



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2021:
PERSPECTIVAS HACIA
EL TERCER TRIMESTRE

MAPFRE Σconomics

**Panorama económico
y sectorial 2021:
perspectivas hacia el
tercer 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 tercer 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

Julio, 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

Daniel Santos Torres

Clara Soutullo Rodríguez

Lourdes Sánchez Iza

David Esteban Montes Rojas

Jaime Rebolledo Gutiérrez

Contenido

Resumen ejecutivo	9
1. Panorama económico	
1.1 El panorama económico global	13
1.1.1 El inicio de la recuperación	13
1.1.2 Balance de riesgos	26
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	29
1.2.1 Estados Unidos	29
1.2.2 Eurozona	32
1.2.3 España	35
1.2.4 Alemania	38
1.2.5 Italia	41
1.2.6 Reino Unido	43
1.2.7 Japón	46
1.2.8 Turquía	48
1.2.9 México	51
1.2.10 Brasil	54
1.2.11 Argentina	56
1.2.12 China	59
1.2.13 Indonesia	61
1.2.14 Filipinas	62

2. Panorama sectorial	
2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización.	67
2.1.1 Mercados globales	67
2.1.2 Eurozona	67
2.1.3 Alemania	69
2.1.4 Italia	69
2.1.5 España	69
2.1.6 Reino Unido	79
2.1.7 Estados Unidos	80
2.1.8 Brasil	81
2.1.9 México	81
2.1.10 Argentina	91
2.1.11 Turquía	91
2.1.12 China	92
2.1.13 Japón	92
2.1.14 Filipinas	93
2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión ...	94

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas	107
--	-----

Índice de gráficas, tablas y recuadros	111
---	-----

Referencias	115
--------------------------	-----

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2021: perspectivas hacia el tercer trimestre

Panorama económico

La evolución de la pandemia del Covid-19 sigue siendo el condicionante principal para la reactivación económica en las diferentes regiones del mundo. Las cifras de casos mundiales de contagios han vuelto casi a sus mínimos de marzo, aunque con la reciente tendencia a un ligero repunte. Esta tendencia es menos acusada en los países desarrollados, en tanto que en los países emergentes, a pesar de haberse superado el pico de mayo, los contagios se mantienen relativamente altos. De la mano de este comportamiento en el número de contagios, la tendencia de los países más avanzados ha sido a la reducción de los niveles de restricción a la movilidad y contacto social, en tanto que en los países emergentes estas restricciones se han mantenido prácticamente inalteradas desde inicios del año.

En este contexto, en el escenario base considerado en este informe se ha mantenido la previsión de crecimiento del PIB mundial para 2021 hasta el 6,0%, y se sigue esperando un saludable aumento del 4,4% en 2022. Así, las perspectivas de crecimiento económico mundial, tanto este año como el próximo, siguen estando respaldadas por la reciente evolución de la actividad. Se espera un fuerte repunte del crecimiento

mundial a medida que China recupere el impulso y que las economías avanzadas se vayan beneficiando de la relajación de las restricciones a la actividad y, por tanto, de la liberalización de la demanda de los hogares. En los mercados emergentes, debido al aumento de los contagios, el crecimiento se verá ralentizado con previsión de mejora en el segundo semestre.

Según las encuestas empresariales, la economía mundial continúa su reequilibrio alejándose de la industria, en favor de los servicios. Para reflejar el fortalecimiento de la recuperación, los cuellos de botella de la oferta y las crecientes presiones de los costes, las previsiones de inflación se sitúan en una media del 3,5% este año, una aceleración con pocos comparables desde hace una década. No obstante, aún se prevé que esta tendencia será transitoria y que, en la mayoría de las economías, el actual aumento de la inflación responde a una dinámica temporal de la oferta y la demanda, y que empezará a remitir a medida que nos acerquemos a 2022.

En relación con los movimientos de mercado y los cambios de perspectiva económica que se han producido durante estos últimos meses, cabe destacar el panorama económico en Estados Unidos, donde la mejora de las condiciones de salud, el repunte del empleo (que se prevé volverá a principios del 2022 a tasas cercanas a las que había en 2019) y el generoso estímulo fiscal, entre otros factores, contribuirán a dar un gran impulso a su economía. Respecto a la inflación en esa

economía, se observa un repunte con algo de histéresis en 2021, que se prolongará hasta entrado el 2022. En la Eurozona, la mejora de la situación sanitaria ha ayudado a suavizar las restricciones permitiendo la reapertura de sectores como el de la hostelería y el comercio minorista no esencial, animando así al consumo y elevando las perspectivas de los puntos turísticos de Europa. Todo ello apunta a un fuerte aumento del PIB durante el segundo y tercer trimestre de este año 2021. La inflación, por su parte, podría alcanzar el 2,5% en el segundo semestre, impulsada por el aumento de los precios de hostelería, los cuellos de botella de la oferta y los efectos de base. En los países emergentes, aunque la visión central continúa siendo que recuperarán el pulso en el crecimiento, solo unos pocos han logrado controlar los brotes del Covid-19 y, en consecuencia, el crecimiento intertrimestral en el segundo trimestre será menor que en el primero, marcando así grandes diferencias entre ellos. La fuerte recuperación económica a nivel mundial activará tanto la industria de los mercados emergentes como las perspectivas de exportación, beneficiando a los productores de las materias primas con el repunte de precios y, por otro lado, se espera el endurecimiento de las políticas monetarias en algunos de estos países debido al aumento de las presiones inflacionarias y la compensación de las amplias brechas de producción.

Panorama sectorial

En términos generales, continúan mejorando las expectativas para la economía y los mercados aseguradores a nivel global, con un nivel de incertidumbre moderado a pesar de los problemas puntuales que se están produciendo con las nuevas variantes del virus. Los bancos centrales siguen desplegando políticas monetarias ultra acomodaticias y las autoridades fiscales los extensos paquetes de ayuda (dando apoyo a la economía global y a los mercados financieros), con la excepción de algunas economías emergentes que están viviendo un repunte de la inflación y tienen agotada su capacidad fiscal, lo que les está obligando a

revertir algunas de las medidas previamente adoptadas, por lo que la recuperación será desigual.

De esta forma, buena parte de los mercados emergentes (excluyendo a China) se encuentran en estos momentos en una fase más retrasada de la recuperación y de la lucha contra la pandemia, con un ritmo de vacunación que sigue siendo lento. Esto contrasta con lo que ocurre en la mayor parte de los mercados desarrollados en los que se ha producido un gran avance en los planes de vacunación, que se ha visto reflejado en una drástica reducción del número de hospitalizaciones y de fallecimientos por Covid-19, y que está permitiendo levantar parte de las restricciones a la movilidad. Las amplias medidas de apoyo monetario y fiscal implementadas han servido de gran ayuda a los mercados aseguradores, los cuales han mostrado una resistencia durante esta crisis superior a la de anteriores crisis globales. Los últimos datos publicados vienen a confirmar que el negocio de Vida ha sido el que más ha sufrido de forma prácticamente generalizada a consecuencia de la pandemia, junto con algunos segmentos importantes del negocio de No Vida como el de Autos, lo que se ha visto compensado parcialmente con el buen comportamiento de otros segmentos de negocio, principalmente los seguros de Salud. No obstante, el negocio asegurador ya empieza a dar claros síntomas de recuperación.

Las perspectivas de vuelta al crecimiento económico están ayudando a la recuperación de los mercados aseguradores, y las subidas de tipos de interés que se han producido en algunos mercados emergentes han creado un entorno favorable para la comercialización de productos de Vida ahorro y rentas vitalicias. En España, en particular, la vuelta al crecimiento económico y la mejora de las expectativas se están trasladando al mercado asegurador, que está experimentando crecimientos significativos en términos interanuales. Las primas del negocio de Vida estarían creciendo a un ritmo cercano a los dos dígitos, recuperándose el crecimiento tanto de las primas de los seguros de Vida

riesgo como las de Vida ahorro, aunque estas últimas quedarían todavía lejos de los niveles pre-crisis.

Por último, cabe destacar que, durante el segundo trimestre de 2021, los principales grupos aseguradores de la Unión Europea han publicado su "Informe sobre la Situación Financiera y Solvencia" (*Solvency and Financial Condition Report*, SFCR) correspondiente al ejercicio de 2020. Se trata del quinto de estos informes que han sido divulgados por dichas entidades desde que se encuentra en vigor el nuevo marco armonizado de regulación de Solvencia II. Del análisis de la información correspondiente a los 16 mayores grupos se desprende que su situación es saneada, con unos ratios de solvencia que superan ampliamente los mínimos regulatorios.

1. Panorama económico

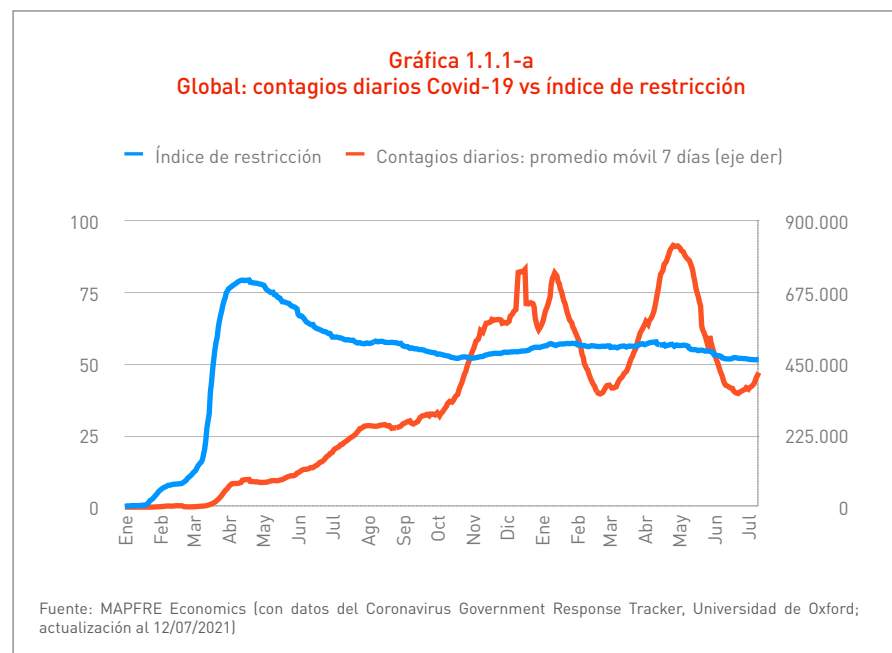
1.1 El panorama económico global

1.1.1 El inicio de la recuperación

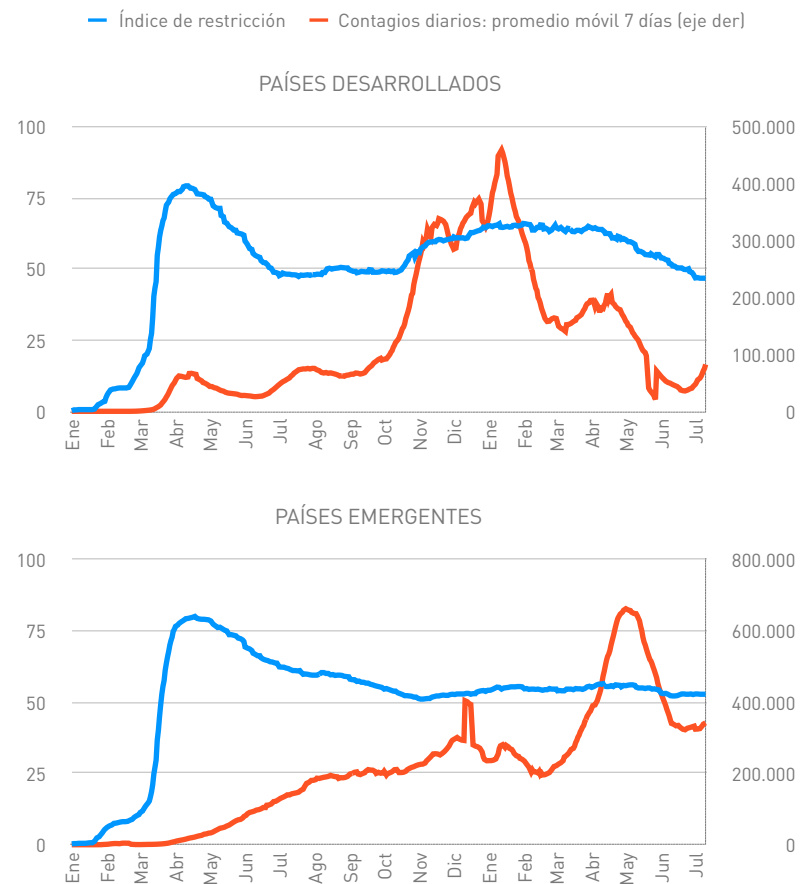
El entorno global

Como se apuntaba en nuestro informe trimestral previo¹, la evolución de la pandemia sigue siendo el condicionante principal para la reactivación económica en las diferentes regiones del mundo. En este sentido, las noticias recientes sobre los casos de Covid-19 han sido positivas, ya que las cifras de casos mundiales han vuelto casi a sus mínimos de marzo (aunque con la tendencia a un ligero repunte), con un promedio de 424 mil contagios diarios². La tendencia parece ser mucho mejor en los países desarrollados, donde los contagios están en niveles de octubre de 2020 (82 mil contagios diarios), en tanto que en los países emergentes, a pesar de haberse superado el pico histórico de mayo (662 mil contagios diarios), los contagios se mantienen relativamente altos, con un promedio diario de 342 mil. De la mano de este comportamiento en el número de contagios, la tendencia de los países más avanzados ha sido a la reducción de los niveles de restricción a la movilidad y contacto social, en tanto que en los países emergentes estas restricciones se han mantenido prácticamente inalteradas desde inicios del año (véanse las Gráficas 1.1.1-a y 1.1.1-b). De esta forma, algunos países como Estados Unidos, Reino Unido, Francia, España, Italia, Países Bajos, Suiza y Suecia presentan altos niveles de

vacunación asociados a un levantamiento gradual de las restricciones, mientras que otros, como India, Perú, Filipinas, Argentina, Colombia, Irán, Indonesia y Brasil, mantienen un bajo alcance de la vacunación y altos niveles de restricción (véase la Gráfica 1.1.1-c).

