	4,0 %	5,1 %
Q1	1,5 %	1,5 %	-1,8 %	4,3 %	1,2 %	3,7 %	3,9 %	1,5 %	-1,8 %	4,3 %	1,2 %	3,7 %	3,9 %
Q2	3,4 %	3,4 %	-0,1 %	3,8 %	3,8 %	4,5 %	4,8 %	3,4 %	-0,1 %	3,8 %	3,8 %	4,5 %	4,8 %
Q3 ^e	3,2 %	3,2 %	-0,9 %	7,7 %	4,5 %	5,4 %	5,0 %	3,2 %	-0,9 %	7,7 %	4,5 %	5,4 %	5,0 %
2021 Q4^f	3,5 %	3,9 %	0,0 %	7,7 %	4,1 %	5,9 %	6,2 %	-1,4 %	-3,5 %	-3,5 %	-1,1 %	-0,8 %	0,9 %
Q1 ^f	4,0 %	4,0 %	0,0 %	7,7 %	4,3 %	6,0 %	6,3 %	-0,4 %	-2,3 %	-1,9 %	0,0 %	-0,1 %	1,5 %
Q2 ^f	4,4 %	4,0 %	0,1 %	7,7 %	4,4 %	5,9 %	6,3 %	0,4 %	-1,2 %	-1,6 %	1,1 %	0,4 %	2,0 %
Q3 ^f	4,3 %	4,1 %	0,1 %	7,7 %	4,4 %	5,9 %	6,3 %	1,0 %	-0,1 %	-1,6 %	1,9 %	0,4 %	2,2 %
2022 Q4^f	4,1 %	4,1 %	0,2 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %	1,4 %	0,4 %	-0,4 %	2,0 %	1,1 %	2,5 %
Q1 ^f	4,0 %	4,2 %	0,2 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %	2,0 %	0,8 %	0,7 %	2,7 %	1,6 %	2,9 %
Q2 ^f	3,9 %	4,1 %	0,3 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %	2,2 %	1,2 %	0,2 %	3,4 %	1,5 %	3,1 %
Q3 ^f	3,9 %	4,1 %	0,3 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %	2,5 %	1,6 %	1,4 %	3,7 %	1,6 %	3,2 %
2023 Q4^f	3,8 %	4,1 %	0,3 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %	2,8 %	1,9 %	1,5 %	4,0 %	1,9 %	3,5 %

Fuente: MAPFRE Economics

(f) Previsiones a partir del Q3 2021.

1/ Escenario base del modelo de fundamentales macroeconómicos

*Multirriesgo Comercial

**Multirriesgo Particular

Recuadro 2.1.5 (continuación)
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Tabla B
Vida: previsiones nominales de crecimiento de primas,
modelo por componentes vs modelos de fundamentales
 (tasa interanual,%)

Período	Modelo de fundamentales ¹	Escenario Optimista			Escenario Pesimista		
		Total	Ahorro	Riesgo	Total	Ahorro	Riesgo
Q2	-26,0 %	-26,0 %	-32,0 %	0,1 %	-26,0 %	-32,0 %	0,1 %
Q3	-25,8 %	-25,8 %	-31,3 %	-0,2 %	-25,8 %	-31,3 %	-0,2 %
2020 Q4	-20,7 %	-20,7 %	-25,0 %	-0,4 %	-20,7 %	-25,0 %	-0,4 %
Q1	-3,2 %	-3,2 %	-3,7 %	-1,9 %	-3,2 %	-3,7 %	-1,9 %
Q2	9,2%	9,2 %	10,6 %	5,2 %	9,2 %	10,6 %	5,2 %
Q3 ^e	5,7 %	5,7 %	6,0 %	5,1 %	5,7 %	6,0 %	5,1 %
2021 Q4^f	4,1 %	4,4 %	4,6 %	-1,4 %	-37,9 %	-48,2 %	-3,4 %
Q1 ^f	4,1 %	2,1 %	2,2 %	-1,2 %	-28,8 %	-45,0 %	-3,2 %
Q2 ^f	4,6 %	0,1 %	0,1 %	-0,9 %	-25,3 %	-39,9 %	-3,0 %
Q3 ^f	4,4 %	-2,1 %	-2,2 %	-0,7 %	-23,1 %	-35,3 %	-2,8 %
2022 Q4^f	4,4 %	-4,5 %	-4,6 %	-0,4 %	-21,4 %	-32,0 %	-2,6 %
Q1 ^f	4,6 %	-3,8 %	-3,9 %	-0,2 %	-13,5 %	-26,2 %	-2,0 %
Q2 ^f	4,7 %	-3,4 %	-3,5 %	0,0 %	-10,9 %	-20,1 %	-2,0 %
Q3 ^f	4,6 %	-3,1 %	-3,2 %	0,0 %	-8,9 %	-15,2 %	-2,0 %
2023 Q4^f	4,6 %	-2,8 %	-2,9 %	0,0 %	-5,9 %	-9,1 %	-2,0 %

Fuente: MAPFRE Economics

(f) Previsiones a partir del Q3 2021.

1/ Escenario base del modelo de fundamentales macroeconómicos

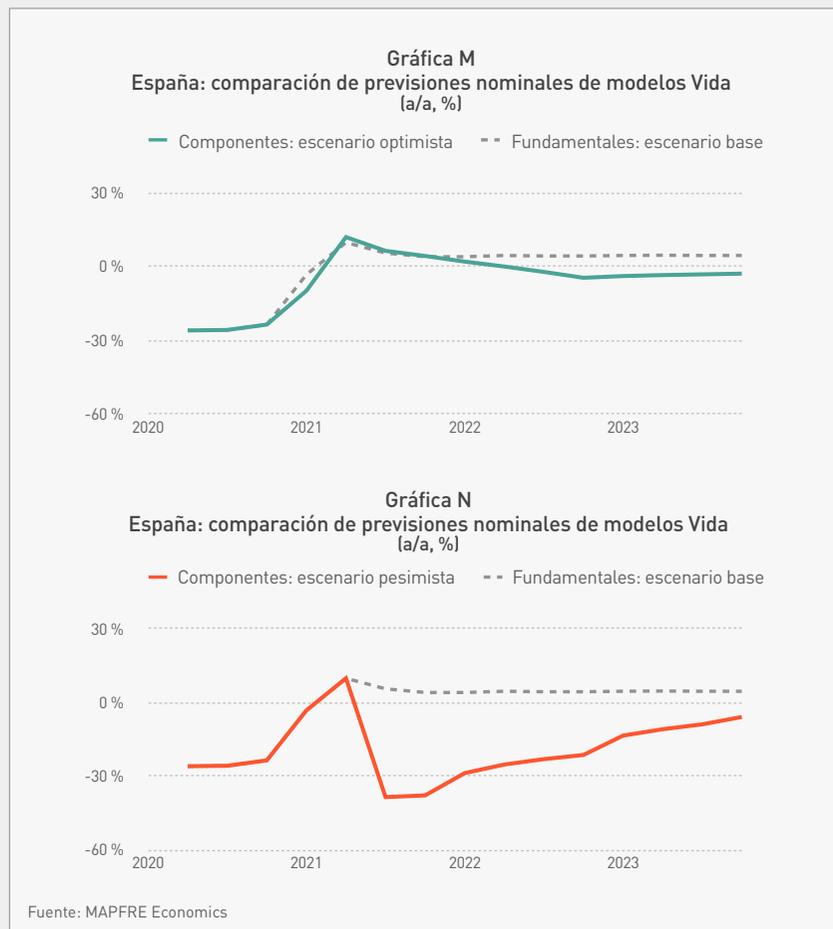
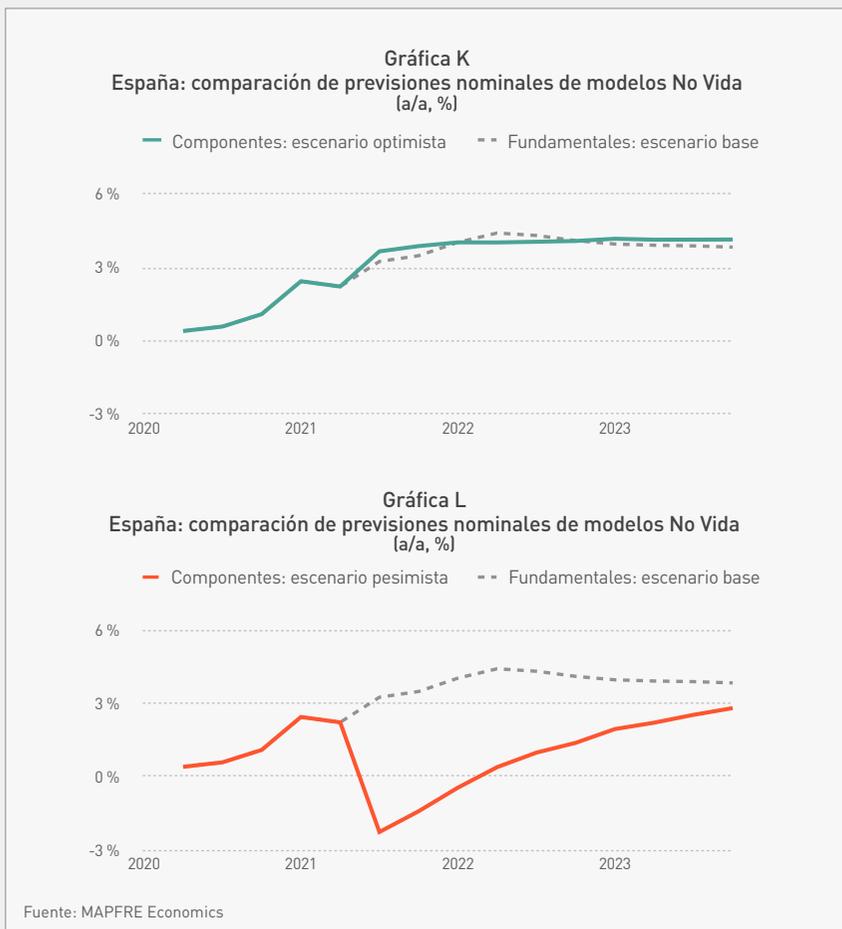
Con este enfoque, y tomando como base los escenarios macroeconómicos planteados hace un año (cuyo escenario base y estresado variaban en función de la severidad de la pandemia), se prepararon previsiones de crecimiento de primas condicionadas al desarrollo futuro (hasta 2023) de los niveles de restricción a la actividad y su efecto en la confianza empresarial y de consumo, la actividad manufacturera y de servicios, la liquidez y la movilidad. Estos elementos definían un espacio de posibilidades por donde podría desempeñarse el sector asegurador en los meses venideros en los escenarios posibles de la pandemia (véanse las Gráficas A a F).

Actualización de las previsiones de crecimiento de primas

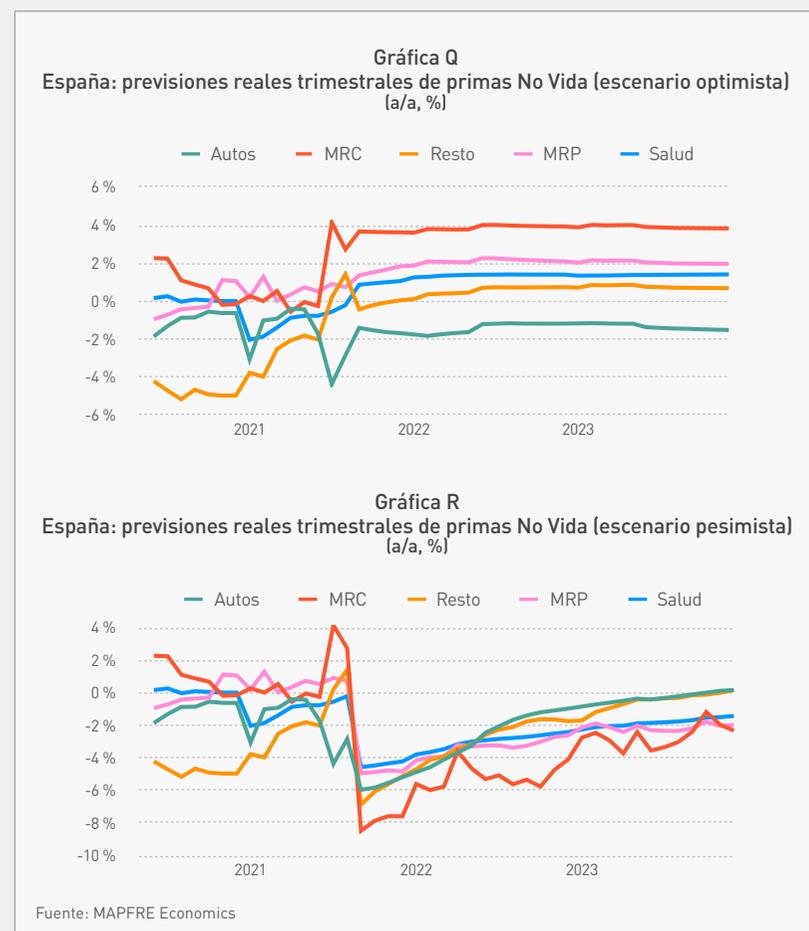
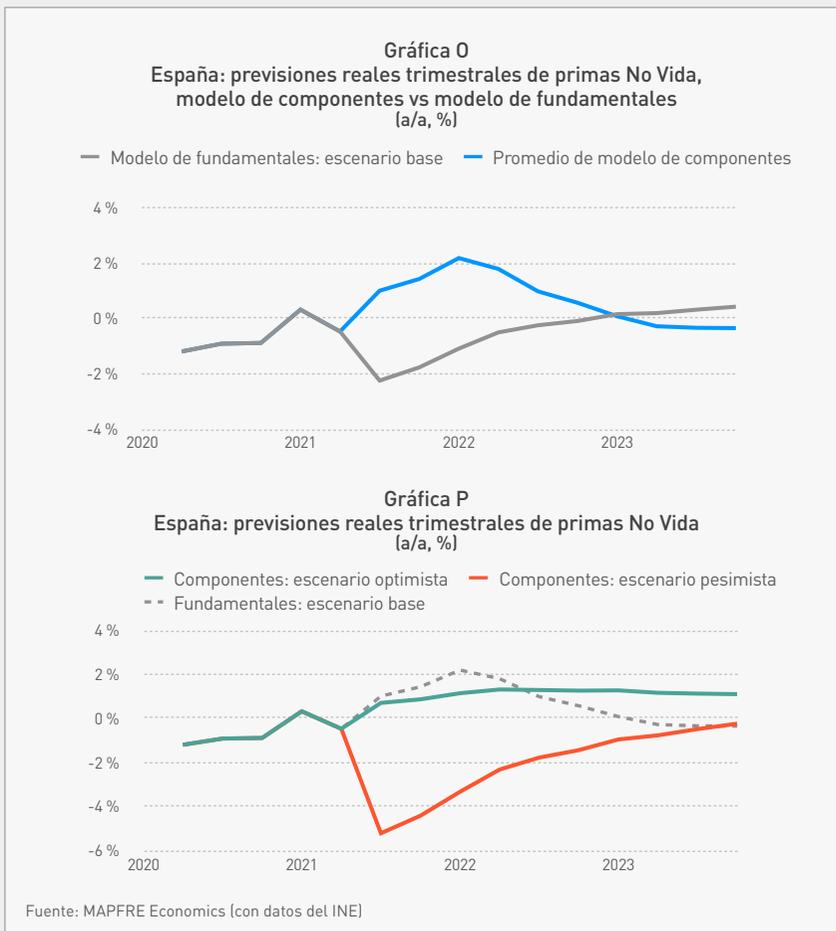
Con los datos hasta agosto 2020, se preveía cerrar el año en 1,6% de crecimiento nominal en el escenario optimista o una contracción de -11,1% en el estresado. El resultado intermedio habría sido un crecimiento de las primas levemente mayor al 0,5%, debido a la dominancia del desempeño de los ramos de Salud y Multirriesgos (*acíclicos*) sobre el de Autos y Resto de Ramos (*cíclicos*). El crecimiento del segmento de No Vida fue en 2020 1,1% a/a, lo que apuntalaba la intuición de la dominancia del efecto superior sobre el resto de los factores.

La vacuna contra el Covid-19 se anunció el 8 de diciembre 2020, con lo que su efecto aún no estaba interiorizado en el crecimiento de las primas de 2020, pero sí era consistente con nuestro escenario optimista, que preveía que, gracias al desarrollo de la vacunación en España, se registrara un crecimiento de 3,8% en último trimestre de 2021, dato

Recuadro 2.1.5 (continuación)
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas



Recuadro 2.1.5 (continuación)
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas



Recuadro 2.1.5 (continuación)
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Tabla C
No Vida: previsiones reales de crecimiento de primas,
modelo por componentes vs modelos de fundamentales
(tasa interanual,%)

Período	Modelo de fundamentales ¹	Escenario Optimista						Escenario Pesimista					
		Total	Autos	MRC*	Resto	MRP**	Salud	Total	Autos	MRC*	Resto	MRP**	Salud
Q2	-1,2 %	-1,2 %	-1,9 %	2,3 %	-4,2 %	-0,9 %	0,2 %	-1,2 %	-1,9 %	2,3 %	-4,2 %	-0,9 %	0,2 %
Q3	-0,9 %	-0,9 %	-0,9 %	0,9 %	-4,7 %	-0,3 %	0,1 %	-0,9 %	-0,9 %	0,9 %	-4,7 %	-0,3 %	0,1 %
2020 Q4	-0,9 %	-0,9 %	-0,6 %	-0,1 %	-5,0 %	1,1 %	0,0 %	-0,9 %	-0,6 %	-0,1 %	-5,0 %	1,1 %	0,0 %
Q1	0,3 %	0,3 %	-0,9 %	0,5 %	-2,5 %	0,0 %	-1,4 %	0,3 %	-0,9 %	0,5 %	-2,5 %	0,0 %	-1,4 %
Q2	-0,5 %	-0,5 %	-1,7 %	-0,2 %	-2,0 %	0,5 %	-0,8 %	-0,5 %	-1,7 %	-0,2 %	-2,0 %	0,5 %	-0,8 %
Q3 ^e	1,0 %	0,7 %	-1,4 %	3,7 %	-0,4 %	1,4 %	0,9 %	-5,2 %	-5,9 %	-8,5 %	-6,8 %	-4,9 %	-4,6 %
2021 Q4^f	1,4 %	0,9 %	-1,7 %	3,6 %	0,1 %	1,8 %	1,1 %	-4,4 %	-5,2 %	-7,6 %	-5,1 %	-4,8 %	-4,2 %
Q1 ^f	2,2 %	1,2 %	-1,7 %	3,8 %	0,4 %	2,1 %	1,4 %	-3,3 %	-4,1 %	-5,8 %	-3,9 %	-3,9 %	-3,5 %
Q2 ^f	1,8 %	1,3 %	-1,2 %	4,0 %	0,7 %	2,3 %	1,4 %	-2,3 %	-2,5 %	-5,3 %	-2,6 %	-3,2 %	-2,9 %
Q3 ^f	1,0 %	1,3 %	-1,2 %	4,0 %	0,7 %	2,2 %	1,4 %	-1,8 %	-1,4 %	-5,3 %	-1,8 %	-3,2 %	-2,7 %
2022 Q4^f	0,6 %	1,3 %	-1,2 %	3,9 %	0,7 %	2,1 %	1,4 %	-1,4 %	-1,0 %	-4,1 %	-1,7 %	-2,6 %	-2,4 %
Q1 ^f	0,1 %	1,3 %	-1,2 %	4,0 %	0,8 %	2,1 %	1,4 %	-0,9 %	-0,6 %	-2,9 %	-0,9 %	-2,1 %	-2,0 %
Q2 ^f	-0,3 %	1,2 %	-1,4 %	3,9 %	0,8 %	2,0 %	1,4 %	-0,8 %	-0,4 %	-3,5 %	-0,4 %	-2,3 %	-1,8 %
Q3 ^f	-0,3 %	1,1 %	-1,4 %	3,9 %	0,7 %	2,0 %	1,4 %	-0,5 %	-0,1 %	-2,4 %	-0,1 %	-2,2 %	-1,7 %
2023 Q4^f	-0,3 %	1,1 %	-1,5 %	3,8 %	0,7 %	2,0 %	1,4 %	-0,2 %	0,2 %	-2,3 %	0,2 %	-2,0 %	-1,4 %

Fuente: MAPFRE Economics

(e) Estimado con datos hasta mayo.

(f) Previsiones a partir del Q3 2021.

1/ Escenario base del modelo de fundamentales macroeconómicos

*Multirriesgo Comercial

**Multirriesgo Particular

Recuadro 2.1.5 (continuación)
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas

consistente con el objetivo de alcanzar a finales de 2023 la tasa de crecimiento de largo plazo que fijada en el entorno del 4% (la banda baja la marcaba un escenario pesimista que hoy día aún representamos, pero cuya probabilidad es ya despreciable a la luz de los hechos).

Las previsiones actualizadas, suponiendo que se consolida el escenario optimista (por eso son las sendas de las variables explicativas las mismas que hace un año), son consistentes con lo que se estimaba hace un año, rozando a finales de 2021 el 3,7%-3,9% de crecimiento y alcanzando una tasa nominal de largo plazo con certeza antes de que termine 2023 (véase la Tabla A). Los datos de septiembre (3,2%) se acercan a esta visión.

En el 2020 y 2021 ha sido muy relevante también analizar el crecimiento real de las primas dado el fuerte repunte de la inflación que, en parte, ha enmascarado el desempeño del segmento de los seguros de No Vida (dado que tradicionalmente se muestra con carácter nominal). Descontando el incremento de la inflación de los diferentes ramos, se comprueba que, a finales de 2020, este era negativo (-0,9% a/a), pero se preveía que el Segmento No Vida creciera levemente en términos reales durante 2021 apoyado por todos los ramos menos Autos y convergiendo hacia una tasa real cercana a 1% en el largo plazo (véase la Tabla C). Hoy día sabemos que la inflación hará a corto plazo la previsión difícil de alcanzar, puesto que la inflación está siendo mayor de lo anticipado.

Ha sido precisamente el retorno de la inflación lo que ha hecho que las previsiones del segmento de los seguros de Vida no fuesen acertadas. Ante el fuerte deterioro vivido en 2020 (cuando las primas Vida se contraían cerca de 21%), supusimos que el drenaje de liquidez y la represión financiera del Banco Central Europeo, en un entorno de bajos tipos de interés e inflación, mantendrían la misma tónica y preveíamos un deterioro muy severo del negocio Vida.

El repunte de la inflación vivido desde el primer trimestre del año ha cambiado las expectativas de tipos de interés de medio plazo y, con ella, la producción aseguradora. Así, se ha visto un repunte que hace que en el segundo trimestre de 2021 haya superado el 9%. Creemos, sin embargo, que esto será temporal y una vez se diluya el efecto sobre las curvas de tipos volverán a limitar la producción aseguradora y el negocio retornara a terreno negativo a mediados de 2022 (véase la referida Gráfica F).

Un despliegue de las previsiones de primas bajo el escenario optimista puede verse en las Tablas A y B y en los gráficos G a P. En los últimos de dichos gráficos, se muestran además las diferencias entre nuestras previsiones tradicionales (por fundamentales macroeconómicos) y la realizadas en base a ramos y variables de corto plazo. Asimismo, las previsiones de crecimiento real para los ramos cíclicos y a cíclicos puede verse en las Gráficas Q a R para ambos escenarios.