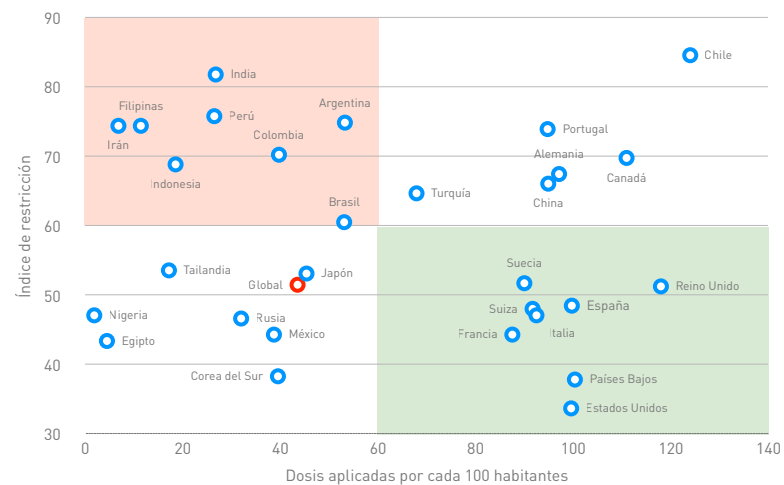


Gráfica 1.1.1-b
Desarrollados y emergentes: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción



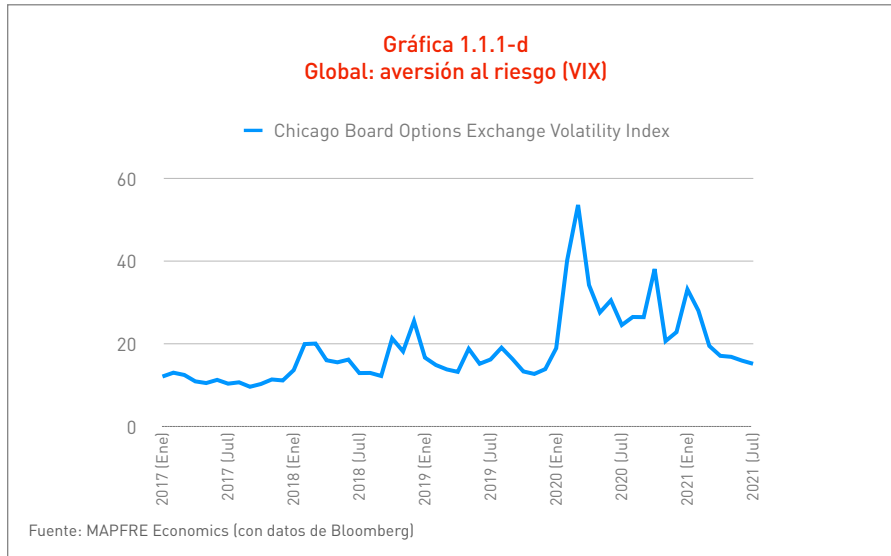
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización al 12/07/2021)

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



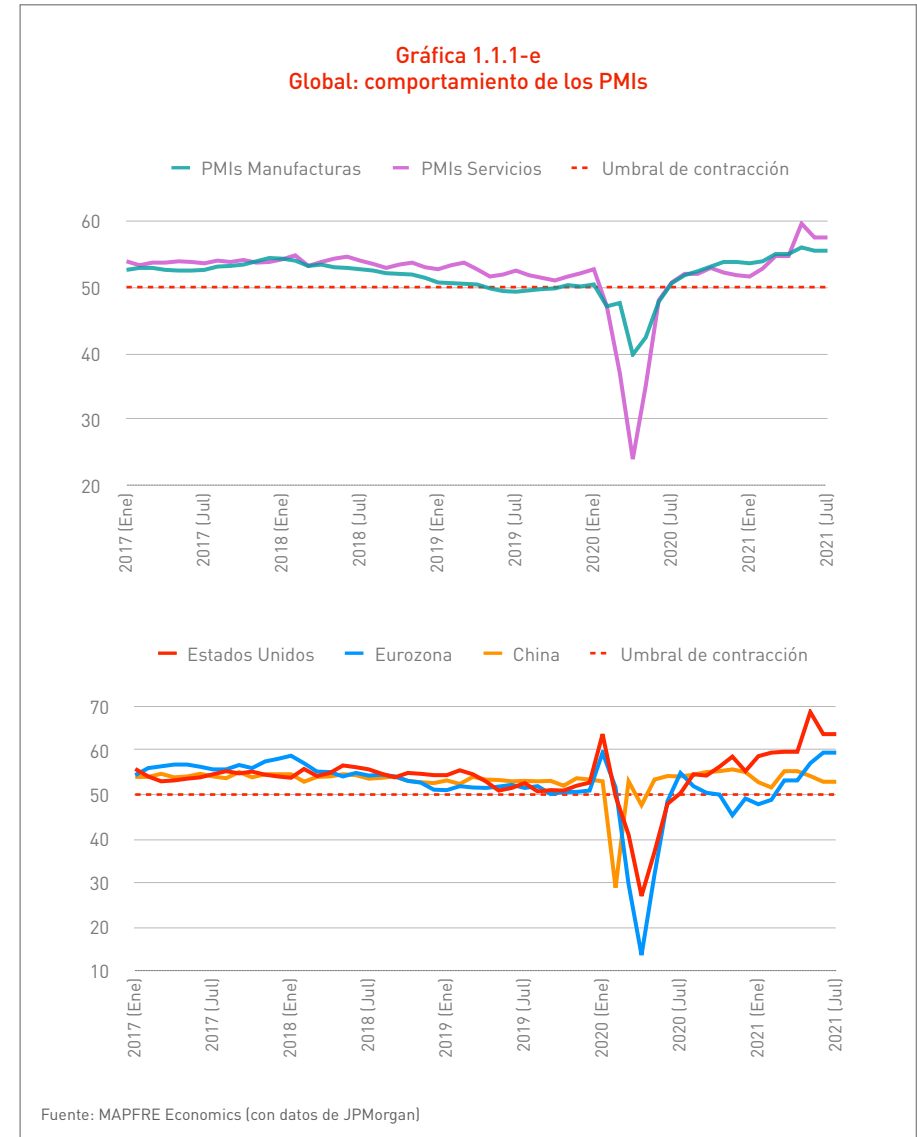
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización al 12/07/2021)

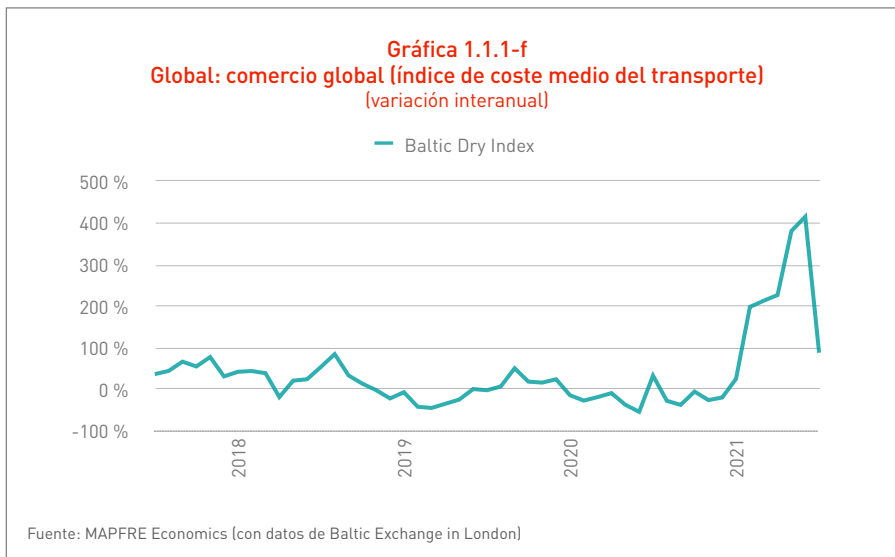
Así, los datos económicos han seguido superando sistemáticamente al alza las expectativas de los economistas. Consecuentemente, los indicadores de aversión al riesgo global, como el VIX, se ubican ya prácticamente en niveles de finales del 2019 (véase la Gráfica 1.1.1-d). Asimismo, las encuestas empresariales indican que continúa el saludable reequilibrio de la economía mundial, que se aleja de la industria y se acerca a los servicios. El índice de gestores de compras (PMI) de servicios mundial se mantiene ya cómodamente por delante del índice de manufacturas, y la recuperación de los niveles de actividad se observa ya no solo en China, sino también en los Estados Unidos y la Eurozona (véase la Gráfica 1.1.1-e)



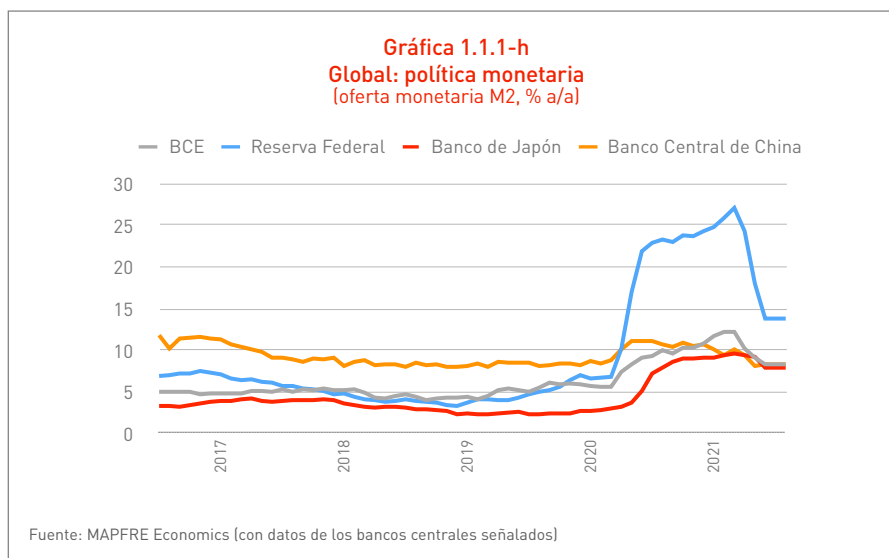
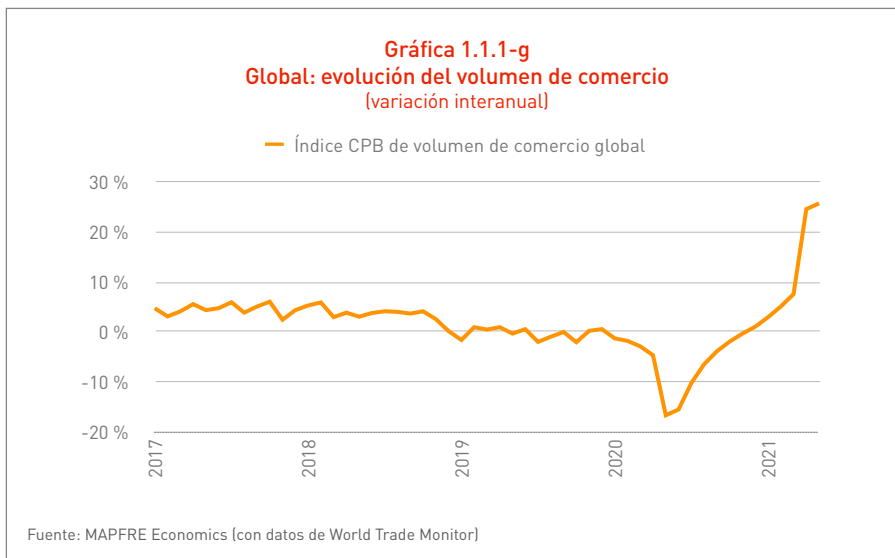
Los datos de alta frecuencia hacen esperar un fuerte repunte del crecimiento mundial en el segundo trimestre, a medida que la economía china recupere el impulso y las economías avanzadas se beneficien de la relajación de las restricciones a la actividad y la consiguiente liberación de la demanda reprimida de los hogares. El efecto del tirón en la actividad de china comienza a verse reflejado en los índices de comercio mundial y precios de manufacturas (véanse las Gráficas 1.1.1-f y 1.1.1-g).

En los mercados emergentes exChina, es probable que el crecimiento del PIB se ralentice en el segundo trimestre de año debido al aumento de los casos de Covid-19, sobre todo en la India; no obstante, el crecimiento debería comenzar a mejorar en el segundo semestre. Por otra parte, menor crecimiento y repuntes en la aversión al riesgo podrían repercutir en una nueva fase de debilidad de las monedas, pero más tibia gracias al ajuste sufrido en 2019 y 2020 sobre su balanza de pagos (véase el Recuadro 1.1.1-a).





En este contexto, en nuestro escenario base, hemos mantenido nuestra previsión de crecimiento del PIB mundial para 2021 hasta el 6,0%, y seguimos esperando un saludable aumento del 4,4% en 2022. Nuestras perspectivas de crecimiento económico mundial, tanto este año como el próximo, siguen estando respaldadas por la reciente evolución de la actividad (véase la Tabla A-1 en el apéndice de este informe).



Por otra parte, se mantienen también nuestras previsiones de inflación reflejando el fortalecimiento de la recuperación, los cuellos de botella de la oferta y las crecientes presiones de los costes. A nivel global, se espera que la inflación se sitúe en una media del 3,5% este año, una aceleración con pocos comparables desde hace una década. No obstante, aún prevemos que esta tendencia será transitoria. En la mayoría de las economías, seguimos creyendo que el actual aumento de la inflación responde a una dinámica temporal de la oferta y la demanda, y que empezará a remitir a medida que nos acerquemos a 2022. Esta

Recuadro 1.1.1-a
Volatilidad cambiaria emergente

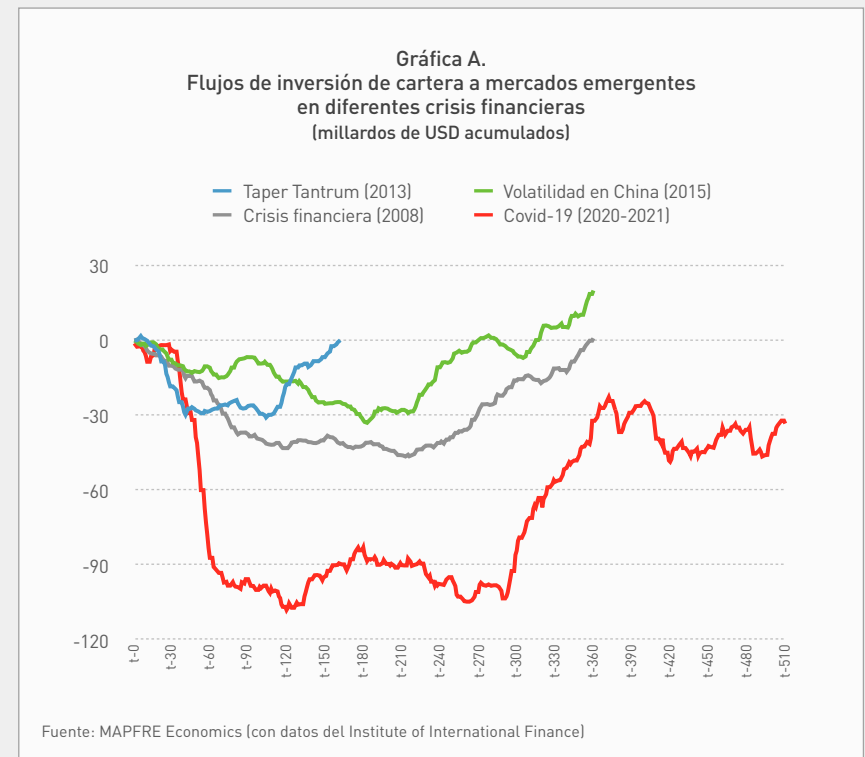
Volatilidad cambiaria

Los mercados emergentes (en particular, los países latinoamericanos), cuyo desempeño fue positivo hasta la entrada de la pandemia, a inicios de marzo sufrieron de forma directa el entorno de aversión al riesgo global en los mercados con sus índices de renta variable en contracción intensa, diferenciales soberanos al alza y tipos de cambio depreciándose sustancialmente. En términos de flujos de capitales, y hasta finales de marzo, las salidas de cartera mostraron salidas netas superiores a los de eventos de volatilidad pasados (véanse las Gráficas A y B).

Sin embargo, la rápida acomodación fiscal y monetaria, tanto en países avanzados como emergentes, sirvió de estabilizador contracíclico permitiendo estabilizar los efectos del *shock*. En los meses posteriores, y hasta la primera mitad de 2020, volvieron a retomarse las emisiones de deuda, las salidas de capitales cesaron e incluso revertieron de forma selectiva, y los abruptos movimientos experimentados en los tipos de cambio se estabilizaron; estos últimos, en parte, debido a un punto de partida de tipos de cambio reales más depreciados como resultado de la dinámica previa de tensiones comerciales y una posición de reservas relativamente robusta (véase la Gráfica C).

En la segunda mitad de 2020, y una vez superada una primera fase, las dinámicas negativas registradas volvieron a aparecer de manera selectiva pese a haberse recuperado algo de movilidad y apreciarse crecientes contribuciones de la demanda externa. Más aun, las dinámicas acaecen en un contexto en el que tras el ajuste por cuenta corriente sufrido en la primera mitad de año la balanza de pagos de la región no presentaba desequilibrios por primera vez en una década (véase la Gráfica D).