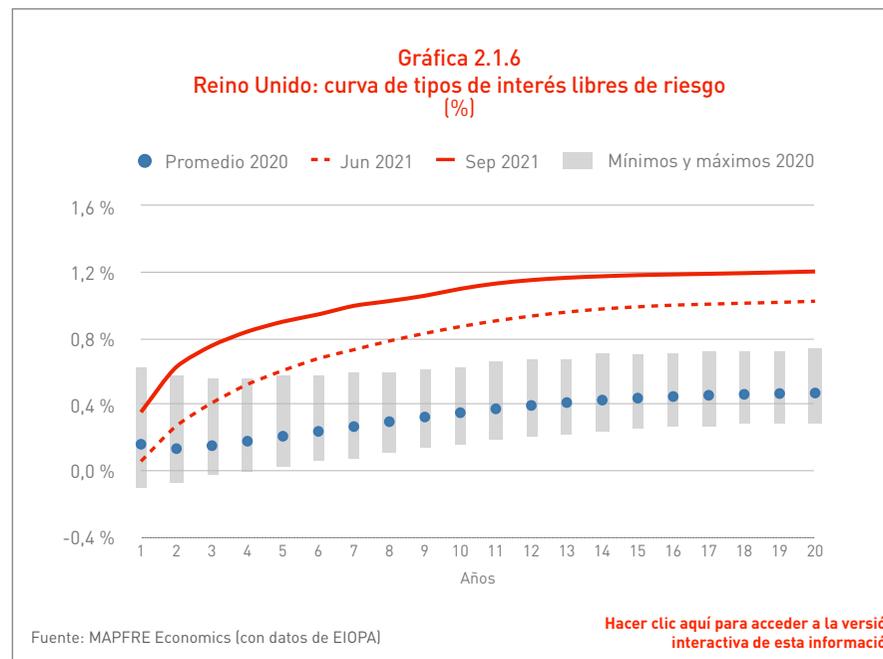
una mayor demanda de protección contra el riesgo de fallecimiento a consecuencia de la pandemia.

Por su parte, el crecimiento de las primas de No Vida se estaría recuperando en términos interanuales en los nueve primeros meses, creciendo en torno al 3,2% a nivel agregado respecto a las primas del mismo período del año anterior (3,7% si se compara con el mismo período de 2019). El ramo de salud crece en torno al 5,0% (9,8% si se compara con el mismo período de 2019) y también lo hacen los multirriesgos tanto del hogar 5,0% (7,6% frente a 2019) como los de las comunidades de propietarios con un 2,9% (5,9% frente a 2019). Llama también la atención la fuerte recuperación de los multirriesgos industriales, con un 8,5% (14,6% frente al mismo período de 2019).

2.1.6 Reino Unido

La previsión para la economía del Reino Unido en 2021 anticipa un crecimiento del PIB del 6,9% (frente al fuerte retroceso del -9,7% de 2020, entre los mayores del mundo). Esto supone una revisión al alza de las expectativas de crecimiento de su economía basada en la recuperación del consumo privado y el fuerte apoyo del gasto público. Sin embargo, el efecto base es relevante y la economía británica no recuperará su nivel de producción precrisis sino hasta 2022, año en el que se espera un crecimiento del 5,5%, elevándose la incertidumbre por los problemas en las cadenas de suministros y el repunte en los precios de la energía. En cualquier caso, siguen mejorando las expectativas para el desarrollo del mercado asegurador en 2021, en línea con el inicio de la recuperación económica; un negocio en el que la situación provocada por la pandemia tuvo un fuerte impacto negativo, que afectó básicamente al segmento de Vida.

Respecto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.6) se aprecia un movimiento ascendente significativo de los



tipos de interés en todos sus tramos en una curva, la cual vuelve a ganar pendiente positiva por las expectativas de un endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco de Inglaterra, a consecuencia del repunte de la inflación. Esto supone una cierta mejoría en el entorno para el desarrollo de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales por el repunte en los tipos de interés y del incremento de la prima por plazo, aunque las expectativas de que puedan seguir subiendo y el nivel todavía deprimido que presentan sigue siendo un lastre para este negocio. No obstante, el efecto positivo que puede provocar en el negocio de Vida la vuelta al crecimiento económico y el buen comportamiento del FTSE 100 que, aunque se muestra algo más errático continúa en su senda de recuperación, constituye un entorno favorable para los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy arraigados en

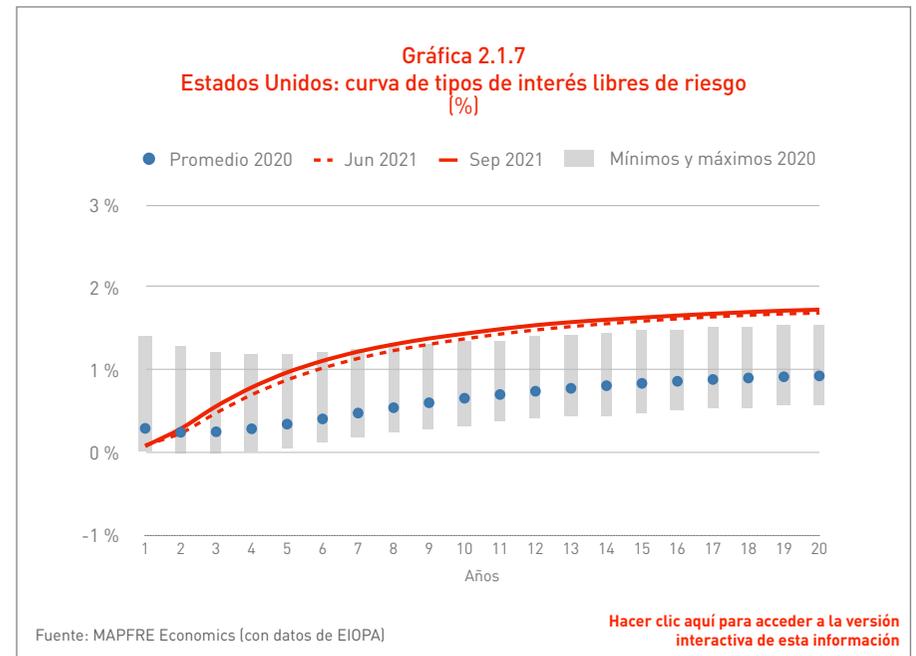
este mercado. A esto se suma el hecho de que la renta variable comienza a percibirse como una alternativa para protegerse contra el repunte de la inflación.

2.1.7 Estados Unidos

La previsión de crecimiento económico estimada para Estados Unidos en 2021 se sitúa en el 5,8% (frente a la contracción del -3,4% de 2020) y en el 4,3% para 2022, lo que supone una rebaja en las expectativas de crecimiento, pero implica superar los efectos derivados de la pandemia sobre su economía en este mismo año, gracias a los extensos paquetes de ayuda implementados por sus autoridades fiscales y monetarias (de los mayores del mundo). La recuperación económica prevista ayudará a la recuperación de las primas del negocio asegurador de No Vida, que en el año 2020 sufrió una fuerte ralentización respecto del crecimiento del año anterior. Sin embargo, el repunte de la inflación por encima y de forma más persistente de lo previsto puede influir de forma negativa en su rentabilidad, por el incremento del coste de los siniestros por encima de lo estimado al fijar el precio de los seguros.

En cuanto al negocio de Vida (que fue el que más acusó los efectos de la crisis derivada de la pandemia en 2020), los efectos favorables de la recuperación económica y del buen comportamiento de los mercados financieros pueden verse eclipsados por las decisiones de política monetaria que adopte la Reserva Federal ante el repunte de la inflación que está experimentando su economía. Así, en su última reunión del mes de septiembre la Reserva Federal dejó sin cambios la política monetaria, manteniendo el ritmo mensual de su programa de compra de bonos soberanos y corporativos (principalmente de bonos respaldados con hipotecas) y dejando los tipos de interés en el rango del 0%-0,25%, aunque en las últimas declaraciones de política monetaria se aprecia un claro cambio de tono que podría llevar a una retirada de estímulos reduciendo el ritmo de compras netas mensuales de bonos en su reunión del mes de noviembre y a plantearse alguna subida de tipos antes de lo inicialmente

previsto, incluso en 2022. Este cambio de tono se ha visto reflejado en las últimas curvas de tipos del mes de septiembre producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7), en las que se aprecia una ligera subida de la curva en todos sus tramos, aunque en los vencimientos más cortos se encuentran todavía muy por debajo de los niveles máximos alcanzados en el año previo, lo que indica que los amplios estímulos monetarios continúan ahí. Por otra parte, se aprecia también un ligero repunte de los tipos en los tramos medios y largos de la curva, los cuales se encuentran claramente por encima de los niveles máximos del año anterior, ganando cierta pendiente. En cualquier caso, el entorno de tipos de interés continúa siendo desfavorable para la comercialización de productos de ahorro por los bajos tipos de interés a corto plazo y por las expectativas de que se puedan producir nuevas subidas que afecten a todos los tramos de la

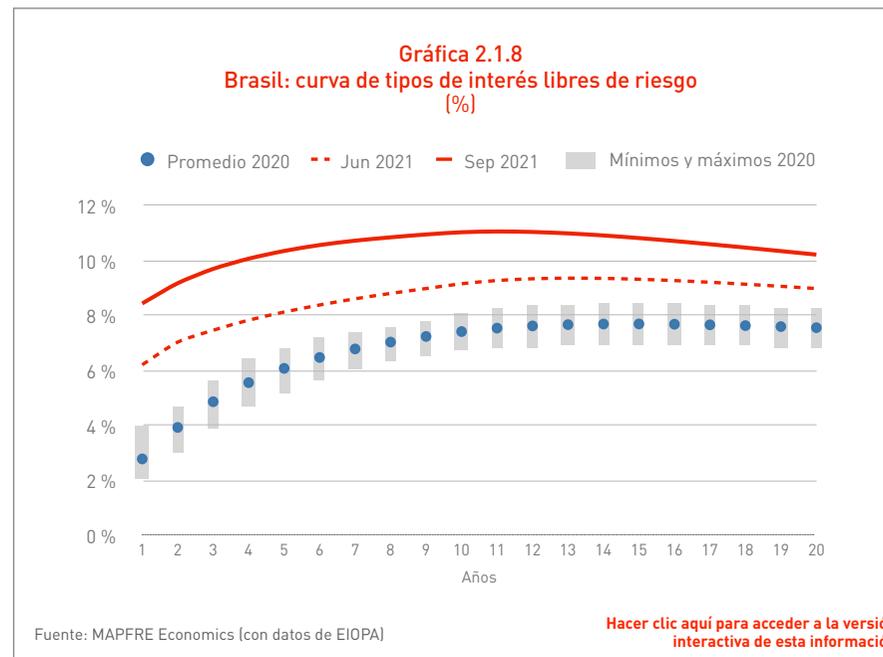


curva. Por otro lado, los mercados de valores continúan con su buen comportamiento, pero podrían estar dando muestras de agotamiento tras tocar máximos históricos y por el efecto que puede generar una subida de tipos de interés (tanto del componente libre de riesgo como el de las primas de riesgo por la reducción en los programas de compras de activos) en la valoración de las carteras de bonos. Estos factores podrían llegar a compensar de forma negativa el efecto favorable que las buenas perspectivas de recuperación económica pueden tener sobre el negocio de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy habituales en este mercado, llevando a los inversores más conservadores a orientar sus inversiones hacia productos de menor riesgo o a otro tipo de inversiones.

2.1.8 Brasil

La estimación del crecimiento para la economía brasileña en 2021 se sitúa en el 5,2%, frente a la caída real estimada en 2020 del -4,4% (dato desestacionalizado), lo que supone una ligera mejora en la previsión de crecimiento. Esto supone que la economía brasileña sería una entre las pocas del mundo que recuperaría su nivel de PIB anterior a la crisis en este mismo año. Por su parte el crecimiento estimado para el año 2022 se situaría en el 1,7% lo que implica una revisión a la baja de las expectativas por el fuerte repunte de la inflación que ha obligado al banco central a endurecer su política monetaria, revirtiendo las medidas de expansión adoptadas para luchar contra los efectos económicos derivados de la situación provocada por la pandemia.