La fuerte depreciación de algunas monedas (como la brasileña o la colombiana) tuvieron adicionalmente el catalizador de factores idiosincráticos que acrecentaron la percepción de riesgo en el país. Concretamente, el descontento social de Colombia, la tensión derivada de



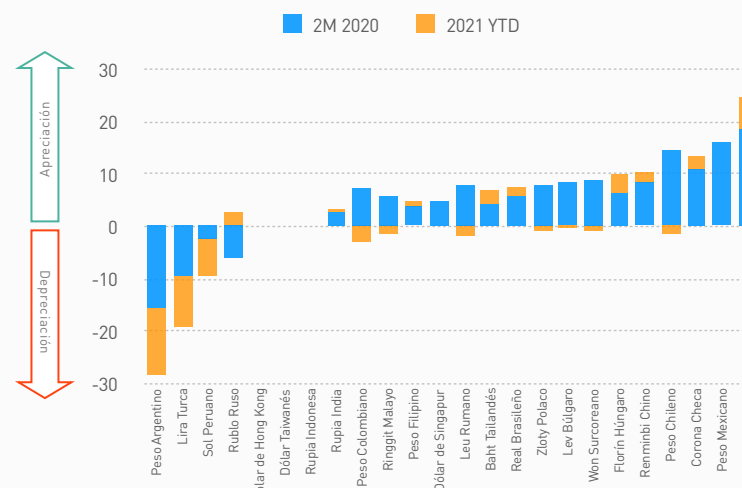
Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Volatilidad cambiaria emergente

Gráfica B.
EMBI en diferentes crisis financieras
(índice EMBI)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de JP Morgan vía Bloomberg)

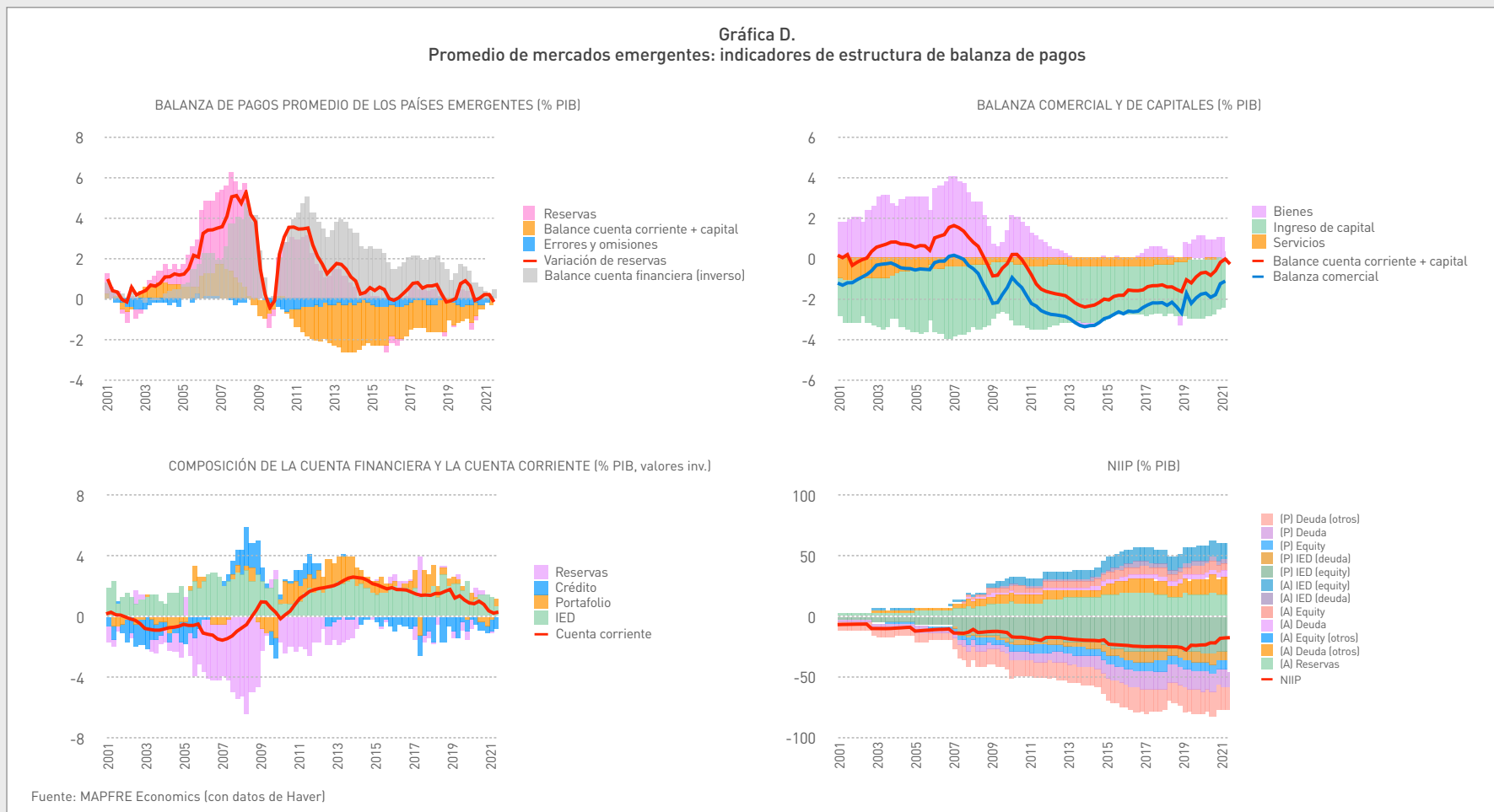
Gráfica C.
Mercados emergentes seleccionados:
cambio del valor de moneda local vs USD
(%, 2M 2020 vs 2021 YTD)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Volatilidad cambiaria emergente

Gráfica D.
Promedio de mercados emergentes: indicadores de estructura de balanza de pagos



Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Volatilidad cambiaria emergente

las elecciones en Perú y el *shock* regional que supuso la variante brasileña del Covid-19, fueron algunos de los factores que contribuyeron a la fuerte depreciación selectiva de estas monedas durante la segunda mitad de 2020. Más allá del efecto diferencial e idiosincrático de algunos países, un factor determinante fue la incapacidad de recuperar el terreno perdido, al no poderse sumar a los beneficios de la cadena de valor global a medida que el mundo entraba en una nueva fase (más laxa) de contención. Por último, la depreciación fue más acusada donde el espacio fiscal para contrarrestar el *shock* del Covid-19 fue más exiguo. Países como Brasil, Argentina y Colombia han tenido problemas de sostenibilidad fiscal y previsional. Así, el efecto en sus monedas se vio en parte influido por esto, máxime siendo países que no pudieron sumarse a la reignición del ciclo de precios de materias primas energéticas y metalíferas.

En 2021, América Latina continúa enfrentado un contexto económico que sigue siendo complejo e incierto. La pandemia de Covid-19 continuó impactando en la región debido a nuevas oleadas de casos que han llevado a la reintroducción de medidas de distanciamiento social para frenar la propagación del virus, a la espera de avanzar en el proceso de vacunación que aún se encuentra en etapas iniciales. Bajo este contexto, la recuperación de la actividad económica se mantiene positiva, aunque con intensidad limitada, apoyada en el aumento del precio de las materias primas, en condiciones globales de financiación aún favorables y en un retorno de los flujos de capitales que, aunque en positiva recuperación, continúan lejos de los niveles previos a la pandemia. Con ello, la fragilidad de la recuperación económica no es solo incierta, sino en gran medida desigual debido a un impacto inicial asimétrico y brechas estructurales que descansan sobre distintas vulnerabilidades entre las que cabe destacar la posición de balanza de pagos, poniendo el relieve el estado de situación de

las cuentas corriente, de capital y financiera, y su dependencia a los movimientos de capitales.

De forma general, y dado el esfuerzo institucional realizado durante 2020, las mayores economías latinoamericanas muestran una situación fiscal más deteriorada, con unos niveles de deuda externa (tanto privada como pública) mucho más elevados, con flujos de capitales que, aunque netamente superiores a los de hace un año, continúan registrando en acumulado cifras similares a las de la crisis de 2008, y unos tipos de cambio relativamente estables bajo el mantenimiento del nivel de reservas y un saldo de la balanza por cuenta corriente todavía favorable.

Adicionalmente, cabe destacar que la inquietud y protestas sociales que venían marcando el panorama en Latinoamérica en la etapa previa al estallido de la pandemia (con eventos en Chile, Ecuador o Bolivia, entre otros países latinoamericanos), si bien habían quedado adormecidas durante las etapas de fuerte distanciamiento social, recientemente han vuelto a reanimarse tanto por los antecedentes pre-distanciamiento como por detonantes más recientes relativos al descontento con las políticas implementadas durante la pandemia. Así, cuestiones como la baja protección de los sectores económicos y trabajadores más relacionados con actividades económicas informales, una mayor brecha de desigualdad y un deterioro institucional, podrían ralentizar el ritmo de recuperación e incluso tensionar los mercados financieros en esa región.

perspectiva coincide con la narrativa reciente de los bancos centrales de los países maduros, fuertemente “*dovish*”, como se ha visto en los comunicados de la Reserva Federal y en el cambio del régimen de política monetaria anunciado el día 7 de julio por el Banco Central Europeo (véanse la Gráfica 1.1.1-h y el Recuadro 1.1.1-b)

Panorama de las principales regiones económicas

Repasando los hechos más relevantes, conviene destacar los casos de Estados Unidos, la Eurozona y los grandes mercados emergentes, que han sido donde mayor confluencia entre cambios de perspectiva económica y movimientos de mercado se han observado durante los últimos tres meses.

Estados Unidos

En Estados Unidos, la economía está a punto de experimentar un boom alimentado por la reducción del temor al virus, la estabilidad de los ingresos de los hogares y el elevado ahorro. La demanda de los consumidores pasará de los bienes a los servicios, mientras que la oferta responderá gradualmente a una mayor actividad. El aumento de la inflación será una característica del desequilibrio transitorio de la oferta y la demanda, pero no prevemos un recalentamiento de la economía. A medida que las condiciones de salud mejoran y la economía se reabre, el generoso estímulo fiscal, el repunte del empleo y el aumento del optimismo impulsarán el crecimiento del consumo en un orden de magnitud de dos cifras. Por su parte, el mercado laboral añadió 559 mil puestos de trabajo, mientras que la tasa de desempleo cayó al 5,8%, con la menor participación de la población activa. Asimismo, se anticipa creación de empleo sistemática de un millón de puestos de trabajo durante los meses de verano, con lo que el desempleo volverá a tasas cercanas a las de 2019 a inicios de 2022.

Con respecto a la inflación, asistimos a un repunte con algo de histéresis en 2021, la cual se prolongará hasta entrado 2022, aunque descartamos un cambio de régimen de la inflación y creemos que la Reserva Federal estará cómoda con tasas superiores al 2% durante algún tiempo, tal y como se interpreta de la revisión de su mandato de hace unos meses (actualmente imitado por el BCE). Es de prever que el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) anuncie formalmente los planes de reducción del estímulo cuantitativo (QE) en el simposio económico anual de Jackson Hole en agosto, y que la reducción comience a principios de 2022. A partir de entonces, creemos que la Reserva Federal procederá a una subida de tipos en el primer trimestre de 2023.

Eurozona

Por lo que se refiere a la Eurozona, la situación está mejorando gracias al descenso de las cifras de infección y al aumento de las tasas de vacunación que se han acelerado; a pesar de la reciente tensión levantada por la variante delta, el número de hospitalizaciones es muy reducido. Así, se han comenzado a suavizar las restricciones, y los consumidores están deseosos de aprovecharlas. Los datos de alta frecuencia apuntan a un repunte del consumo más rápido de lo previsto, ya que la reapertura de los sectores de la hostelería y el comercio minorista no esencial eleva las perspectivas de los puntos turísticos de Europa. Asimismo, los datos de movilidad y las encuestas más recientes dibujan un panorama más optimista sobre las ventas minoristas y el turismo. El índice de gestores de compras (PMI) de servicios de junio permanece elevado, después de que en mayo tocara el máximo de tres años, mientras que los datos de movilidad de finales de mayo sugieren que la actividad en el comercio minorista no esencial y en el sector de la hostelería aumentó hasta acercarse a los máximos registrados el verano pasado. De esta forma, tras una caída del PIB del 0,6% en el primer trimestre, los avances en la vacunación y la reapertura gradual pero generalizada de las economías de la Eurozona apuntan a un fuerte aumento del PIB en el segundo y tercer trimestres del año.

Recuadro 1.1.1-b Actualización de política monetaria

Banco Central Europeo

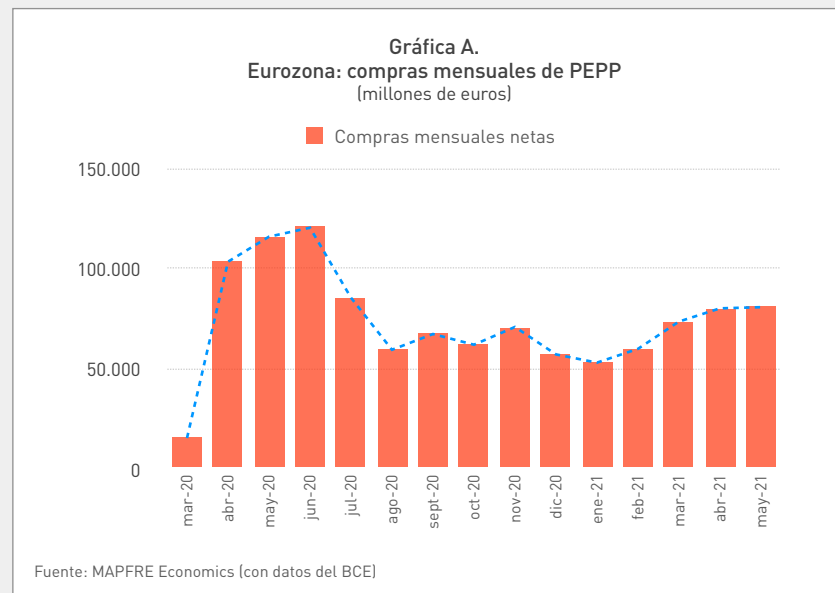
El pasado 10 de junio, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que los tipos de interés se mantendrán constantes (0% en facilidad de préstamo y -0,5% en facilidad de depósito). De igual forma, ha informado que mantendrá el acelerado ritmo del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), el cual podría volver a crecer desde el entorno de los 20 millardos de euros semanales actuales (12 millardos 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 hasta alcanzar una convergencia sólida de las perspectivas de inflación.

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

En este contexto, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, indicó que las estrategias de salida, incluidas las fases de transición, todavía no han sido discutidas, al considerarse como una cuestión que es aún prematuro e innecesario abordar.

Valoración

Con los mensajes de su última reunión, el BCE constató una mejora de las perspectivas económicas y pronosticó un rebote en la actividad relativa al sector servicios, fruto de la relajación de restricciones y a un proceso de vacunación que continúa avanzando, acompañada de un impulso continuo en la industria manufacturera, en línea con los últimos datos de los índices de gestores de compras (PMI's). En consecuencia, esta mayor tracción en



Recuadro 1.1.1-b (continuación) Actualización de política monetaria

los niveles de actividad económica se traduciría en una mayor inflación, cuya transitoriedad continúa siendo incierta.

Como se comentaba en la actualización presentada en nuestro informe del trimestre anterior, el aumento en las perspectivas de inflación en la Eurozona presenta un escenario relativamente asimétrico, pero de carácter transitorio, con presiones latentes a corto plazo (reversión de la reducción del IVA en Alemania, cambios en las ponderaciones del IAPC y el efecto base, todo ello unido a los cuellos de botella por el lado de la oferta), mientras que, en el medio y largo plazos, las perspectivas se mantienen estables con un consenso de tasas por debajo del objetivo del 2%.

En este sentido, y de cumplirse estos pronósticos, los estímulos (fiscales y monetarios) permanecerían constantes bajo la percepción actual de unas políticas acotadas en el tiempo que garanticen la recuperación económica. Sin embargo, es posible que estas decisiones se prolonguen y transiten hacia un horizonte de mayor ambición y plazo con el que financiar, al menos en parte, una transformación más profunda de la estructura productiva de la Eurozona.

Revisión estratégica

En el primer anuncio de resultados de su proceso de revisión estratégica que tuvo lugar 8 de julio, el BCE anunció, en primer término, un nuevo objetivo de inflación simétrico, donde en lugar de apuntar a una meta "por debajo, pero cercana al 2%", incluye mayor flexibilidad y tolerancia permitiendo "un período transitorio en el que la inflación podría estar moderadamente por encima de la meta". En segundo lugar, el BCE abordó el aumento de los precios de la vivienda con la intención de incluir en sus consideraciones el coste de las viviendas ocupadas por sus propietarios

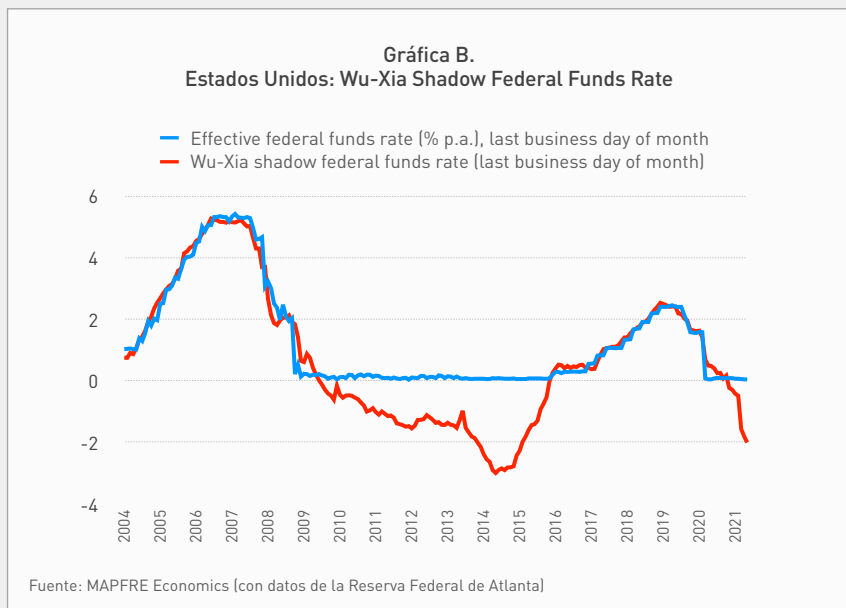
(OOH), lo que debería proporcionar un pequeño impulso a la cifra actual; sin embargo, y debido a que la métrica es calculada por el organismo de estadísticas de la Unión Europea (Eurostat), es probable que cualquier cambio tarde años en hacerse efectivo. En tercer lugar, el BCE confirmó los tipos de interés como principal herramienta de política monetaria, al tiempo que matizó el uso de las compras de activos como herramienta de carácter más convencional. Y, finalmente, presentó un plan de acción para incluir consideraciones sobre el cambio climático en su estrategia de política monetaria, englobando actividades de divulgación de información financiera, evaluación de riesgos, garantías y compras de activos del sector corporativo con criterios de elegibilidad relacionadas con el cambio climático.

Reserva Federal

La Reserva Federal de los Estados Unidos, en su reunión de junio, mantuvo sin cambios su política monetaria, dejando los tipos de interés en el rango del 0% - 0,25%, así como el ritmo mensual y la composición de las compras de activos. No obstante, introdujo cambios en los que respecta al tipo sobre exceso de reservas (IOER), así como sobre los relativos a repos inversas (RRP), con un ajuste técnico al alza de 5 puntos básicos. Esta medida, diseñada para mantener la tasa de fondos federales dentro del rango objetivo y respaldar el funcionamiento del mercado, se justifica tras los inusuales movimientos de los últimos meses en el mercado monetario, donde el exceso de liquidez del sistema había llegado a presionar a la baja las tasas de corto plazo, llegando a provocar una concatenación de tasas negativas en el mes de marzo.

En lo que respecta a los tipos de interés, las proyecciones del "dot plot" avanzaron hacia un aumento de los mismos para 2023, en lugar de 2024, y

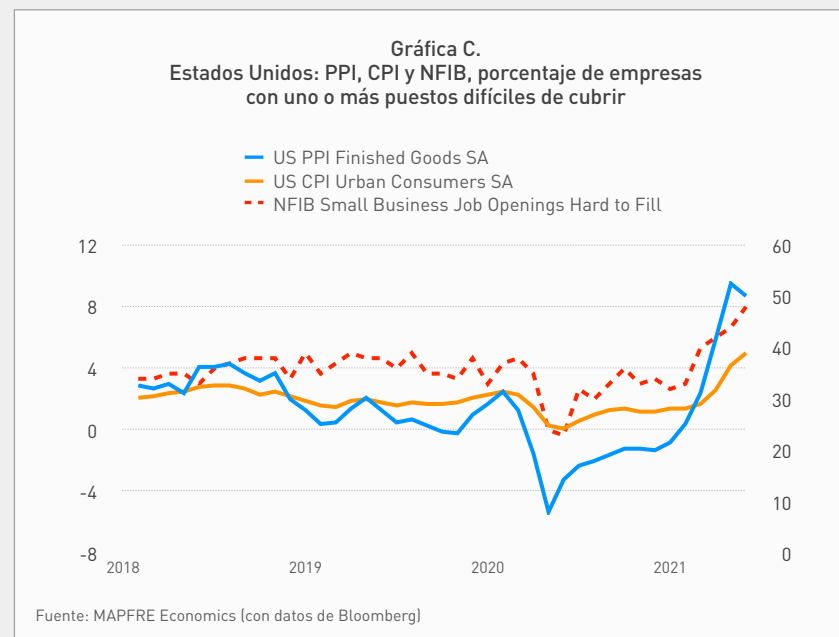
**Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Actualización de política monetaria**



más en línea con las expectativas del mercado, tras anticipar un crecimiento económico más intenso (7,0% vs. 6,5%) y un reconocimiento de que la reciente dinámica de la inflación (5,4% del IPC en mayo, y 4,5% del subyacente) podría alcanzar el 3,4% en 2021 (frente al 2,4% anterior), aunque bajo expectativas de transitoriedad de cara a los próximos años. Como consecuencia, las perspectivas sobre el balance de la Reserva Federal y la posibilidad de comenzar a reducir sus compras de activos podrían comenzar a reflejarse en el calendario antes de lo previsto.

Valoración

A medida que los datos confirman una mejora sustancial de la economía estadounidense (con un mercado laboral más fuerte e incluso con síntomas de presiones salariales en ciertos sectores, el riesgo de una inflación más persistente de la prevista inicialmente y una coyuntura de valoraciones de



Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Actualización de política monetaria

activos elevadas), se sientan las bases para una política monetaria menos acomodaticia en los próximos meses. De esta manera, y a pesar del riesgo latente de una cierta autocomplacencia (bajo la convicción de que la mayor inflación será transitoria) y un mapa de riesgos que, aunque menos desfavorable continúa presentando ciertas incertidumbres, se perfilan ya las bases para la retirada gradual de estímulos, comenzando por la reducción o “*tapering*” del balance como antesala de una normalización en los tipos de interés.

En este sentido, la tolerancia por la inflación (cuya meta goza de mayor flexibilidad por alcanzar en promedio valores en torno al 2% a lo largo del

tiempo, en beneficio de priorizar la recuperación del mercado de trabajo) y la exposición a presiones en los precios prolongadas, podría enfrentar las primeras divergencias y empezar a remitir en las próximas reuniones. Bajo el contexto actual, en el que las previsiones se elevan ante el rebote inflacionario y el mercado laboral sorprende en su impulso por absorber la capacidad excedente, acompañada de fricciones al alza en la negociación de los salarios, el cambio de postura podría comenzar a surgir ya durante el habitual simposio económico de Jackson Hole en agosto próximo.

Por otra parte, aunque la inflación subió al 2% recientemente, esto se debió al aumento de los precios de la energía mientras que las presiones subyacentes sobre los precios siguieron siendo moderadas, con una inflación subyacente del 0,9%. La inflación en la Eurozona podría alcanzar el 2,5% en el segundo semestre, impulsada por el aumento de los precios de la hostelería, los cuellos de botella de la oferta y los efectos de base. El BCE ha mostrado claramente un nuevo mensaje de tolerancia con el que pretende ajustar su guía de expectativas de inflación y de tipos (véase el referido el Recuadro 1.1.1-b)

Mercados emergentes

Los últimos acontecimientos han puesto de manifiesto la actual divergencia de las trayectorias económicas de los países emergentes en función, por una parte, del desarrollo de la pandemia y, por la otra, de la

existencia de vulnerabilidades y desequilibrios que puedan truncar su recuperación.

Aunque nuestra visión central (que no ha cambiado desde inicios de año) sigue siendo que los mercados emergentes exChina recuperarán el pulso en el crecimiento, solo unos pocos han logrado controlar el crecimiento de los contagios de Covid-19, por lo que prevemos que el crecimiento intertrimestral en el segundo trimestre sea menor que en el primero, además de existir grandes diferencias entre ellos (Europa emergente, países del ASEAN y América Latina) debido a que la lentitud de los programas de vacunación afectará al repunte previsto en algunos países, como la India y los agrupados en el ASEAN.

No cabe duda de que la fuerte recuperación económica mundial impulsará la industria de los mercados emergentes y sus perspectivas de exportación, en consonancia con las recientes lecturas de los PMI, y que

los productores de materias primas se beneficiarán del repunte de los precios. Sin embargo, la escasez de suministros y los retrasos en los envíos podrían frenar el impulso industrial en los próximos meses, y los precios de producción podrían sufrir nuevas presiones al alza. Además, con el aumento de las presiones inflacionistas en casi todas partes y la compensación de las amplias brechas de producción, más bancos centrales se están volviendo agresivos. Además de Brasil, México y Rusia, donde se esperaban tipos de interés más altos para finales de 2021, se prevé que Colombia y algunos países de Europa Central y del Este también endurezcan sus políticas monetarias.

1.1.2 Balance de riesgos

La actualización del mapa de riesgos para la economía global se ilustra en la Gráfica 1.1.2. El detalle de este análisis se presenta a continuación.

Gobernanza global

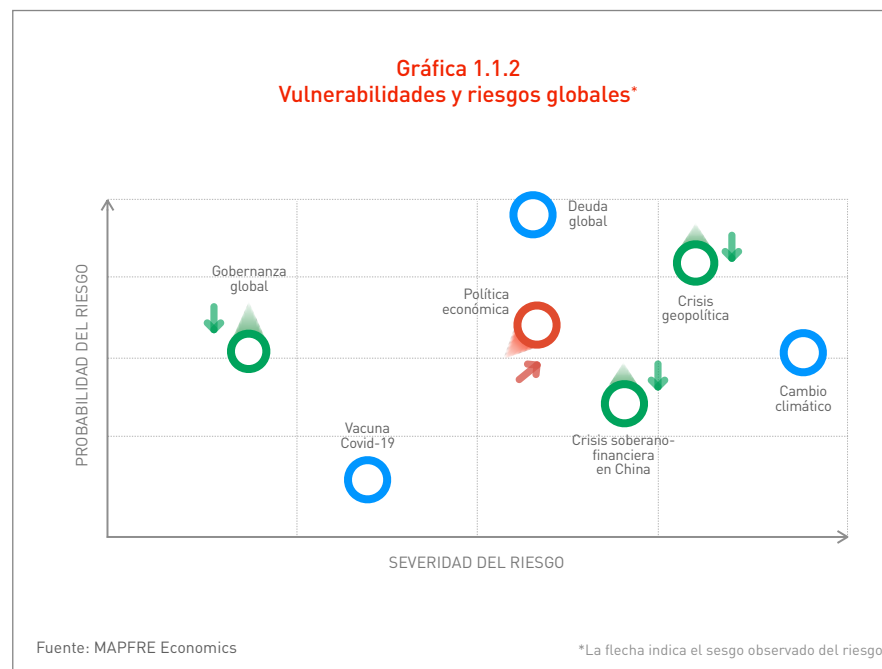
La administración del presidente J. Biden está proporcionando una mayor calma institucional en materia de relaciones exteriores, con acercamientos políticos hacia los principales focos de tensión de su antecesor, destacando la más reciente cumbre con el presidente ruso, Vladimir Putin, y la tregua arancelaria con la Unión Europea. No obstante, la fijación con China continúa en curso, destacando los últimos avances de ese país en la aprobación de una legislación para contrarrestar las sanciones occidentales, así como la tensión militar creciente en el estrecho de Taiwán, la cual podría conllevar una mayor presencia de la OTAN tras las preocupaciones mostradas en la reciente gira en Bruselas.

En la Unión Europea, a pesar de una disputa por el Brexit aún vigente (cuyos conflictos se centran en el tratamiento de Irlanda del Norte) y las preocupaciones políticas (vulnerabilidad electoral en Francia, etapa post-Merkel en Alemania y los acontecimientos en Hungría), los avances en

cuanto al proyecto *NextGenerationEU* y la liberación de fondos bajo un instrumento de deuda respaldado conjuntamente, alimenta la posibilidad de una mayor unión fiscal que permitan su uso permanente.

En lo que se refiere a los países emergentes, en Latinoamérica los eventos de inquietud social, movilizaciones y protestas que venían marcando el panorama previo al estallido de la pandemia (con eventos en Chile, Ecuador y Bolivia, entre otros países), si bien quedaron adormecidas durante las etapas de fuerte distanciamiento social, recientemente han vuelto a retomar la senda marcada tanto por los antecedentes pre-pandemia como por detonantes más recientes relativos al descontento con las políticas implementadas durante la etapa de emergencia sanitaria (la baja protección de los sectores y trabajadores

Gráfica 1.1.2
Vulnerabilidades y riesgos globales*



más relacionados con actividades económicas informales, una mayor brecha de desigualdad y un deterioro institucional, como los que acontece actualmente Colombia), lo que podría ralentizar el ritmo de recuperación de la actividad económica e incluso tensionar a los mercados financieros.

Deuda global

Tras alcanzar el máximo global al cierre de 2020 (al nivel más alto desde la Segunda Guerra Mundial) con 290,5 billones de dólares (359,4% del PIB mundial), las cifras del primer trimestre de 2021 de la deuda muestran una ligera disminución de 1,7 billones de dólares, liderada por las economías desarrolladas (donde la deuda total cayó a menos de 203 billones de dólares), mientras que las economías emergentes registraron un aumento de 0,6 billones de dólares hasta los 86 billones totales que, aunque a menor ritmo que en los trimestres precedentes, continúan ejerciendo una presión en términos de sostenibilidad, la cual se encuentra agravada en aquellas economías con vulnerabilidades acumuladas.

En los mercados desarrollados, los enormes apoyos fiscales y monetarios que han llevado al sector público a liderar el proceso de apalancamiento, continúan registrando incrementos, aunque moderados, siendo el sector privado no financiero (corporativo y, en menor medida, hogares) quien lidera el proceso de desapalancamiento y acompañados, por primera vez desde 2018, por el sector financiero. En los mercados emergentes, por su parte, el mayor apalancamiento continuó en el sector privado no financiero (corporativo y, en menor medida, hogares), seguido empresas financieras y, en sentido inverso, el sector público, aunque con divergencias regionales, cuyas limitaciones fiscales muestran signos de fragilidad y la sostenibilidad y servicio de la deuda marcan la necesidad de impulsar la capacidad fiscal.

En líneas generales, y de forma más pronunciada en las economías desarrolladas (donde la deuda pública de países como Estados Unidos, gran parte de la Eurozona, Reino Unido o Japón se encuentra en niveles

récord bajo el paraguas de una política monetaria que mantiene los rendimientos en una tendencia bajista, ya que en torno a un tercio de la deuda actual cotiza con tasas negativas), el riesgo de reinversión podría aumentar a medida que la búsqueda por protección contra la inflación y la reacción monetaria tienda hacia la normalidad. Bajo este escenario, la sostenibilidad de la deuda, al sustentarse en la necesidad de dar servicio a una carga en unos niveles superiores bajo tipos de interés más elevados, podría debilitar la recuperación económica de ciertos países al retomarse la senda de mayor disciplina fiscal. Por el momento, la probabilidad es limitada y la política monetaria continuista; sin embargo, la sensibilidad a cambios en el proceso de fijación de precios es cada vez más alta dados los *stocks* de deuda acumulados y la concatenación de altos déficits.