En cualquier caso, la vuelta al crecimiento de la economía brasileña continúa dando soporte a la recuperación de su sector asegurador tanto del negocio de No Vida como, en mayor medida, de su negocio de Vida que fue el más afectado por la crisis. Ambos segmentos presentan niveles de primas en el primer semestre de 2021 superiores a los niveles anteriores a la crisis (comparados con el primer semestre de 2019), por lo que son crecimientos sólidos, más allá de cualquier efecto base y que se estima se



extenderán en los próximos años (véase el Recuadro 2.1.8). El segmento de No Vida está experimentando notables crecimientos en el volumen de primas con una importante reactivación de todas las líneas de negocio, por encima de la inflación. No obstante, el fuerte repunte de la inflación y la depreciación del real brasileño en el tercer trimestre del año pueden influir de forma negativa en su rentabilidad, por el incremento del coste de los siniestros por encima de lo estimado al fijar el precio de los seguros.

Por otro lado, el agresivo endurecimiento de la política monetaria por parte del banco central ante el fuerte repunte de la inflación lo ha llevado a elevar nuevamente los tipos de interés en el mes de septiembre (siendo esta la cuarta subida de tipos aplicada en 2021), alcanzando niveles significativamente superiores a los anteriores al comienzo de la crisis

Recuadro 2.1.8
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Entorno general para la actualización

Para la actualización del análisis de previsiones de crecimiento de primas del mercado asegurador brasileño se ha empleado la misma metodología desplegada para el caso del mercado español (véase el Recuadro 2.1.5), a fin de sortear los problemas de incertidumbre, alta frecuencia y exogeneidad del *shock* producido por la pandemia del Covid-19, el cual es incluso mayor en los mercados emergentes.

De esta forma, se han empleado modelos de transferencia capaces de trasladar las restricciones resultantes de la gestión de la pandemia a las confianzas de consumo y sectoriales, así como al sector financiero y real. Una vez canalizado el *shock* de las restricciones hasta dichas variables, se hacen previsiones de los diferentes ramos que componen los segmentos de Vida y de No Vida, condicionadas a los grados de restricción y el contexto representado por las variables explicativas en diferentes escenarios. Así, tras ser proyectados los componentes o ramos que componen las primas No Vida y Vida, se calcula el total de las primas de cada segmento mediante la agregación de las previsiones de dichos componentes.

Las variables empleadas en el modelo son las siguientes. Entre las variables explicativas (cuyo comportamiento se presenta en las Gráficas A y B, para los escenarios optimista y pesimista), la que tiene carácter más exógeno es el índice de restricciones a la movilidad producido por la Universidad de Oxford, un indicador que, además, se contrasta contra los datos de movilidad de Google y Apple para corroborar la correcta lectura que ofrece. El índice de restricciones se ha vinculado, directa o indirectamente, a n variables explicativas obtenidas del banco central y del instituto nacionales de estadística; las más relevantes son: la confianza

sector servicios, minorista y consumo (índices); las expectativas de los consumidores (índice); la incertidumbre de política económica (índice); la valoración de las condiciones económicas actuales (índice); la capacidad utilizada (índice); los ingresos del sector servicios (tasa anual); el flujo tránsito de coches (tasa anual); el crédito a los hogares (tasa anual); las expectativas de inflación (índice), y el tipo de cambio efectivo real, REER (índice).

Por otra parte, las variables dependientes del modelo son las primas de los segmentos de los seguros de Vida y de No Vida. Las primas Vida resultan en el caso de Brasil de la suma de las primas *Vida Gerador de Beneficio Livre* (VGBL) que se asimilan al ramo de Vida Ahorro, y *Vida Individual y Colectivo* que se asimilan a Vida Riesgo. Las primas No Vida, por su parte, se componen de multitud de ramos. Como en el ejercicio del mercado asegurador de España, se ha intentado agruparlas en función de su carácter *cíclico* y *acíclico*. Dado que el primero representa entre el 60% y el 85% de las primas No Vida, cabría esperar un fuerte efecto de las medidas de restricción implementadas para enfrentar el Covid-19 sobre la demanda aseguradora No Vida.

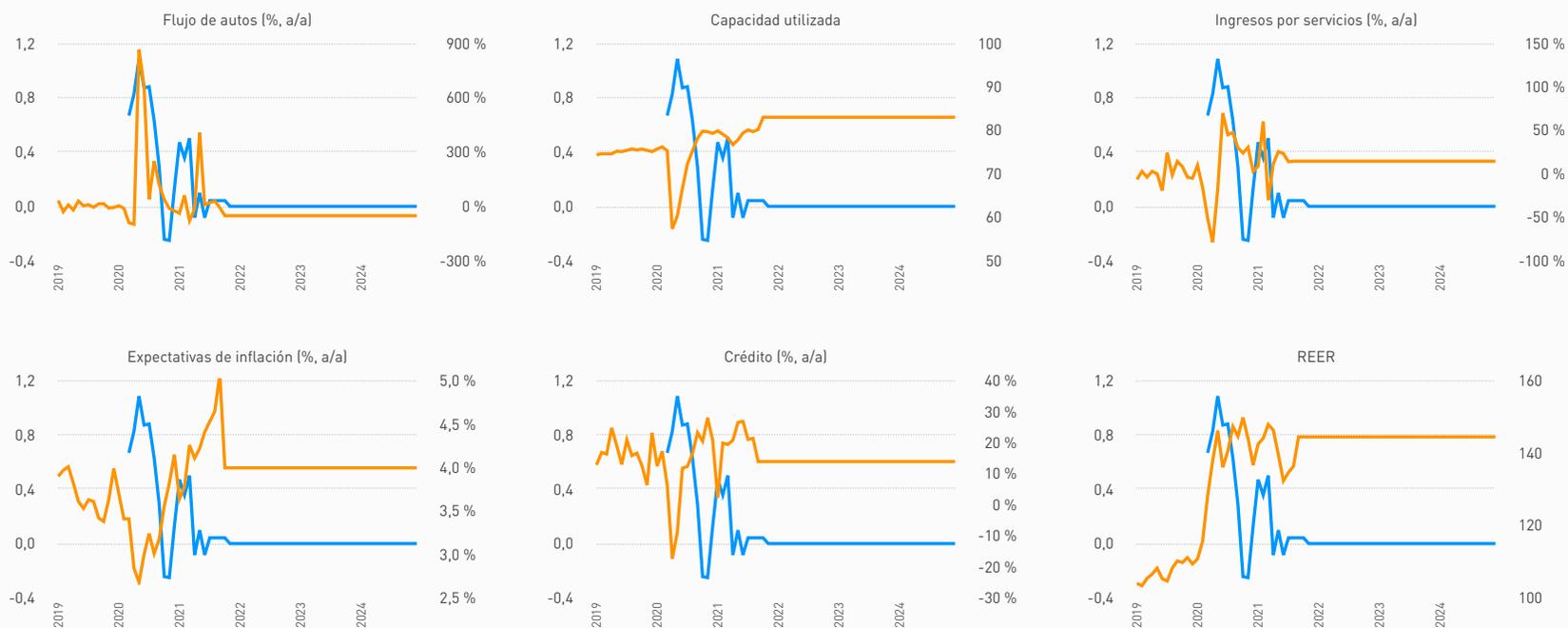
Actualización de las previsiones de crecimiento de primas

Las Gráficas C a H recogen la aportación de las primas de cada conjunto de ramos (cíclicos y acíclicos) a la dinámica de crecimiento de la prima No Vida y Vida, así como las previsiones del modelo de componentes y el de fundamentales macroeconómicos en ambos escenarios. Dado que se plantean dos posibles trayectorias en la solución de la pandemia que condicionarán la velocidad de regreso a la normalidad (una optimista y otra pesimista), se han creado dos posibles sendas para el índice de

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Gráfica A
Brasil: evolución de las variables explicativas (escenario optimista)

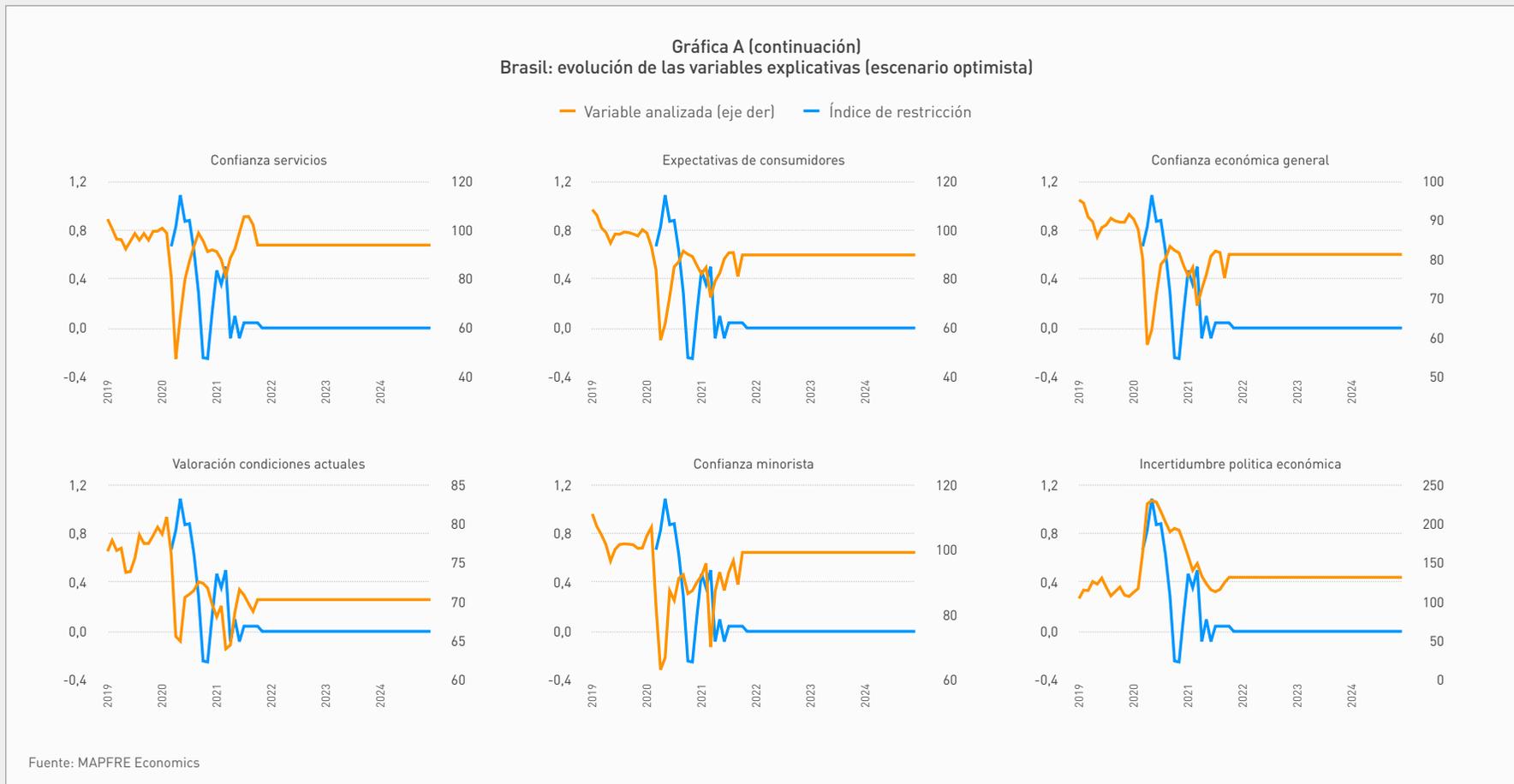
— Variable analizada (eje der) — Índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Gráfica A (continuación)
 Brasil: evolución de las variables explicativas (escenario optimista)



Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Gráfica B
Brasil: evolución de las variables explicativas (escenario pesimista)

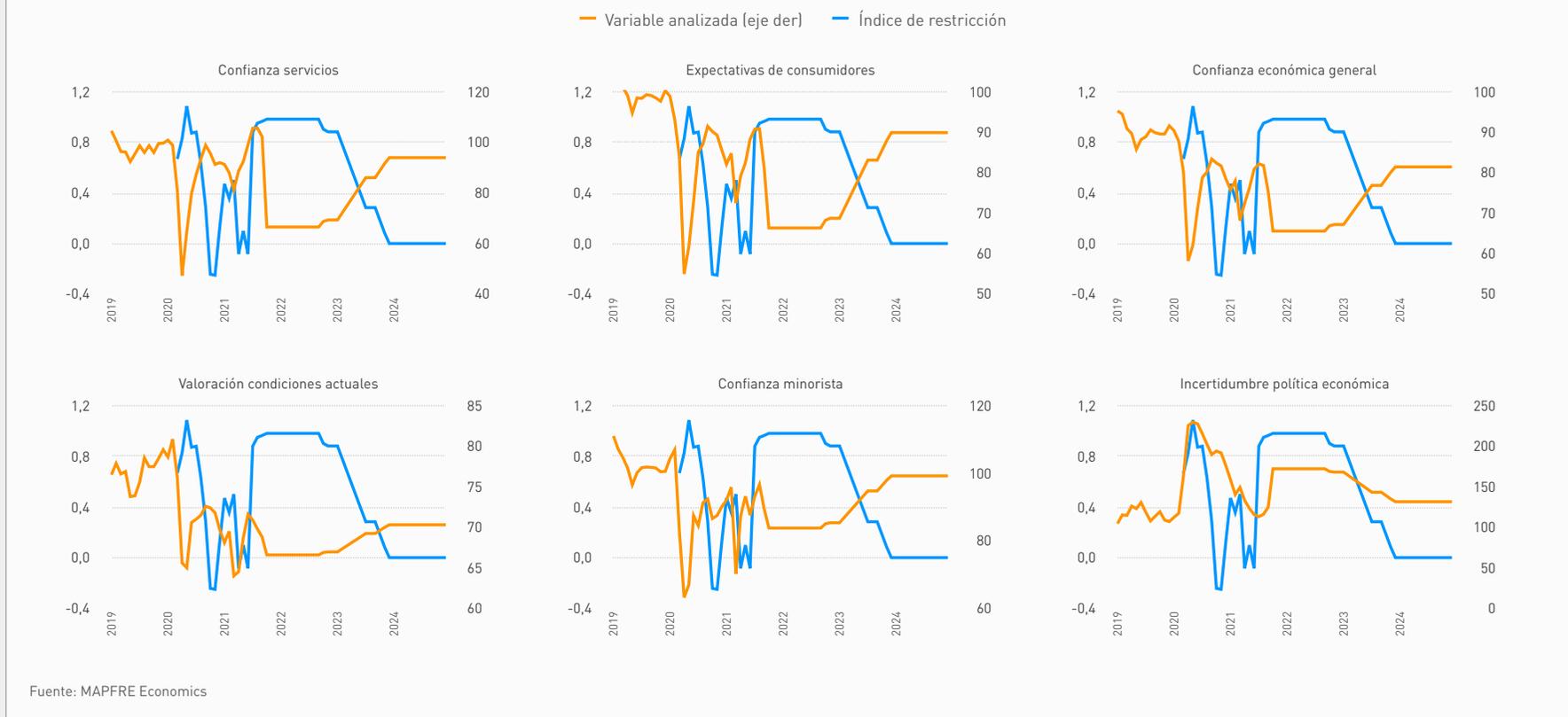
— Variable analizada (eje der) — Índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Gráfica B (continuación)
 Brasil: evolución de las variables explicativas (escenario pesimista)



Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

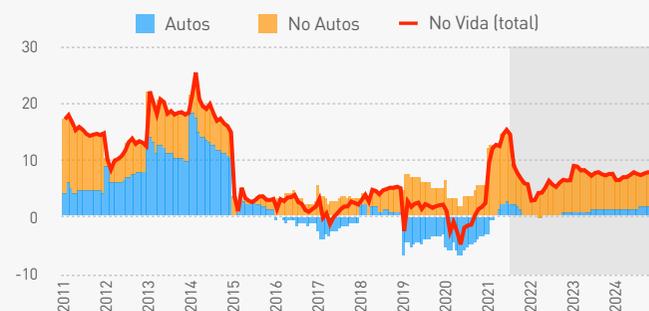
restricciones. En la primera (optimista) la normalidad se alcanza en segundo trimestre de 2021, aproximadamente. Esto hace que las confianzas, la producción, el tráfico rodado y la incertidumbre regresen desde el tercer trimestre de 2021 al promedio histórico de los últimos años.

En el escenario de riesgo (pesimista), la economía sufre un *sudden stop* de toda índole que afecta a tipo de cambio, inflación, expectativas y actividad. Este frenazo llega de manera exógena impuesto por la incapacidad de controlar la pandemia y, por lo tanto, por el regreso de las restricciones a la movilidad. Básicamente, se considera que los indicadores de producción mejoran y se espera algo de arrastre sobre el consumo, la inversión y exportaciones y, en este contexto, también por factores externos. Comprobamos que la inflación mantiene de manera consistente elevadas tasas, en especial por la presión en alimentos, electricidad y combustibles, lo que provoca el endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras, haciendo más difícil una recuperación con mayor dinamismo.

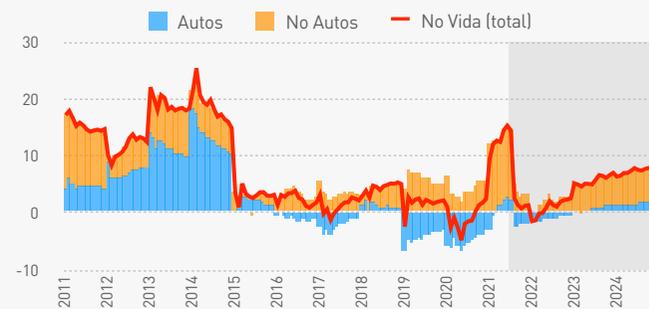
Pese a los últimos datos, la pandemia está lejos de ser controlada, por lo que la reciente relajación de las restricciones a la movilidad podría revertirse. Así, el escenario pesimista supone que las restricciones retornan con fuerza durante los próximos seis meses y permanecen ahí al menos hasta final de 2022 con el ineludible impacto sobre actividad y expectativas.

Con la colección de variables antes mencionadas, se analizan los dos posibles escenarios en el desarrollo de las primas. Este es el racional que subyace a las previsiones de las variables explicativas del modelo que se presentan en las Tablas A y B. En función de esos escenarios, se espera que, tras un fuerte repunte del crecimiento durante la primera mitad de 2021 como consecuencia de efectos base y de la inflación, se vea una

Gráfica C
 Brasil: contribución al crecimiento de ramos No Vida (escenario optimista) (%)



Gráfica D
 Brasil: contribución al crecimiento de ramos No Vida (escenario pesimista) (%)



Fuente: MAPFRE Economics

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

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

Período	Modelo de fundamentales ¹	Escenario Optimista			Escenario Pesimista		
		Total	Autos	No autos	Total	Autos	No autos
Q2	-1,8 %	-1,8 %	-12,2 %	7,2 %	-1,8 %	-12,2 %	7,2 %
Q3	0,3 %	0,3 %	-9,3 %	8,6 %	0,3 %	-9,3 %	8,6 %
2020 Q4	2,5 %	2,5 %	-6,6 %	10,4 %	2,5 %	-6,6 %	10,4 %
Q1	12,7 %	12,7 %	1,3 %	21,4 %	12,7 %	1,3 %	21,4 %
Q2	15,4 %	15,4 %	6,3 %	21,9 %	15,4 %	6,3 %	21,9 %
Q3	12,8 %	6,9 %	1,6 %	10,7 %	1,4 %	-5,3 %	6,3 %
2021 Q4	13,7 %	5,8 %	-0,5 %	10,4 %	1,4 %	-4,3 %	5,6 %
Q1	13,3 %	4,3 %	0,1 %	7,0 %	0,0 %	-3,5 %	2,2 %
Q2	13,0 %	6,4 %	0,8 %	9,9 %	2,1 %	-2,7 %	5,1 %
Q3	12,6 %	6,2 %	1,5 %	9,2 %	2,0 %	-1,8 %	4,4 %
2022 Q4	12,3 %	6,5 %	2,1 %	9,4 %	2,6 %	-1,1 %	5,1 %
Q1	12,2 %	8,3 %	2,6 %	11,6 %	4,7 %	0,5 %	7,2 %
Q2 ^e	12,0 %	7,3 %	3,1 %	9,7 %	5,0 %	2,1 %	6,8 %
Q3 ^f	11,9 %	7,7 %	3,5 %	10,2 %	6,5 %	2,9 %	8,8 %
2023 Q4	11,7 %	7,7 %	3,8 %	10,0 %	7,1 %	3,9 %	9,1 %
Q1	11,7 %	7,1 %	4,1 %	8,7 %	7,1 %	4,2 %	8,7 %
Q2	11,7 %	7,9 %	4,4 %	9,8 %	7,9 %	4,5 %	9,8 %
Q3	11,7 %	7,8 %	4,6 %	9,6 %	7,8 %	4,7 %	9,5 %
2024 Q4	11,7 %	7,9 %	4,8 %	9,6 %	7,8 %	4,8 %	9,6 %

Fuente: MAPFRE Economics

(e) Estimado con datos hasta abril.

(f) Previsiones a partir del Q3 2021.

1/ Escenario base del modelo de fundamentales macroeconómicos

Tabla B
Vida: previsiones de crecimiento de primas,
modelo por componentes vs modelos de fundamentales
(tasa interanual,%)

Período	Modelo de fundamentales ¹	Escenario Optimista			Escenario Pesimista		
		Total	VGBL	Individual y colectivo	Total	VGBL	Individual y colectivo
Q2	-5,7 %	-5,7 %	-7,9 %	0,4 %	-5,7 %	-7,9 %	0,4 %
Q3	-0,2 %	-0,2 %	-2,1 %	5,2 %	-0,2 %	-2,1 %	5,2 %
2020 Q4	0,4 %	0,4 %	-1,8 %	7,0 %	0,4 %	-1,8 %	7,0 %
Q1	12,1 %	12,9 %	13,0 %	9,6 %	12,9 %	13,0 %	9,6 %
Q2	26,6 %	29,4 %	29,7 %	18,3 %	29,4 %	29,7 %	18,3 %
Q3	19,2 %	14,1 %	14,3 %	5,8 %	-3,5 %	-3,7 %	1,0 %
2021 Q4	22,0 %	14,8 %	15,1 %	5,8 %	-2,9 %	-3,0 %	0,9 %
Q1	20,7 %	12,4 %	12,6 %	5,8 %	-5,2 %	-5,4 %	0,9 %
Q2	19,6 %	11,5 %	11,7 %	5,8 %	-6,2 %	-6,4 %	0,9 %
Q3	18,6 %	10,6 %	10,8 %	5,8 %	-7,0 %	-7,2 %	0,9 %
2022 Q4	17,8 %	10,3 %	10,5 %	5,8 %	-5,3 %	-5,5 %	1,4 %
Q1	17,0 %	11,2 %	11,3 %	5,8 %	-1,1 %	-1,2 %	2,4 %
Q2 ^e	16,3 %	11,5 %	11,6 %	5,8 %	4,9 %	4,9 %	3,9 %
Q3 ^f	15,7 %	11,7 %	11,9 %	5,8 %	6,9 %	7,0 %	4,4 %
2023 Q4	15,2 %	11,8 %	12,0 %	5,8 %	12,2 %	12,4 %	5,8 %
Q1	15,1 %	11,6 %	11,7 %	5,8 %	11,6 %	11,7 %	5,8 %
Q2	15,1 %	11,5 %	11,6 %	5,8 %	11,5 %	11,6 %	5,8 %
Q3	15,1 %	11,4 %	11,5 %	5,8 %	11,4 %	11,5 %	5,8 %
2024 Q4	15,1 %	11,3 %	11,5 %	5,8 %	11,3 %	11,5 %	5,8 %

Fuente: MAPFRE Economics

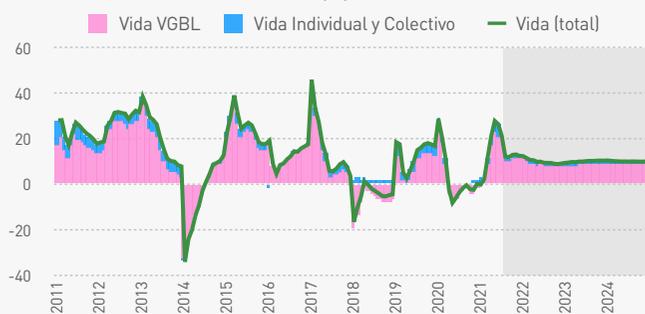
(e) Estimado con datos hasta abril.