El mayor riesgo para las economías emergentes continúa residiendo en aquellas con elevados niveles de deuda externa y fuertes perfiles de deuda denominada en monedas fuertes, así como en aquellas que muestran un proceso de recuperación divergente. La baja inflación interna y la flexibilización monetaria (también en economías avanzadas), el ahorro interno favoreciendo la financiación sin recurrir a la deuda externa (sumada al impulso positivo en el precio de las materias primas) han promovido un progreso notable en ciertas economías. No obstante, a medida que las condiciones financieras se vuelven menos favorables y la inflación vuelve a ejercer presiones al alza, aquellas con financiación monetaria directa de los déficits presupuestarios, peor acceso a los mercados de capitales y deterioros en la posición de su deuda externa, podrían enfrentarse a eventos de aversión al riesgo selectivos y de inestabilidad local.

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*), aunque mejoran, continúan siendo moderadas, a pesar de alcanzar récords de emisión impulsados por una reactivación económica intensa y una demanda de inversores en búsqueda de rendimientos. En este sentido, los riesgos bajo este tipo de productos

podrían resultar asimétricos en ciertos tramos de rentabilidad elevada dado el entorno actual.

Crisis soberano-financiera en China

La economía China continúa al frente de la recuperación global. A la ya conocida fortaleza de su industria manufacturera y unas exportaciones sólidas (en respuesta a la demanda de países con recuperaciones aún incompletas y restricciones sanitarias persistentes), se suma una consolidación de la demanda interna (con potencial de activar presiones en la inflación) y cuyo impulso estaba aún rezagado, proporcionando a la economía un amplio respaldo económico. Esta situación, sumada a una política monetaria estable y una política fiscal previsiblemente expansiva, favorece a las positivas previsiones para la economía China.

En cuanto a riesgos a la baja, y dada la boyante expansión, destaca la posibilidad de sobrecalentamiento económico, donde la vuelta a la preocupación sobre burbujas de activos ha provocado que el Banco Central trate de frenar el impulso crediticio (ya en terreno negativo) y podría sentar la bases para retomar políticas de desapalancamiento anticipando subidas de tipos de interés y endureciendo las demás medidas de política monetaria.

Política económica

A medida que las economías eliminan restricciones y se manifiesta la demanda reprimida, la inflación se consolida bajo un efecto de rebote. Sin embargo, factores considerados como transitorios (cuellos de botellas persistentes, cadenas de suministro con capacidad no restaurada, escasez de ciertos bienes, entre otros) ponen el riesgo la persistencia de dicha tendencia, cuya perdurabilidad (reflejada en las últimas previsiones de los propios bancos centrales) sienta las bases para iniciar la comunicación de un cambio en la orientación monetaria hacia su

endurecimiento. Con esto, los mercados de bonos, cuyas turbulencias en los meses anteriores anticiparon esta normalización más temprana, podrían volver a anticipar que la capacidad de endurecimiento ahora es muy limitada y la sensibilidad a ello muy alta. Aunque los primeros cambios solo se esperan por la parte de las compras de activos en el corto plazo, a medida que la normalización requiera de comenzar a elevar los tipos de interés en vistas a ganar margen de maniobra para próximo ciclo de ajuste, podrían volver a surgir señales en los mercados de deuda que evidencien las probabilidades de un error de política monetaria hasta alcanzar un nuevo nivel de equilibrio en las tasas.

En el marco fiscal, la orientación continúa en sentido expansivo y favorecida por la política monetaria laxa. No obstante, un endurecimiento prolongado y no deseado de las condiciones financieras podría comprometer la estabilidad de dichas políticas, abandonando parte de las medidas actuales para dar paso a una etapa enfocada hacia consolidación fiscal en aras de la sostenibilidad de la deuda.

Crisis geopolítica

El marco geopolítico global permanece estable, con una ligera tendencia a la baja. Los factores de alivio se deben fundamentalmente a: (i) una más amplia diplomacia por las vacunas a nivel global y principalmente en los países emergentes; (ii) un riesgo de fragmentación en la Eurozona aliviado con la llegada de los primeros tramos de los fondos europeos y los últimos acontecimientos en el panorama político que alejan la idea del euroescepticismo en focos como Francia (menor polarización, aunque con un baja participación) e Italia (mayor estabilidad bajo el primer ministro Mario Draghi), y (iii) una relajación en las tensiones del Golfo Pérsico, donde destaca la cercanía de un acuerdo en Irán. Como factores que adicionan tensión, destaca la inestabilidad política en ciertos países emergentes, destacando el riesgo en Latinoamérica donde países como Colombia, Perú o Brasil vuelven a entrar en la espiral de descontento social y deterioro institucional, así como el conflicto entre Israel y

Palestina donde el riesgo de una escalada en el conflicto podría no disiparse bajo el nuevo gobierno.

Cambio climático

La pronta respuesta a la pandemia del Covid-19 por parte de los gobiernos, empresas e individuos parece brindar la esperanza de una capacidad de reacción también amplia y coordinada a la crisis del cambio climático. La reacción a movimientos lentos y todavía distantes necesita de medidas inmediatas, donde el seguro y su papel promoviendo la dimensión social de la sostenibilidad, ofrece un punto de apoyo tanto desde el punto de vista de la inversión en ESG, como desde el punto de vista del propio negocio asegurador proporcionando estabilidad de los balances, asignación eficiente del riesgo y evitando la prociclicidad del sistema financiero.

Vacuna Covid-19

Al tiempo que los planes de vacunación se aceleran en todo mundo y los países con los procesos más avanzados comienzan a relajar las restricciones, la expansión de la variante delta del Covid-19 corre el riesgo de propagarse, principalmente entre la población no vacunada y aquellos con pauta aún incompleta (representa el 20% de los nuevos casos en Estados Unidos, al tiempo que los bloqueos en Reino Unido se dilatan en el tiempo). En este sentido, y a pesar de que las vacunas desarrolladas continúan mostrando elevada efectividad, la gravedad de la variante en extensión, así como la posibilidad de múltiples y nuevas ramificaciones, tiene el potencial de retrasar el proceso de inmunidad colectiva, todavía incompleto y desigual, así como de sentar las bases para un escenario de nuevas restricciones.

1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

Las perspectivas vuelven a mejorar, mientras que la inflación parece anclarse por encima del 2,3%.

La economía de los Estados Unidos creció un 0,4% a/a en el primer trimestre de 2021 (6,4% anualizado y ajustado de estacionalidad), y muestra indicios de un fuerte crecimiento para 2021. Por ello, se mantiene la estimación del crecimiento al 6,6% para 2021 y revisamos al 4,5% de correspondiente a 2022, desde el 3,3% (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b). Esto se debe básicamente a los efectos de unos planes de estímulo récord con un importe de 1,9 billones de dólares. Este plan, añadido a los 900 millardos de dólares activados a finales de 2020, representa un potente impulso fiscal en 2021 de aproximadamente 4,3 puntos del PIB. A finales de junio, el Senado aprobó un plan de infraestructuras de 579 millardos de dólares (pendiente aún del Congreso), menor de lo inicialmente propuesto, pero constituye sin duda otro impulso más para la recuperación. Además de los estímulos fiscales, la campaña de vacunación avanza a buen ritmo (52% de la población y 99,6 dosis aplicadas por cada 100

- La Reserva Federal cambia el tono, anticipando posibles subidas de tipos de interés en 2023.
- El debate parece centrarse ahora en el fin de los programas de compra de activos (*tapering*).
- Los indicadores adelantados apuntan a una mejora en los próximos trimestres.
- Se mantiene la previsión respecto al crecimiento del PIB para 2021 en el 6,6%.

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	3,0	2,2	-3,5	6,6	4,5	5,0	-1,3
Contribución de la demanda doméstica	1,9	2,6	3,3	2,4	-3,5	8,1	4,3	6,1	-2,0
Contribución de la demanda externa	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,0	-1,5	0,2	-1,1	0,8
Contribución del consumo privado	1,9	1,8	1,9	1,7	-2,7	5,5	3,6	4,3	-1,1
Contribución de la inversión total	0,4	0,7	1,0	0,5	-0,2	1,7	0,6	1,1	-0,7
Contribución del gasto público	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0
Consumo privado (% a/a)	2,8	2,6	2,7	2,4	-3,9	7,9	5,1	6,2	-1,5
Consumo público (% a/a)	1,8	0,6	1,5	1,8	0,3	1,7	0,3	1,7	0,3
Inversión total (% a/a)	1,8	3,5	4,8	2,3	-0,8	7,5	2,6	4,9	-3,3
Exportaciones (% a/a)	0,3	3,9	3,0	-0,1	-12,9	6,5	9,5	4,2	3,0
Importaciones (% a/a)	1,7	4,7	4,1	1,1	-9,3	13,6	5,3	9,8	-2,7

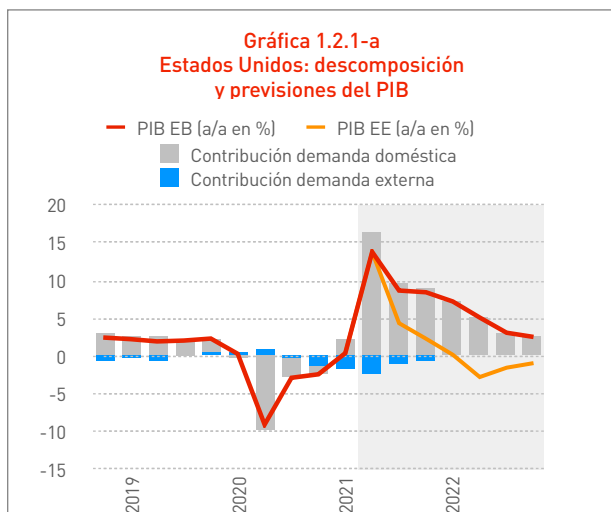
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,8	4,1	3,8	3,6	6,8	4,4	3,9	5,7	5,7
Inflación (% a/a , último trimestre)	2,1	2,1	1,9	2,3	1,4	4,3	2,3	5,4	3,0
Balance fiscal (% PIB)	-5,4	-4,2	-6,2	-6,6	-15,8	-11,1	-5,3	-12,0	-8,0
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-4,1	-4,3	-4,4	-4,1	-4,3	-4,5	-4,3	-4,0	-3,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-1,9	-2,2	-2,2	-3,1	-3,4	-3,0	-3,3	-2,5

Tipo de interés oficial (final período)	0,75	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	1,00	1,69	2,81	1,91	0,24	0,25	0,27	0,26	0,19
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,45	2,40	2,69	1,92	0,93	2,08	2,50	2,09	2,63
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	1,23	1,24	1,23	1,24

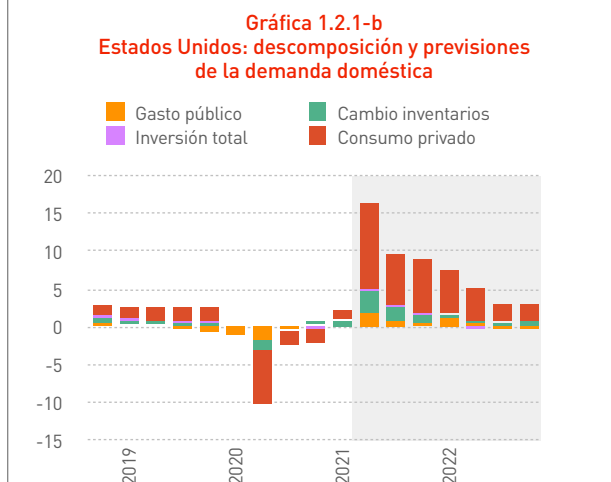
Crédito privado (% a/a, media)	3,3	6,9	4,6	5,3	6,2	16,6	1,0	14,4	-3,2
Crédito familias (% a/a, media)	2,1	3,4	3,6	3,2	3,5	6,9	6,8	6,7	6,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,4	6,7	9,0	6,5	8,6	-0,3	4,2	-0,3	4,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	4,3	2,9	2,2	2,2	1,9	1,1	1,9	1,2	3,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	6,9	7,2	7,8	7,5	16,2	11,5	5,7	13,3	10,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2021.

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



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



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

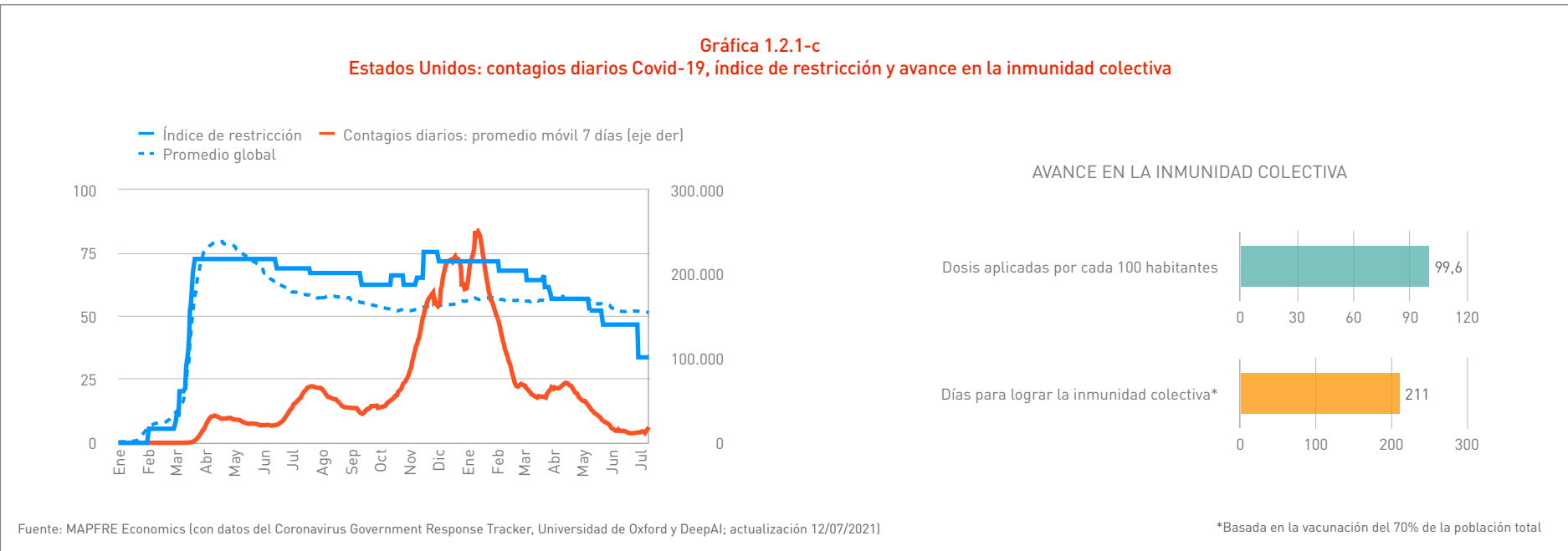
habitantes) y las restricciones han ido levantándose paulatinamente. Consecuencia de esto, el Índice de Restricción (*Stringency Index*³) ha bajado del 40% desde finales de junio, a la par que la actividad económica se va normalizando (véase la Gráfica 1.2.1-c).

En cuanto a los indicadores, la producción industrial muestra fortaleza (+16,3% a/a en mayo, +0,7% t/t) y deberá alcanzar en el tercer trimestre los niveles pre-pandemia. Por su parte, las ventas al por menor crecían al 28,1% a/a en mayo, después de unos meses de marzo y abril muy positivos gracias a los cheques entregados a las familias. Por otro lado, respecto a los índices de gestores de compras de junio (PMIs), el compuesto baja a 63,9 puntos, el manufacturero se mantiene estable en 62,1 y el de servicios baja a 64,8 puntos. Además, el índice de confianza

del consumidor de la Universidad de Michigan alcanzó 85,5 puntos en junio, acercándose a los niveles anteriores a la crisis, en tanto que el índice de indicadores adelantados de la *Conference Board* (que reúne indicadores como permisos de construcción, pedidos de desempleo, y pedidos de fábrica) también está disparado (114 puntos en mayo). Por lo tanto, estos indicadores apuntan a buenas perspectivas para los próximos trimestres.

Analizando el índice de precios, este subió 5,4% en junio, con la inflación subyacente en 3,8% a/a, y el PCE (*Personal Consumption Expenditures Price Index*), indicador preferido por la Reserva Federal, se situó en 3,9% en mayo, con la subyacente en 3,4%. Estos datos demuestran que la inflación se mantendrá alta en 2021, acercándose al 4% en los últimos trimestres,

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



para después moderarse a cerca del 2,5% en 2022. Ya no se habla solo del efecto de los combustibles y los transportes, ahora es la apertura de las actividades (fin de las restricciones) junto con el ahorro acumulado de las familias, los hechos que conducen a la Reserva Federal a asumir que la inflación podrá estar durante un cierto tiempo por encima del listón del 2%. En línea con este argumento, el *swap* de inflación a 5 años se sitúa ahora por encima del 2,3%.

Por su parte, la Reserva Federal, en su reunión de junio, cambió claramente de tono, pasando del tono acomodaticio a anticipar el cambio de ciclo en los tipos de interés, indicando que espera ya dos subidas a lo largo de 2023. Es por esto por lo que el foco de la discusión se va moviendo al “momento” en que se iniciará el *tapering* (fin de las compras de bonos), manteniéndose expectantes los mercados sobre más pistas de la reunión de agosto. Por ahora, la Reserva Federal mantiene las compras mensuales de 80 millardos de dólares en *Treasuries* y 40 millardos en titulizaciones de hipotecas (*Mortgage Backed Securities*), aguantando además el tipo de interés de los Fondos Federales en la franja de 0% - 0,25%.

En adición a estos hechos, habrá que vigilar los riesgos en los próximos meses, que se centran en la evolución de la crisis sanitaria, las presiones inflacionarias y las expectativas de inflación, tanto originadas por las materias primas, como por la subida del consumo asociada al fin de las restricciones, que pueden llevar a un endurecimiento de las condiciones financieras, tanto en nivel de tipos de interés oficiales como de condiciones de financiación en los mercados. Además, será importante dar seguimiento al desempeño del mercado laboral, por si un mayor ajuste de este se reflejara en un aumento de salarios. A nivel externo, habrá que observar cómo se desarrolla el proceso de recuperación a nivel mundial y su impacto en las materias primas, el dólar y las condiciones financieras. A nivel geopolítico, la actual administración parece estar promoviendo unas relaciones estables con China y Rusia, con el objetivo de rebajar la tensión habitualmente existente entre estas tres potencias.

1.2.2 Eurozona

Mayor optimismo por el regreso de las actividades presenciales y por la recuperación global.

La Eurozona se contrajo un -1,3% a/a (-0,3% t/t) en el primer trimestre del año, en un contexto de restricciones a la movilidad todavía relativamente altas y que apenas a finales de junio situaron el índice de restricción (*Stringency Index*) por debajo del 50%. En el segundo trimestre, las restricciones se empezaron a relajar en la medida que la incidencia de la enfermedad iba descendiendo y avanzaba el proceso de vacunación con 89,9 dosis aplicadas por cada 100 habitantes a inicios de julio (véase la Gráfica 1.2.2-c). Por un lado, el levantamiento de restricciones facilitará la recuperación, pero también hay que tener en cuenta la limitación voluntaria de movimientos mientras la población no se sienta totalmente segura de que la pandemia haya acabado. A finales de junio, la movilidad en la Eurozona se encontraba cerca de un 10% por debajo de la de 2019.

De cara a los próximos trimestres, todo apunta a una mejora de expectativas, con la confianza del consumidor en aumento y subiendo también las ventas al por menor, la producción industrial, y la movilidad en zonas de comercio y ocio. Por su parte, los índices de gestores de

- Los índices de gestores de compras y las confianzas mejoran.
- El despliegue de los fondos de la Unión Europea empezará en el segundo semestre de 2021, orientadas a lo digital y al medio ambiente.
- El Banco Central Europeo mantiene un ritmo más alto de compras para garantizar amplias condiciones de liquidez y tipos de interés bajos.
- Se eleva la previsión de crecimiento del PIB para 2021 al 4,5%.

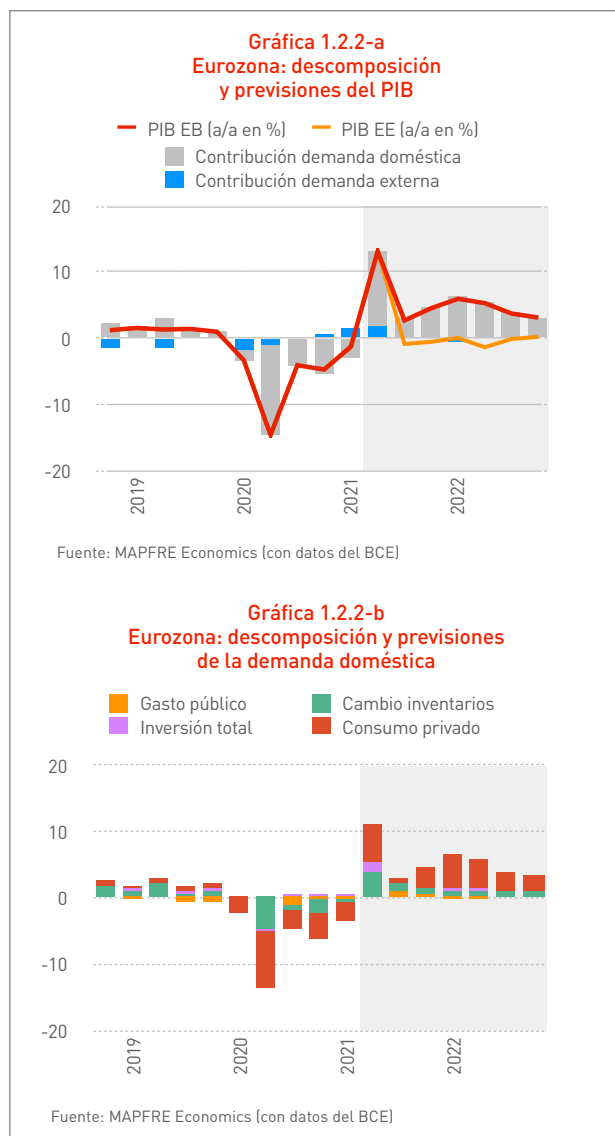


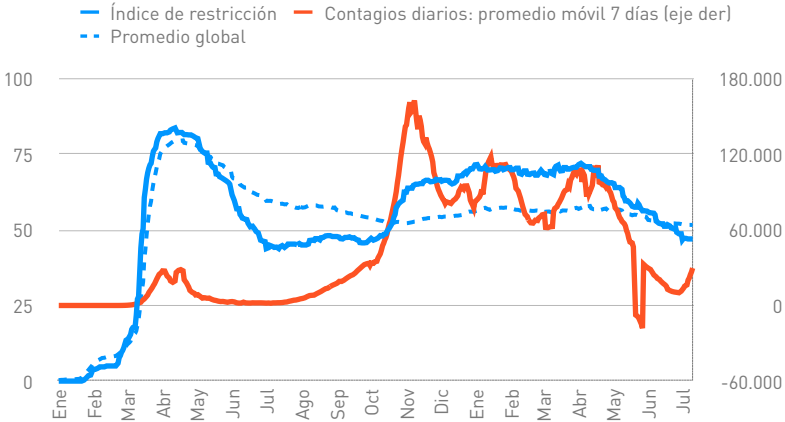
Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 ^(p)	2022 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
PIB (% a/a)	1,8	2,7	1,9	1,3	-6,7	4,5	4,5	2,3	-0,3
Contribución de la demanda doméstica	2,3	2,3	1,7	1,8	-6,1	3,7	4,7	1,6	0,0
Contribución de la demanda externa	-0,4	0,4	0,1	-0,5	-0,6	0,8	-0,2	0,7	-0,3
Contribución del consumo privado	1,0	1,0	0,8	0,7	-4,2	1,5	3,7	0,1	0,5
Contribución de la inversión total	0,8	0,9	0,7	1,2	-1,8	1,3	0,9	0,8	-0,4
Contribución del gasto público	0,4	0,2	0,2	0,4	0,3	0,6	0,3	0,6	0,3
Consumo privado (% a/a)	1,9	1,9	1,5	1,3	-8,0	3,0	7,0	0,1	1,0
Consumo público (% a/a)	1,9	1,1	1,2	1,8	1,4	2,8	1,2	2,8	1,2
Inversión total (% a/a)	3,9	4,2	3,2	5,7	-8,4	6,0	4,1	3,7	-1,8
Exportaciones (% a/a)	2,9	5,9	3,6	2,5	-9,6	9,0	6,1	6,6	-0,2
Importaciones (% a/a)	4,2	5,4	3,6	3,9	-9,1	8,0	7,0	5,6	0,6
Tasa de paro (% último trimestre)	9,8	8,7	7,9	7,4	8,3	8,7	8,3	10,0	10,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,7	1,4	1,9	1,0	-0,3	2,7	1,3	3,7	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-1,5	-0,9	-0,5	-0,6	-7,3	-6,8	-3,9	-7,7	-7,0
Balance fiscal primario (% PIB)	0,6	1,0	1,4	1,0	-5,7	5,1	7,2	4,4	4,9
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	2,2	2,5	2,3	2,4	2,4
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	-0,48	-0,44	-0,47	-0,42
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,93	1,14	1,17	0,32	-0,19	0,52	0,73	1,77	1,81
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,05	1,20	1,15	1,12	1,23	1,23	1,24	1,23	1,24
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	2,7	3,3	2,9	3,1	3,9	2,8	1,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,9	1,4	2,9	1,7	2,5	0,1	2,0	-0,7	0,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,8	2,2	-0,6	1,6	-0,8	-1,0	3,3	-1,0	4,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	12,4	12,3	12,5	12,9	19,8	17,7	13,0	19,3	17,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2021.

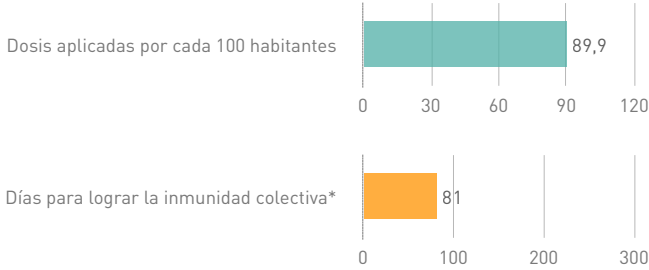
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

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 12/07/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 70% de la población total

compras de junio (PMIs) han mejorado, con el compuesto en 59,2 puntos, el manufacturero en 63,4 y el de servicios en 58,0. En cuanto a las matriculaciones de automóviles, estas se han recuperado en parte, pero están en un 30% del nivel previo a la crisis.

Un aspecto de suma relevancia para tener en cuenta es el programa de ayudas *Next Generation EU* (NGEU), que se está empezando a desplegar, y que tendrá un papel fundamental en el impulso de las economías de la Eurozona. Sumado a estos fondos, el nivel de consumo privado también jugará un papel destacado en la recuperación económica, ya que los hogares deberán ir gastando el ahorro acumulado en los periodos de movilidad restringida. Sin embargo, las proyecciones de crecimiento mantienen un grado de incertidumbre ligado principalmente a las

actividades de turismo y ocio, al comportamiento del consumidor, y al papel de las exportaciones y la inversión privada. En este contexto, que muestra signos de mejora, se ha elevado la previsión de crecimiento del PIB al 4,5% (desde el 4,0%) para 2021 y al 4,5% (desde 4,1%) en 2022 (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

En cuanto a la inflación, en la Eurozona ha alcanzado el 1,9% en junio, principalmente por la subida de combustibles, situándose la subyacente en el 0,9%. Además, deberá seguir repuntando hacia el 2,5% al final de año, por el efecto del precio del petróleo, que ya ha superado los 75 USD/bl. A más largo plazo, la tendencia de los precios dependerá de la recuperación del consumo, las posibles interrupciones en la oferta, la evolución de las materias primas y, no menos importante, la evolución de

salarios, que no deberá presionar grandemente al alza mientras haya una “holgura” en el mercado de trabajo.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE), en su reunión del 10 de junio, ha mantenido los tipos de interés: 0% en las operaciones principales de financiación y -0,50% la facilidad de depósito, y no prevé tocarlos hasta que la inflación no esté firmemente cerca, pero por debajo del 2%. El BCE también pretende mantener el ritmo de compras del PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) a un nivel más elevado que en los primeros meses del año; programa que se prevé se extienda hasta marzo 2022. El BCE ha decidido mantener también las condiciones de los programas de APP (*Asset Purchase Programme*, 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 en la Eurozona a nivel económico y financiero soberano parecen estar controlados, por la amplia liquidez, los bajos tipos de interés, el apoyo del BCE y los programas de estímulos gubernamentales. La gran incógnita es cómo se va a ejecutar la retirada de apoyos a los parados temporales y sus efectos en las empresas. Los fondos del NGEU se empezarán a desplegar pronto y se espera que sean un importante apoyo, pero se destinarán a inversiones en la “transición ambiental” y “digital” y no tanto en apoyar los negocios afectados por la crisis. Cabe recordar que la pandemia parece comenzar a remitir, pero no ha terminado, por lo que el principal riesgo es que vuelvan nuevas olas, como en el Reino Unido, o que las vacunas no sean eficaces contra las nuevas variantes del virus.

1.2.3 España

El foco está puesto en la recuperación del turismo en la temporada de verano y en la aplicación de los fondos del NGEU.

El PIB de España cayó un -4,3% a/a en el primer trimestre de 2021 (-0,5% t/t), y las restricciones de movilidad el año anterior solo empezaron a reducirse al final del trimestre. El consumo privado cayó un -3,9% a/a (-0,1% t/t), las exportaciones se mantuvieron casi estancadas (-0,1% t/t), mientras que el gasto público creció un 3,8% a/a (+0,5% t/t), y la inversión se contrajo un -4,2% a/a (-1,9% t/t). Con el fin del estado de alarma en España el 9 de mayo, una serie de actividades han recuperado su normalidad. Aunque sigue habiendo recomendaciones de salud, ya el contexto legal que soportaba algunas limitaciones horarias y de movilidad ha desaparecido. Además, con el avance de la vacunación, que se aproximaba al 50% de la población a final de junio (con 99,7 dosis aplicadas por cada 100 habitantes), hay una percepción de que la epidemia empieza a estar controlada (véase la Gráfica 1.2.3-c).

- A pesar de estar abiertos al turismo, con condiciones, el Reino Unido no colocó a España en la lista de países sin restricciones.
- La correcta aplicación de los fondos de la Unión Europea (NGEU), a partir de la segunda parte de 2021, será importante para el impulso de la inversión y para aumentos en la productividad a medio plazo.
- El repunte de la inflación incrementará la factura de gasto en pensiones.
- La consolidación fiscal con revisión de partidas de gasto es un asunto de marcada urgencia, tal y como apunta el Banco de España.