(f) Previsiones a partir del Q3 2021.

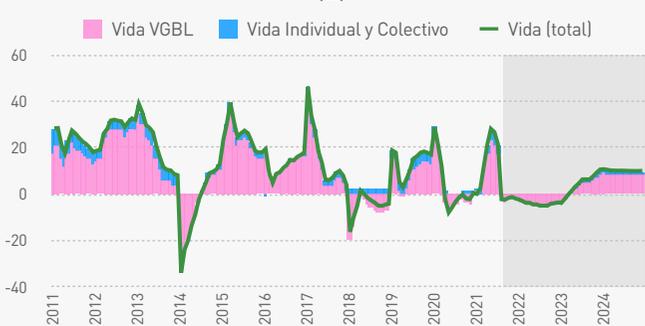
1/ Escenario base del modelo de fundamentales macroeconómicos

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Gráfica E
 Brasil: contribución al crecimiento
 Vida Riesgo y Vida Ahorro (escenario optimista)
 (%)

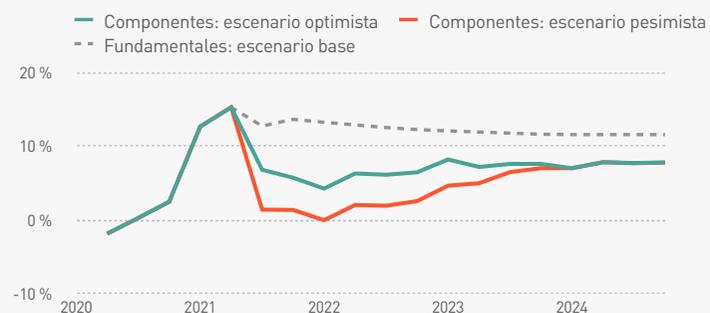


Gráfica F
 Brasil: contribución al crecimiento
 Vida Riesgo y Vida Ahorro (escenario pesimista)
 (%)

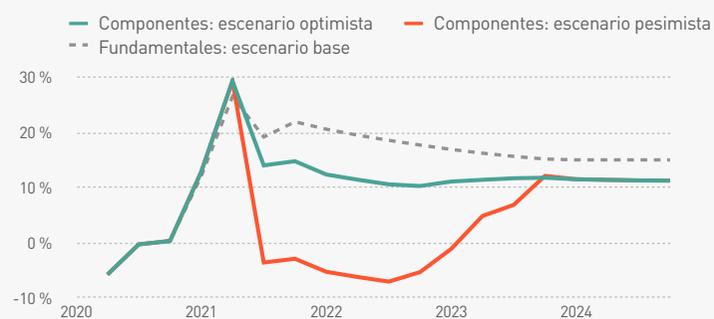


Fuente: MAPFRE Economics

Gráfica G
 Brasil: comparación de previsiones de modelos No Vida
 (a/a, %)



Gráfica H
 Brasil: comparación de previsiones de modelos Vida
 (a/a, %)



Fuente: MAPFRE Economics

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

normalización gradual del crecimiento de las primas, que lo conducirá a tasas cercanas al 6% a finales de 2021, fundamentalmente gracias a los efectos del componente acíclico (no Autos). El crecimiento de largo plazo de las primas en Brasil se situaría entre 8% y 9%, lo que indicaría un crecimiento nominal consistente con el crecimiento del consumo a largo plazo.

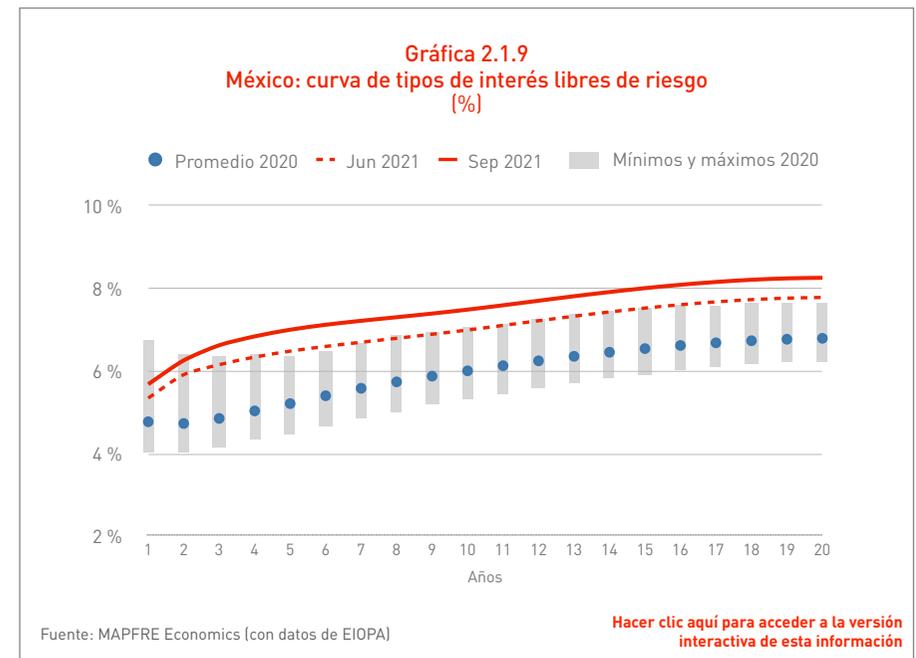
Si la pandemia no consiguiese controlarse, veríamos el componente cíclico hundirse aún más, lo que unido al menor dinamismo de los ramos a

cíclicos (no Autos) llevaría el crecimiento de las primas No Vida por debajo de la inflación y, por lo tanto, a una contracción real del negocio. La misma dinámica aplica al negocio Vida, donde además la búsqueda de liquidez ha sido enorme durante el 2020 (los rescates totales se han triplicado), por lo que en el escenario central aún vemos un crecimiento sostenido y cercano a 11%, mientras que en el alternativo el drenaje de liquidez y el hundimiento de la prima por plazo llevaría el crecimiento nominal de las primas a terreno negativo.

motivada por la pandemia. En la curva de tipos de interés libre de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8) se observa un nuevo desplazamiento paralelo con una fuerte subida respecto del nivel que presentaba la curva en el mes de junio, muy por encima de los niveles máximos alcanzados en el año previo en todos sus tramos. Este entorno de tipos de interés con mayores niveles y una importante prima por plazo positiva (que permite ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto) es altamente favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias que está experimentando un importante crecimiento en su volumen de negocio, alcanzando ya niveles por encima de los previos a la crisis provocada por la pandemia.

2.1.9 México

Las expectativas de crecimiento económico para México en 2021 anticipan un aumento del PIB en torno al 6,2% (tras el fuerte retroceso vivido en 2020 del -8,5%), lo que supone diferir la recuperación de su nivel de actividad previo a la pandemia hasta 2022, año en el que se prevé un crecimiento real del PIB del 3,0%. El precio del petróleo continúa alcanzando niveles



históricamente altos, lo que beneficia a la economía mexicana tanto desde la perspectiva de las exportaciones como de las cuentas públicas, a lo que se une la recuperación de la economía de los Estados Unidos, su principal socio comercial. El negocio de No Vida sigue apoyándose en el buen comportamiento de los seguros de salud, mientras que el negocio de autos comienza a dar síntomas de cierta recuperación en línea con la reactivación económica, aunque de momento no alcanza a recuperar los niveles de negocio anteriores a la crisis provocada por la pandemia. Sin embargo, el repunte de la inflación y la mayor siniestralidad de los seguros de salud y de autos a consecuencia de la reapertura de la economía puede incrementar la frecuencia y el coste de los siniestros, afectando de forma negativa a su rentabilidad.

Por otro lado, la tendencia de la inflación al alza no termina de ceder, lo que ha llevado al Banco de México a elevar por tercera vez en lo que va de año el tipo de interés oficial hasta el 4,75 % en el mes de septiembre, tras la subida hasta el 4,50% en el mes de agosto y el 4,25% fijado en el mes de junio. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de mercado producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9) se observa una subida en los tipos de interés en todos sus tramos y comienza a ganar una mayor pendiente positiva en vencimientos hasta los seis años. Este entorno de tipos de interés es altamente favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, que está mostrando una fuerte recuperación, al poder ofrecerse tipos mayores a diversos vencimientos y una prima por plazo positiva en los productos a medio y largo plazo, lo que se une a los efectos de la recuperación económica sobre los seguros de Vida riesgo, que han sufrido una mayor siniestralidad durante las peores fases de la pandemia, pero que ahora pueden verse beneficiados de una mayor demanda de protección contra el riesgo de fallecimiento.

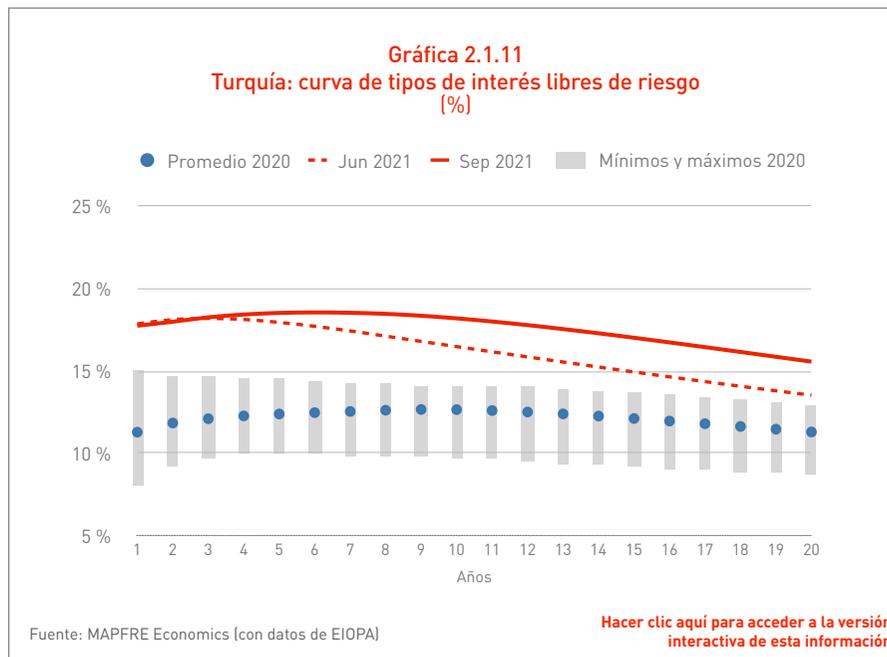
2.1.10 Argentina

En Argentina, las expectativas económicas para 2021 prevén un crecimiento real del PIB en el entorno del 7,6%, frente a la caída estimada en 2020 del -9,9%, lo que supone una notable revisión al alza de las estimaciones. Se trata de una recuperación parcial después de la abrupta caída sufrida a consecuencia de la pandemia, previéndose que vuelva a los niveles previos a la pandemia en el año 2022 (con un crecimiento del PIB real estimado en torno al 2,4%). La situación de la pandemia parece que empieza a mejorar y se ha acelerado el ritmo de las vacunaciones, lo que está estimulando el consumo privado y la inversión (que son los dos motores principales de su recuperación) y puede ayudar al desarrollo del mercado asegurador, muy ligado al comportamiento económico. La inflación continúa repuntando (52,1% en el tercer trimestre) y la moneda se mantiene en su senda de depreciación, lo que sigue afectando de forma negativa en la rentabilidad de las compañías aseguradoras.

El tipo de interés de referencia del banco central continúa sin cambios en el 38%, a pesar del repunte de la inflación, lo que complica la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro en un entorno de tipos de interés reales negativos en los que los activos financieros tradicionales en los que suelen invertir las entidades aseguradoras para respaldar los seguros de Vida no pueden compensar la pérdida de poder adquisitivo a consecuencia de la alta inflación. No obstante, la recuperación parcial de la economía prevista para este año podría constituir un factor que ayude al negocio de Vida riesgo que ha sufrido una mayor siniestralidad durante las peores fases de la pandemia, y que ahora puede verse beneficiado de una mayor demanda de protección contra el riesgo de fallecimiento y llevar a una cierta recuperación del negocio de Vida.

2.1.11 Turquía

Mejoran las expectativas para la economía turca en 2021, las cuales anticipan un crecimiento real del PIB en torno al 9,0%, frente al 1,8% de 2020 (una de las pocas economías del mundo que no retrocedió a consecuencia de la pandemia). Esto supone una importante revisión al alza del buen comportamiento que está teniendo la economía turca en los últimos trimestres, apoyada en el consumo interno y en las exportaciones, aunque se reducen a la baja las expectativas para 2022 con un crecimiento que se situaría en torno al 3,0%, por los problemas asociados a los desequilibrios estructurales de su economía (principalmente su deuda privada externa en dólares) que le hacen vulnerable a la debilidad de la lira turca, la cual se encuentra actualmente en una senda de depreciación



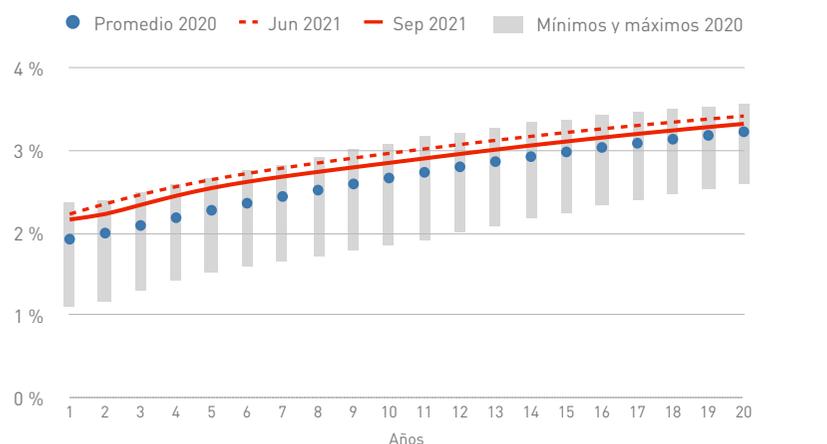
que se está agudizando en los últimos meses. Las buenas expectativas de crecimiento económico favorecen al negocio de No Vida que está experimentando notables crecimientos en los primeros meses del año.

El banco central redujo el tipo de interés oficial en su última reunión, a pesar del repunte de la inflación. Sin embargo, en las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11) puede observarse una subida en los tipos de interés libres de riesgo a partir de vencimientos superiores a los tres años, con una curva que ha ganado una ligera pendiente positiva en su tramo medio. Esto plantea un escenario de tipos de interés complejo a la hora de comercializar productos de seguros de Vida ahorro, por la incertidumbre en cuanto al movimiento de los tipos a corto y la escasa prima por plazo que puede ofrecerse en productos con mayor duración, lo que viene a perjudicar el desarrollo de este tipo de negocio. A esto se une un entorno de tipos de interés reales negativos, en los que los activos financieros tradicionales en los que suelen invertir las entidades aseguradoras para respaldar los seguros de Vida no pueden compensar la pérdida de poder adquisitivo a consecuencia de la alta inflación. No obstante, la fuerte recuperación de la economía turca prevista para este año podría ayudar al negocio de Vida riesgo y dar un mayor dinamismo al negocio de Vida.

2.1.12 China

En China, las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en torno al 8,0%, frente al crecimiento estimado en 2020 del 2,3%. Esto supone una revisión a la baja de las expectativas de actividad económica por la ralentización de su mercado inmobiliario y el repunte en los precios de la energía, situación que se extendería al año 2022 en el que se espera un crecimiento económico en torno al 5,4% (lo que supone una importante ralentización respecto al crecimiento previsto para este año). En cualquier caso, las expectativas continúan sugiriendo un robusto crecimiento económico en 2021, apoyado tanto en la demanda interna (especialmente en el consumo privado y en el gasto público) como en una

Gráfica 2.1.12
China: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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

importante recuperación de las exportaciones. Asimismo, el crecimiento económico esperado en 2021 favorecerá al sector asegurador cuyo negocio se ralentizó en 2020, una ralentización que afectó tanto a los seguros de No Vida como a los seguros de Vida (que crecieron en torno a la mitad del ritmo al que lo venían haciendo en el año previo).

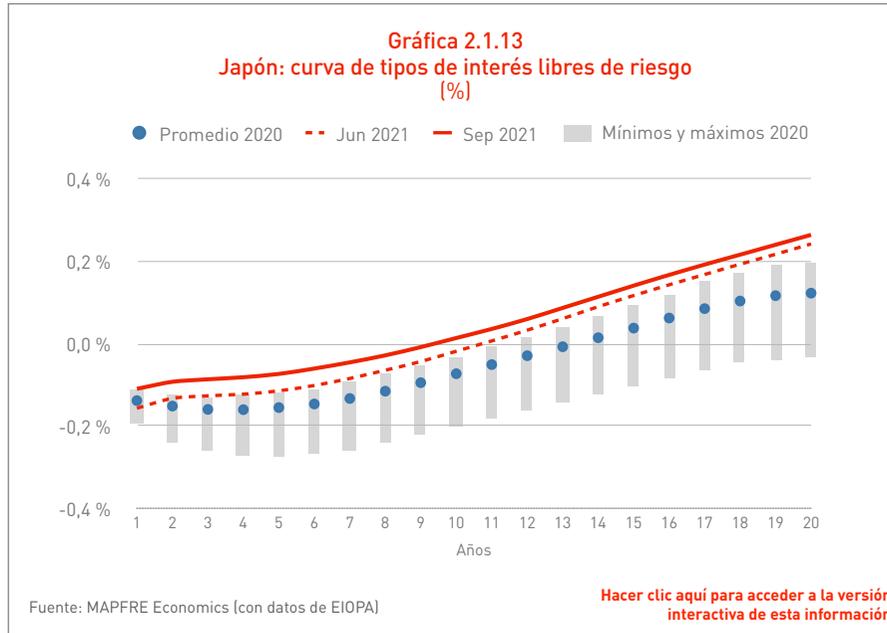
En cuanto al entorno de tipos de interés, la inflación en China es débil y no se espera ningún movimiento por parte del banco de china en su política monetaria acomodaticia. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12) se observa una cierta relajación en los tipos de interés conservando una pendiente positiva. Así, 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 la alta tasa de crecimiento económico prevista para este año tiene sobre este tipo de negocio. Por su parte, el crecimiento económico previsto para este año podría ayudar al negocio de Vida riesgo, que han sufrido una mayor siniestralidad durante las peores fases de la pandemia, pero que ahora pueden verse beneficiados de una mayor demanda de protección contra el riesgo de fallecimiento.

2.1.13 Japón

Las expectativas económicas en Japón para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en torno al 2,4%, frente a la fuerte contracción de la economía japonesa en 2020 del -4,7%, por lo que se estima tendrá que esperar hasta el año 2022 para recuperar los niveles previos a la crisis, año en el que se prevé un crecimiento del PIB del 2,8%. Las autoridades niponas han acelerado la vacunación, que ya cubre a amplias capas de la población, lo que ha permitido flexibilizar las medidas de restricción a la movilidad. Las expectativas de vuelta al crecimiento económico ayudarán a la recuperación del sector asegurador que, en 2020, sufrió una fuerte contracción que tuvo su origen en el negocio de Vida.

En las curvas de tipos de interés de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13) se aprecia una ligera recuperación de los tipos de interés libres de riesgo en todos los tramos de la curva, pero siguen presentando valores negativos para vencimientos hasta nueve años (frente a diez años del trimestre previo), si bien con una pendiente positiva que permite ofrecer una prima por plazo a partir de esos vencimientos, lo cual puede favorecer la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias. No obstante, los niveles de los tipos continúan deprimidos en un entorno sostenido de bajos tipos de interés que se estima se prolongará por largo tiempo, lo que sigue siendo un obstáculo para el desarrollo de las referidas líneas de negocio. Por otro lado, 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) han repuntado, pero continúan en niveles relativamente bajos por lo que siguen sin gozar de atractivo a efectos del desarrollo de este negocio.

2.1.14 Filipinas

En Filipinas, las expectativas económicas para 2021 prevén un crecimiento del PIB del 3,4%, frente a la abrupta caída del -9,6% de 2020. Esto supone una nueva revisión a la baja de las expectativas, esperándose una mejora de la situación en el año 2022 en el que se anticipa un crecimiento económico que podría situarse en torno al 7,1%. En esta revisión influye el efecto sobre su economía del repunte en el precio del petróleo y el hecho de no terminar de tener controlado el último brote agudo de la pandemia,

en un país con un nivel de vacunación todavía bajo. La perspectiva de una recuperación económica parcial en 2021 puede ayudar al sector asegurador, que resultó muy afectado por la fuerte contracción económica de 2020.

En relación con los seguros de Vida, el Banco Central de Filipinas sigue manteniendo el tipo de referencia de la política monetaria en el 2% (tras efectuar tres bajadas en el año 2020, desde el 4%) a pesar del repunte de la inflación. La rentabilidad del bono soberano a diez años se situaba en el 4,68% a finales de septiembre, con lo que la curva de tipos de interés vuelve a ganar pendiente, lo cual favorece la comercialización de los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder garantizar tipos a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto.

2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

Solvencia II: revisión del marco normativo

El 22 de septiembre de 2021, la Comisión Europea publicó su propuesta de reforma del marco normativo de Solvencia II⁵. Incluye una propuesta de modificación de la Directiva 2009/138/CE (Directiva de Solvencia II)⁶ que ha sido remitida a los colegisladores (Consejo y Parlamento Europeo) y ahora deberá someterse al proceso de discusión y aprobación por parte de estos, por lo que la publicación definitiva de la reforma en el Diario Oficial de la Unión Europea con las modificaciones de la propuesta que surjan de este proceso podría demorarse todavía varios meses.

El alcance de la reforma propuesta por la Comisión Europea es amplio, ya que introduce modificaciones importantes en relación con la aplicación de criterios de proporcionalidad, de los requerimientos de información, de las medidas para los productos con garantías a largo plazo, del riesgo relacionado con la sostenibilidad y de la calidad de la supervisión, incluida la supervisión de grupos y transfronteriza.