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	2,4	2,0	-10,8	6,0	6,0	3,8	0,8
Contribución de la demanda doméstica	2,0	3,2	3,0	1,4	-8,9	5,5	5,4	3,2	-0,4
Contribución de la demanda externa	1,0	-0,2	-0,6	0,6	-1,9	0,5	0,6	0,6	1,1
Contribución del consumo privado	1,6	1,8	1,0	0,5	-6,9	3,4	3,7	2,2	0,2
Contribución de la inversión total	0,4	1,3	1,2	0,5	-2,2	1,4	1,7	0,6	-0,2
Contribución del gasto público	0,2	0,2	0,5	0,4	0,8	0,8	0,3	0,8	0,4
Consumo privado (% a/a)	2,7	3,0	1,8	0,9	-12,1	6,0	6,6	3,9	0,3
Consumo público (% a/a)	1,0	1,0	2,6	2,3	3,8	3,5	1,7	3,5	1,7
Inversión total (% a/a)	2,4	6,8	6,1	2,7	-11,4	7,3	8,5	3,3	-1,0
Exportaciones (% a/a)	5,4	5,5	2,3	2,3	-20,2	11,0	10,1	8,8	4,0
Importaciones (% a/a)	2,7	6,8	4,2	0,7	-15,8	9,9	8,7	7,2	0,6

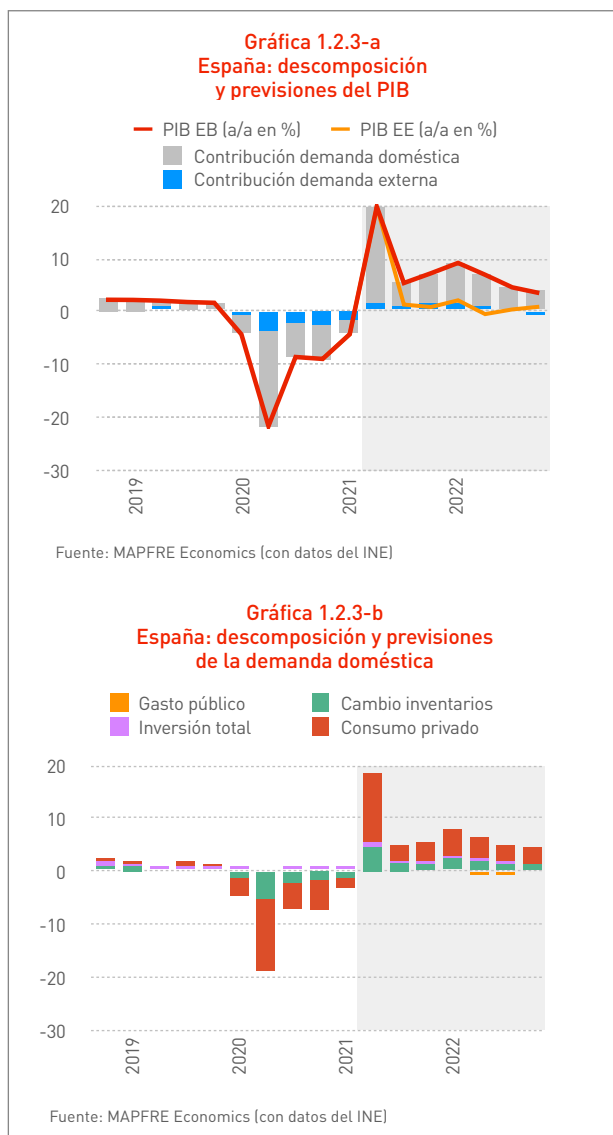
Tasa de paro (% , último trimestre)	18,6	16,6	14,5	13,8	16,1	15,7	15,0	18,6	18,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,5	2,8	1,3	3,8	1,4
Balance fiscal (% PIB)	-4,3	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-8,2	-5,8	-9,4	-9,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,5	-0,5	-0,1	-0,6	-8,8	-6,2	-3,9	-7,4	-7,0
Balance comercial (% PIB)	-1,3	-1,9	-2,5	-2,1	-0,8	-0,9	-2,3	-0,8	-1,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,2	2,8	1,9	2,1	0,7	0,8	1,5	0,9	2,3

Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,48	-0,44	-0,47	-0,42
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,37	1,57	1,42	0,47	0,06	0,86	1,22	2,38	2,76
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,05	1,20	1,15	1,12	1,23	1,23	1,24	1,23	1,24
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	3,6	3,1	3,2	0,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-2,7	-1,1	-1,4	-0,6	2,3	2,1	2,4	-2,1	-6,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-16,4	-7,9	-0,5	-4,9	3,0	8,4	3,1	8,6	4,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	7,5	6,1	5,9	6,6	15,4	9,7	5,4	10,7	8,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2021.

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

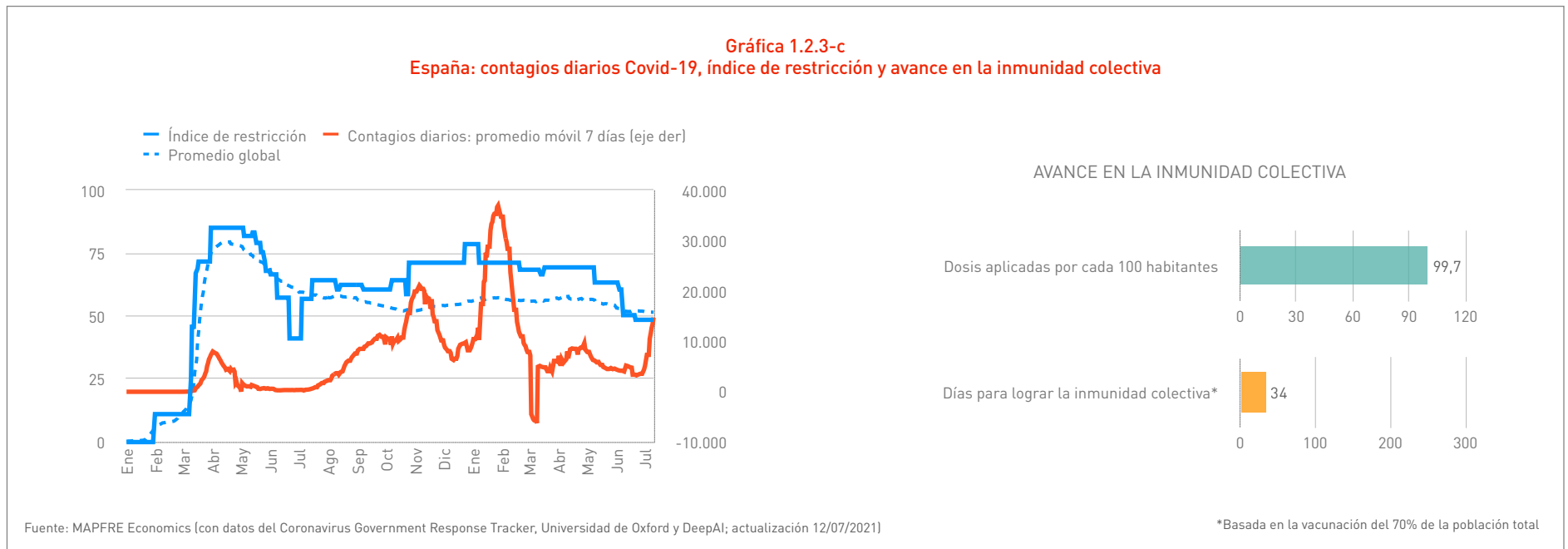


Las actividades de hostelería y turismo han reabierto, aunque con ciertas condiciones. España se ha abierto al turismo exterior, con la garantía de que se presente una prueba diagnóstica PCR negativa o bien un certificado de vacunación. No obstante, la apertura al turismo se va a ver mermada por las condiciones (cuarentenas) impuestas en algunos mercados emisores, en concreto en el caso de Reino Unido que, a junio, no había incluido a España en el corredor verde (exención de cuarentena al regreso a ese país). El número de turistas se podrá ver también voluntariamente restringido por su propio miedo aún para viajar, mientras no se dé por totalmente finalizada la pandemia.

Por otro lado, la entrada de fondos de la Unión Europea (NGEU), destinados principalmente en la inversión en aspectos ambientales y

digitalización, supondrán un gran apoyo para salir de la crisis. Estos fondos tratarán de impulsar el crecimiento en el segundo semestre de 2021 y a lo largo de 2022, pero dichos fondos no conseguirán suplir del todo la menor actividad en otros sectores. En cuanto a los indicadores, las encuestas de perspectivas han mejorado en mayo, mientras que el indicador de confianza del consumidor también se mantiene mejorando hasta -9,9, en tanto que el indicador de sentimiento económico de la Unión Europea (108,3) regresa a los niveles de 2019. Los índices de gestores de compras (PMIs) mejoran, el de servicios (62,5 puntos en junio), el manufacturero (60,4 puntos en junio) y el compuesto al (59,2 puntos en mayo). Por su parte, las ventas al por menor de mayo subieron en un 18,9%, y la producción industrial un 28,2% en mayo.

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



Conforme a lo anterior, mantenemos nuestra estimación para el crecimiento económico en 2021 en el 6,0%, y subimos la de 2022 al 6,0% desde el 5,0% (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

Por lo que se refiere a la inflación, en mayo mostró tensión al alza alcanzando 2,7%, por la subida del precio del petróleo (subyacente en 0,2%), y podrá terminar el año cerca del 2% (contra nuestra anterior estimación del 1,6%). A medio plazo, sin embargo, si el precio del petróleo se estabiliza, creemos que la inflación volverá a remitir al haber holgura en el mercado laboral y bajas presiones en los salarios. Entre tanto, el promedio inflacionario de 2021 deberá aumentar el gasto en pensiones del estado sobre los 2.000 millones de euros.

Por último, los riesgos para tener en cuenta respecto a la economía española provienen principalmente de un verano con menos turistas de lo esperado, y también del aumento de la factura energética por la subida del petróleo. Ello sin olvidar los riesgos asociados al hecho de que la pandemia aún no está superada y a la entrada de turistas que, a pesar de las cautelas, puede desembocar un retorno de los contagios. Si los fondos de la Unión Europea son bien canalizados, deberían contribuir al aumento de la productividad de la economía, al crecimiento y al reequilibrio de las cuentas públicas, que deberán tomar el camino de la consolidación, también vía revisión de partidas de gasto, siguiendo la recomendación del Banco de España.

1.2.4 Alemania

La confianza de los consumidores y las encuestas a las industrias indican una fuerte recuperación a partir del segundo trimestre.

El PIB se contrajo un -3,1% a/a en el primer trimestre (-1,8% t/t) por las restricciones adoptadas para enfrentar la pandemia del Covid-19, las cuales mantenían un índice de restricción (*Stringency Index*) del 68%, el

más alto de la Eurozona (véase la Gráfica 1.2.4-c). El consumo, en consecuencia, cayó un -8,9% a/a (-5,4% t/t), en parte también afectado por el restablecimiento del IVA en su nivel habitual, mientras que las exportaciones aguantaron (-0,2% a/a, +1,9% t/t). Nuestra perspectiva para 2021 es de un crecimiento del PIB de un 3,7%, que ha sido limitado por las fuertes restricciones en el primer trimestre del año actual, seguido de un crecimiento del 4,4% en 2022 (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

El indicador de Confianza del Consumidor (GFK) mejora hasta -0,3 de cara a julio, y el relativo a las perspectivas económicas se dispara hasta 58,4 puntos en junio, en tanto que el de expectativas de renta mejora (19,5 puntos), pero sigue por debajo del año 2019. Los pedidos de fábrica aumentaron (+78,9%) y la producción industrial se incrementó igualmente (+26,4%); ambos han tenido repuntes importantes en abril, muy superiores a las caídas del año anterior. Los índices de gestores de compras (PMIs) se mantienen altos en junio, con el compuesto en 60,4 puntos, el manufacturero en 65,1 y el de servicios en 58,1 puntos. Los índices IFO para bienes de capital, pedidos de maquinaria y equipamiento también señalan un esperado repunte en las exportaciones. Por su parte, el índice ZEW de expectativas económicas de la industria también está fuerte debido a un aumento de (+79,8 a junio), siendo las

- El crecimiento rebotará a partir del segundo trimestre, aunque el año actual ya queda marcado por un primer trimestre de contracción (-3,1%).
- La confianza del consumidor apunta a un segundo, tercer y cuarto trimestres de recuperación.
- Las expectativas de la industria y pedidos de fábrica rebotan fuertemente anticipando fortaleza en las exportaciones.
- Las elecciones generales de septiembre implicarán la necesidad de coaliciones; aun así, las votaciones pueden ser muy ajustadas.

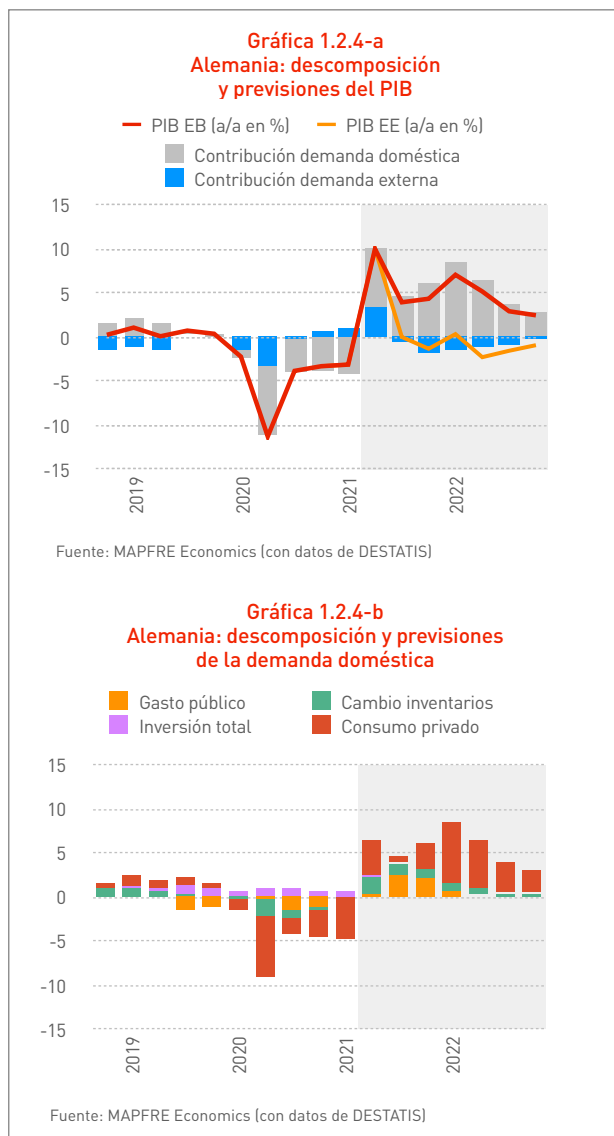


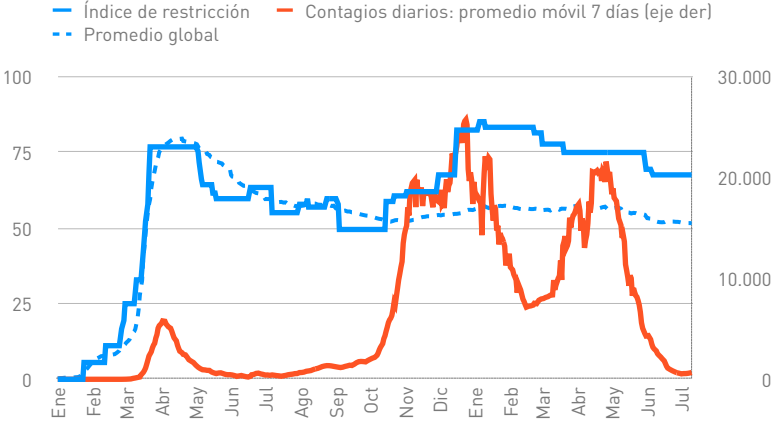
Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 ^(p)	2022 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
PIB (% a/a)	2,1	2,9	1,3	0,6	-5,1	3,7	4,4	1,2	-1,1
Contribución de la demanda doméstica	2,8	2,7	1,7	1,2	-4,1	3,2	5,4	0,7	0,0
Contribución de la demanda externa	-0,7	0,2	-0,4	-0,6	-1,0	0,5	-1,0	0,5	-1,1
Contribución del consumo privado	1,2	1,0	0,8	0,9	-3,2	0,7	4,7	-1,1	0,8
Contribución de la inversión total	0,7	0,7	0,8	0,5	-0,8	0,9	0,6	0,4	-0,6
Contribución del gasto público	0,8	0,3	0,2	0,5	0,8	0,3	0,1	0,3	0,1
Consumo privado (% a/a)	2,2	1,8	1,5	1,6	-6,2	1,3	8,7	-2,1	1,5
Consumo público (% a/a)	4,0	1,6	1,2	2,7	3,7	1,3	0,4	1,3	0,4
Inversión total (% a/a)	3,6	3,2	3,6	2,6	-3,5	4,3	2,8	1,9	-2,8
Exportaciones (% a/a)	2,3	5,4	2,5	1,0	-10,2	9,7	4,8	7,2	-1,8
Importaciones (% a/a)	4,4	5,8	3,8	2,6	-9,0	9,7	7,4	6,8	0,5
Tasa de paro (% último trimestre)	6,0	5,5	5,0	5,0	6,1	5,6	5,3	6,6	7,4
Inflación (% a/a último trimestre)	1,5	1,4	1,6	1,5	-0,2	3,4	1,3	4,4	1,8
Balance fiscal (% PIB)	1,2	1,4	1,8	1,5	-4,5	-4,2	-1,6	-5,1	-5,1
Balance fiscal primario (% PIB)	2,4	2,4	2,7	2,3	-3,5	-3,6	-1,1	-4,6	-4,6
Balance comercial (% PIB)	8,0	7,9	6,8	6,3	5,7	6,0	5,4	5,9	4,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	8,4	7,8	8,0	7,7	6,8	6,8	5,6	7,0	5,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,48	-0,44	-0,47	-0,42
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,21	0,43	0,25	-0,19	-0,58	0,11	0,23	0,61	0,63
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,05	1,20	1,15	1,12	1,23	1,23	1,24	1,23	1,24
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	4,9	6,8	4,4	3,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,4	3,9	7,3	4,6	3,5	-0,0	4,2	-0,1	3,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,6	-1,6	3,4	11,1	9,2	6,5	6,8	6,6	8,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	10,4	10,5	10,9	10,8	16,3	15,2	9,8	17,4	15,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2021.

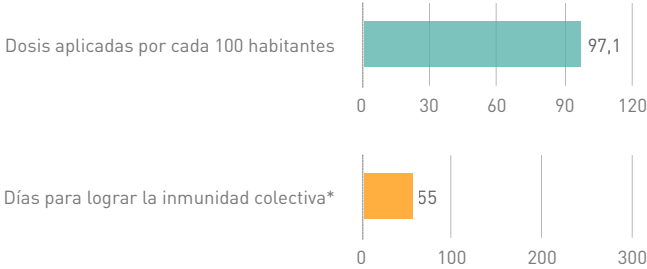
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

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 12/07/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 70% de la población total

industrias automótiles, química y bienes de consumo las industrias que confirman lo anterior.

Alemania es una de las grandes beneficiadas por la recuperación mundial. Sus exportaciones deberán crecer un 9,7%; la demanda es originada principalmente de los países asiáticos, donde las importaciones cayeron brevemente durante la crisis y ya están remontando. La inversión también remonta, esperándose un aumento del 4,3%, mientras que el consumo privado deberá repuntar fuertemente en el segundo trimestre con el fin de las restricciones, a medida que los consumidores gastan su ahorro acumulado durante los periodos de cierre.

A nivel inflación, esta se ha disparado en mayo al 2,5%, por efecto de los combustibles (+27,2%), del servicio a los vehículos (+14%) y compra de vehículos (+2,7%). En el caso particular de Alemania, el final de la reducción temporal del IVA el 31 de diciembre tendrá un efecto en la inflación de todo el 2021 (+2,5% esperado), debiéndose moderar de cara al 2022 (+1,4% esperado).

Es importante destacar que Alemania tendrá elecciones generales el 26 de septiembre de 2021, las primeras sin Angela Merkel, después de 16 años como Canciller. Los conservadores de la CDU/CSU, con su candidato, Armin Laschet, han vuelto a liderar las encuestas después de un breve periodo de liderazgo de Los Verdes luego de la elección de Annalena Baerbock como su candidata. La coalición más probable de alzarse con el

poder es la de CDU/CSU con Los Verdes, aunque, aún así, los dos sumados parecen tener un margen muy estrecho.

Los riesgos para la economía alemana parecen estar controlados. No obstante, los riesgos que podrían afectar a la recuperación se centrarían en una vuelta atrás en la reactivación económica global (que tendría efecto en las exportaciones), o bien una reincidencia de la pandemia a raíz de la movilidad más elevada que se espera este verano.

1.2.5 Italia

La reapertura de actividades y el mejor contexto global impulsarán la recuperación italiana.

El dato final de crecimiento del primer trimestre del 2021 ha sido revisado al alza al -0,8% a/a (desde -1,4%). El alza se ha atribuido a un mejor dato de inversión (+3,7% t/t) y al campo de inventarios. El consumo privado, por su parte, permaneció mermado (-1,2% t/t), ya que las sucesivas olas pandémicas han mantenido el país en un cierre estricto hasta finales de abril con un índice de restricción (*Stringency Index*) que apenas a inicios de julio se situó por debajo del 50% (véase la Gráfica 1.2.5-c), en tanto que las exportaciones crecieron ligeramente (+0,5% t/t).

- La producción Industrial y pedidos de fábrica confirman mejores perspectivas.
- Las exportaciones deberán acelerar de cara al resto del año, de la misma manera que el consumo tendrá un aumento por la restitución en la movilidad.
- La sostenibilidad fiscal y el nivel de deuda están pendientes por parte de los fondos europeos y la realización de reformas estructurales.
- Se ha elevado nuestra estimación de crecimiento del PIB al 4,9% en 2021 y al 4,6% en 2022.

De cara al segundo trimestre del año, se espera un comportamiento fuerte del consumo por la reducción de las restricciones en la medida que el ahorro acumulado se transforma en consumo. Por otro lado, las exportaciones e inversión también deberán mostrar un mayor dinamismo de cara al segundo semestre, y ya con la entrada de los fondos del *New Generation EU*, la recuperación será más firme aún.

El dato de producción industrial de abril (+79,5% a/a; +1,8% m/m) ha sido muy fuerte, incluso teniendo en cuenta el efecto de base (-42,5% en abril 2020). Todos los indicadores de confianza y pedidos de fábrica mejoran, y los índices de gestores de compras (PMIs) también reflejan mejoras de perspectivas: el compuesto sube a 55,7 puntos (mayo), el manufacturero a 62,3 (junio) y el de servicios a 53,1 (mayo). De esta forma, como se presenta en la Tabla 1.2.5 y en las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b, se prevé para la totalidad del año 2021 un crecimiento del PIB de un 4,9% (revisado desde los 4,7%) y para 2022 del 4,6% (revisado desde 4,2%). A esta mejora contribuyen unas mejores perspectivas para el consumo, si es que la pandemia permite avanzar en reapertura de actividades y también importante contribución de las exportaciones, propiciada por la recuperación global.

Por otra parte, la inflación subió al 1,3% en mayo, impulsada por la subida de combustibles (+13,6%), servicios de transporte (+4,8%) y electricidad (+5,9%). La inflación podrá acercarse al 2,2% para final de año, para luego volver a moderarse a cerca del 1% para mediados de 2022. Las cláusulas de indexación de los salarios y las pensiones ciertamente pesarán en las cuentas públicas, pero no vemos una inflación sostenidamente alta mientras haya cierta holgura en el mercado de trabajo.

A nivel riesgos, persiste el nivel de la deuda, y un déficit que alcanzará este año 2021 un 11%. Es importante orientar correctamente los fondos europeos a mejoras en la productividad de la economía y a la realización de reformas estructurales. No obstante, a largo plazo, los mercados se

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	0,3	-8,9	4,9	4,6	3,1	0,7
Contribución de la demanda doméstica	2,7	3,3	2,0	0,1	-11,7	8,5	7,1	3,2	0,4
Contribución de la demanda externa	-1,3	-1,6	-1,1	0,2	2,7	-3,6	-2,5	-0,1	0,3
Contribución del consumo privado	0,7	0,9	0,6	0,2	-6,4	2,2	3,7	0,5	0,4
Contribución de la inversión total	1,1	1,9	0,8	-0,1	-3,6	3,6	2,7	2,2	-0,3
Contribución del gasto público	0,1	-0,0	0,0	-0,2	0,3	0,5	0,1	0,5	0,1
Consumo privado (% a/a)	1,2	1,5	1,0	0,3	-10,7	3,7	6,2	0,9	0,7
Consumo público (% a/a)	0,7	-0,1	0,1	-0,8	1,6	2,4	0,5	2,4	0,5
Inversión total (% a/a)	4,1	6,6	2,8	-0,5	-13,1	12,3	8,8	11,1	-1,7
Exportaciones (% a/a)	1,9	6,1	1,6	1,9	-14,5	10,7	8,1	8,3	1,7
Importaciones (% a/a)	-1,7	-1,9	-3,4	5,4	19,2	1,0	-2,4	9,2	0,8

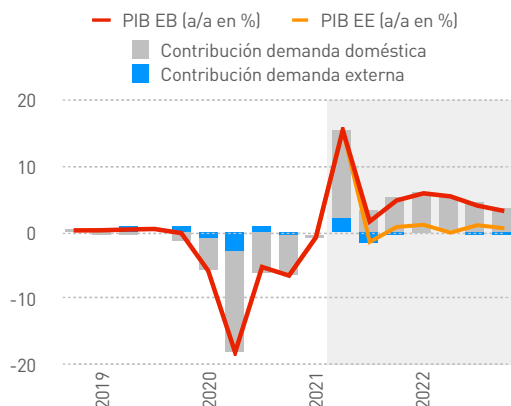
Tasa de paro (% último trimestre)	11,8	11,0	10,5	9,6	9,2	10,0	9,5	10,9	10,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,5	0,9	1,1	0,5	-0,2	2,4	1,2	3,3	1,4
Balance fiscal (% PIB)	-2,4	-2,4	-2,2	-1,6	-9,5	-11,1	-5,7	-12,0	-8,7
Balance fiscal primario (% PIB)	1,5	1,4	1,4	1,8	-6,0	-7,9	-2,6	-8,7	-5,3
Balance comercial (% PIB)	3,5	3,1	2,6	3,4	4,1	3,4	3,1	3,4	2,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,6	2,6	2,5	3,3	3,5	2,6	2,3	2,8	2,9

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	-0,48	-0,44	-0,47	-0,42
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,82	2,00	2,77	1,43	0,52	1,28	1,69	3,26	3,17
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,05	1,20	1,15	1,12	1,23	1,23	1,24	1,23	1,24
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.

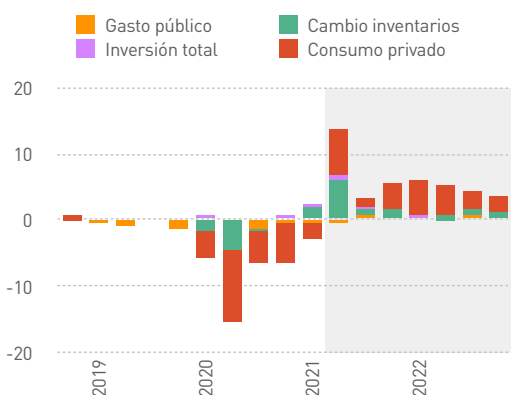
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	0,5	1,2	1,8	2,1	1,3	2,5	3,2	2,2	1,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-2,1	-3,0	-0,4	-1,1	2,6	4,0	2,0	2,5	-2,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-3,9	-13,2	25,1	-5,7	13,1	7,1	0,8	5,6	-2,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	10,2	9,7	9,5	9,5	17,1	13,8	9,7	15,6	14,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2021.

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

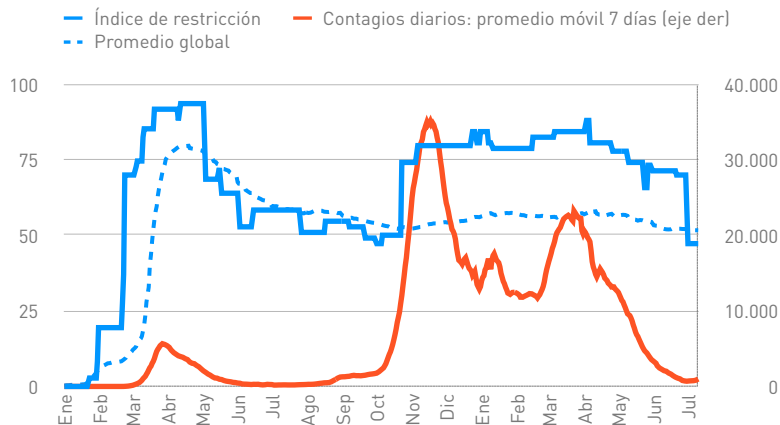
Gráfica 1.2.5-a
Italia: descomposición
y previsiones del PIB

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ISTAT)

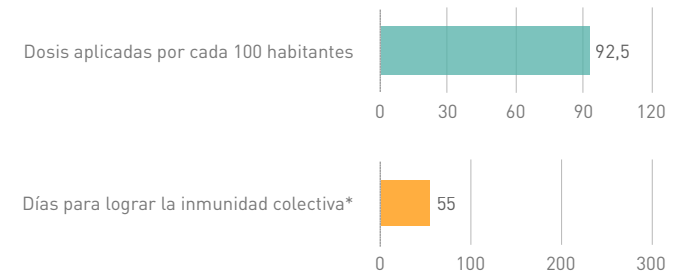
Gráfica 1.2.5-b
Italia: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ISTAT)

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



AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



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

*Basada en la vacunación del 70% de la población total

preguntarán quién va a sustituir al BCE en la demanda de bonos italianos cuando termine el Programa de Compras de la Emergencia Pandémica.

1.2.6 Reino Unido

La economía mejora por la demanda interna, aunque las exportaciones no arrancan aún por el efecto del Brexit.

El PIB del primer trimestre en el Reino Unido cayó un -6,1% a/a (-1,5% t/t), luego de que en el mes de enero se verificó un pico grave de casos y se implementaron las correspondientes restricciones de movilidad. Desde entonces se empezaron a relajar las medidas de restricción (con un *Stringency Index* del 51% a inicios de julio), especialmente las de la

hostelería y ocio a mediados de abril. Más recientemente, se han decidido ampliar las restricciones un mes más, hasta el 19 de julio (cuando inicialmente se iban a quitar el 21 de junio), como resultado de la variante india que ha generado un repunte en el número de contagios (véase la Gráfica 1.2.6-c). Esta ampliación afecta a la previsión de crecimiento económica, que estaba mejorando en línea a lo que está ocurriendo en otras partes del mundo.

Los datos de actividad revelan un pequeño receso en abril en la producción industrial, cayendo un -1,3% m/m, pero el índice de servicios indica una subida de 3,4% en abril. Las ventas al por menor crecieron un 9% m/m (37% vs año anterior, por efecto base) y las matriculaciones de vehículos aumentaron un 11% m/m en mayo (no comparable con 2020

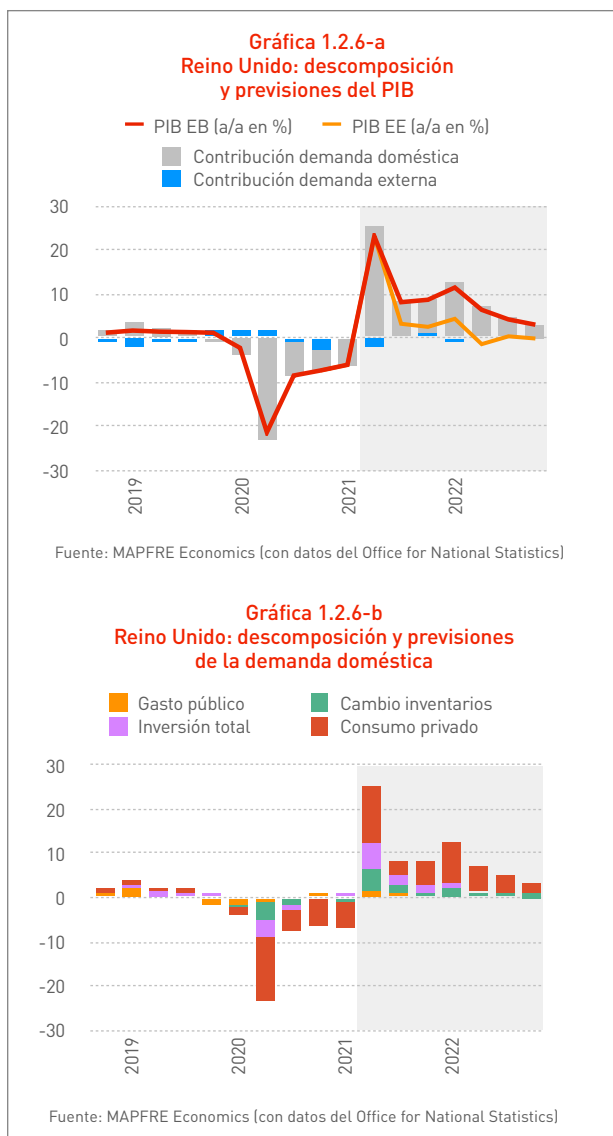
Tabla 1.2.6

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)	1,7	1,7	1,3	1,4	-9,8	5,1	5,3	4,9