Además de la modificación de la Directiva, la propuesta de reforma contempla la necesidad de modificar la legislación delegada que configura el marco normativo, en particular el Reglamento Delegado (UE) 2015/35, matizando que dados los estrechos vínculos entre la Directiva de Solvencia II y su Reglamento Delegado será necesario modificar ambos actos para alcanzar todos los objetivos de la revisión. No obstante, la Comisión tendrá que esperar a la finalización del proceso legislativo antes de adoptar las modificaciones necesarias en el Reglamento Delegado. Dada la importancia de los aspectos objeto de la reforma, los cuales requerirán la introducción de modificaciones en esta legislación delegada, la Comisión se compromete a colaborar con los Estados miembros, el Parlamento Europeo y otras partes interesadas para iniciar sin demora los debates sobre el posible contenido de estas modificaciones.

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
Estados Unidos	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,8	4,3	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,0	0,3
Eurozona	2,8	1,8	1,5	-6,5	5,0	4,3	2,8	1,8	1,5	-6,5	4,7	1,2
Alemania	3,0	1,1	1,1	-4,9	3,1	4,4	3,0	1,1	1,1	-4,9	2,2	0,8
Francia	2,3	1,8	1,8	-8,0	6,3	3,9	2,3	1,8	1,8	-8,0	6,0	3,0
Italia	1,7	0,8	0,4	-9,0	6,2	4,6	1,7	0,8	0,4	-9,0	5,8	1,9
España	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,7	6,2	3,0	2,3	2,1	-10,8	4,9	2,9
Reino Unido	2,1	1,7	1,7	-9,7	6,9	5,5	2,1	1,7	1,7	-9,7	6,5	2,6
Japón	1,7	0,6	0,0	-4,7	2,4	2,8	1,7	0,6	0,0	-4,7	1,9	-0,3
Mercados emergentes	4,8	4,5	3,7	-2,1	6,4	5,1	4,8	4,5	3,7	-2,1	6,0	2,5
América Latina¹	1,3	1,2	0,2	-7,0	6,3	3,1	1,3	1,2	0,2	-7,0	5,9	1,8
México	2,3	2,2	-0,2	-8,5	6,2	3,0	2,3	2,2	-0,2	-8,5	6,0	-0,1
Brasil	1,6	1,7	1,4	-4,4	5,2	1,7	1,6	1,7	1,4	-4,4	4,8	-1,0
Argentina	2,8	-2,6	-2,0	-9,9	7,6	2,4	2,8	-2,6	-2,0	-9,9	7,0	-1,3
Emergentes europeos²	4,1	3,4	2,5	-2,0	6,0	3,6	4,1	3,4	2,5	-2,0	5,0	1,1
Turquía	7,5	3,0	0,9	1,8	9,0	3,0	7,5	3,0	0,9	1,8	8,5	-0,8
Asia Pacífico³	6,6	6,4	5,4	-0,9	7,2	6,3	6,6	6,4	5,4	-0,9	6,8	4,3
China	6,9	6,7	6,0	2,3	8,0	5,4	6,9	6,7	6,0	2,3	7,6	3,1
Indonesia	5,1	5,2	5,0	-2,1	3,3	6,3	5,1	5,2	5,0	-2,1	2,9	2,5
Filipinas	6,9	6,3	6,1	-9,6	3,4	7,1	6,9	6,3	6,1	-9,6	2,9	3,9
Mundo	3,8	3,6	2,8	-3,1	5,9	4,9	3,8	3,6	2,8	-3,1	5,5	4,6

Fuente: MAPFRE Economics

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)
Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
Estados Unidos	2,1	1,9	2,3	1,4	5,2	2,6	2,1	1,9	2,3	1,4	5,8	2,8
Eurozona	1,4	1,9	1,0	-0,3	3,7	1,4	1,4	1,9	1,0	-0,3	4,7	1,1
Alemania	1,4	1,6	1,5	-0,2	4,5	1,5	1,4	1,6	1,5	-0,2	5,5	1,2
Francia	1,2	2,1	1,3	0,5	2,0	1,6	1,2	2,1	1,3	0,5	2,2	2,1
Italia	0,9	1,1	0,5	-0,2	3,8	1,0	0,9	1,1	0,5	-0,2	4,6	0,2
España	1,1	1,2	0,8	-0,5	4,7	1,0	1,1	1,2	0,8	-0,5	5,4	0,5
Reino Unido	2,7	2,0	1,3	0,8	4,0	2,7	2,7	2,0	1,3	0,8	4,6	2,9
Japón	0,6	0,9	0,5	-0,9	0,9	-0,4	0,6	0,9	0,5	-0,9	0,6	-0,6
Mercados emergentes	4,4	4,9	5,1	5,1	5,5	4,9	4,4	4,9	5,1	5,1	5,6	5,3
América Latina ¹	6,3	6,6	7,7	6,4	9,3	7,8	6,3	6,6	7,7	6,4	11,0	9,0
México	6,8	4,8	2,8	3,2	6,4	3,7	6,8	4,8	2,8	3,2	7,0	4,6
Brasil	2,9	3,7	4,3	4,5	8,5	4,6	2,9	3,7	4,3	4,5	9,3	5,8
Argentina	23,3	47,4	52,2	36,4	50,8	37,6	23,3	47,4	52,2	36,4	51,7	40,7
Emergentes europeos ²	5,6	6,4	6,6	5,4	8,4	7,1	5,6	6,4	6,6	5,4	8,6	7,5
Turquía	11,9	20,3	11,8	14,6	18,3	13,8	11,9	20,3	11,8	14,6	20,1	14,2
Asia Pacífico ³	2,4	2,7	3,3	3,1	2,3	2,7	2,4	2,7	3,3	3,1	2,8	3,0
China	1,8	2,2	4,3	0,1	2,5	2,9	1,8	2,2	4,3	0,1	3,3	3,4
Indonesia	3,5	3,3	2,7	1,6	2,3	3,4	3,5	3,3	2,7	1,6	2,8	5,8
Filipinas	3,0	5,9	1,5	3,1	4,5	3,0	3,0	5,9	1,5	3,1	5,4	4,8
Mundo	3,2	3,6	3,5	3,2	4,4	3,8	3,2	3,6	3,5	3,2	4,6	4,0

Fuente: MAPFRE Economics

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)
 Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
Estados Unidos	2,40	2,69	1,92	0,93	1,82	2,63	2,40	2,69	1,92	0,93	2,00	2,68
Eurozona	1,13	1,17	0,32	-0,19	0,27	0,79	1,13	1,17	0,32	-0,19	1,04	1,92

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
USD-EUR	0,83	0,87	0,89	0,81	0,87	0,83	0,83	0,87	0,89	0,81	0,87	0,86
EUR-USD	1,20	1,15	1,12	1,23	1,15	1,20	1,20	1,15	1,12	1,23	1,15	1,17
GBP-USD	1,35	1,28	1,32	1,36	1,36	1,41	1,35	1,28	1,32	1,36	1,34	1,37
USD-JPY	112,90	110,83	109,12	103,54	111,83	110,78	112,90	110,83	109,12	103,54	102,82	108,22
USD-CNY	6,51	6,88	6,99	6,52	6,42	6,36	6,51	6,88	6,99	6,52	6,64	6,44

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
Estados Unidos	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	0,50	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	0,00
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	3,25	3,30	3,25	2,95	2,95	3,01	3,25	3,30	3,25	2,95	2,85	2,73

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 18 octubre 2021.

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

Índice de gráficas, tablas y recuadros

Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Global: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción	13
Gráfica 1.1.1-b	Desarrollados y emergentes: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción	14
Gráfica 1.1.1-c	Países seleccionados: índice de restricción vs aplicación de vacunas	14
Gráfica 1.1.1-d	Global: comportamiento de los PMIs	15
Gráfica 1.1.1-e	Global: inventarios de crudo comparados con históricos, 2016-2021	16
Gráfica 1.1.1-f	Índices de materias primas	16
Gráfica 1.1.1-g	Mercados emergentes: prima de riesgo emergente	21
Gráfica 1.1.1-h	Mercados emergentes: flujos de inversión de cartera	21
Gráfica 1.1.1-i	Global: aversión al riesgo (VIX)	21
Gráfica 1.1.1-j	Global: crecimiento del PIB real	31
Gráfica 1.1.2	Vulnerabilidades y riesgos globales	32
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	36
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	36
Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva	37
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	39
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	39
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva	40
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	42
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	42
Gráfica 1.2.3-c	España: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva	43
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	44
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	44
Gráfica 1.2.4-c	Alemania: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva	45
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	47

Gráfica 1.2.5-b Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 47

Gráfica 1.2.5-c Italia: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 48

Gráfica 1.2.6-a Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB 50

Gráfica 1.2.6-b Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 50

Gráfica 1.2.6-c Reino Unido: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 51

Gráfica 1.2.7-a Japón: descomposición y previsiones del PIB 52

Gráfica 1.2.7-b Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 52

Gráfica 1.2.7-c Japón: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 53

Gráfica 1.2.8-a Turquía: descomposición y previsiones del PIB 55

Gráfica 1.2.8-b Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 55

Gráfica 1.2.8-c Turquía: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 56

Gráfica 1.2.9-a México: descomposición y previsiones del PIB 57

Gráfica 1.2.9-b México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 57

Gráfica 1.2.9-c México: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 58

Gráfica 1.2.10-a Brasil: descomposición y previsiones del PIB 60

Gráfica 1.2.10-b Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 60

Gráfica 1.2.10-c Brasil: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 61

Gráfica 1.2.11-a Argentina: descomposición y previsiones del PIB 63

Gráfica 1.2.11-b Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 63

Gráfica 1.2.11-c Argentina: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 64

Gráfica 1.2.12-a China: descomposición y previsiones del PIB 65

Gráfica 1.2.12-b China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 65

Gráfica 1.2.12-c China: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 66

Gráfica 1.2.13-a Indonesia: descomposición y previsiones del PIB 68

Gráfica 1.2.13-b Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 68

Gráfica 1.2.13-c Indonesia: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 69

Gráfica 1.2.14-a Filipinas: descomposición y previsiones del PIB 71

Gráfica 1.2.14-b Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 71

Gráfica 1.2.14-c Filipinas: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 72

Gráfica 2.1.2 Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo 74

Gráfica 2.1.6 Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo 86

Gráfica 2.1.7 Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo 87

Gráfica 2.1.8 Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo 88

Gráfica 2.1.9	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	97
Gráfica 2.1.11	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	99
Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	100
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	101

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	36
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	44
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	47
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	50
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	52
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	55
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	57
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	60
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	63
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	65
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	68
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	71
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto	103
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación	104
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	105
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio	105
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia	105

Recuadros

Recuadro 1.1.1-a	Análisis de vulnerabilidad emergente: evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI)	17
Recuadro 1.1.1-b	Crisis energética e inflación: ¿una relación permanente o transitoria?	22
Recuadro 1.1.1-c	Actualización de política monetaria	28
Recuadro 2.1.5	España: actualización de previsiones de crecimiento de primas	77
Recuadro 2.1.8	Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas	89

Referencias

- 1/ Véase: MAPFRE Economics (2021), *Panorama económico y sectorial 2021: perspectivas hacia el tercer trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 2/ 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>
- 3/ Véase: Oxford Covid-19 Government Response Tracker (OxCGRT), en: <https://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/covid-19-government-response-tracker>
- 4/ Datos de ICEA, extraídos de una muestra de 145 entidades con una cuota de mercado del 95,8%.
- 5/ Véase: https://ec.europa.eu/info/publications/210922-solvency-2-communication_en
- 6/ Véase: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:da66a00c-1c51-11ec-b4fe-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF

Otros informes de MAPFRE Economics

MAPFRE Economics (2021), *El mercado asegurador latinoamericano en 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *El mercado español de seguros en 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *Sistemas de pensiones en perspectiva global*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *Inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *Panorama económico y sectorial 2021*, 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 (2019), *Envejecimiento poblacional*, 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.

AVISO

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

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

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

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

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid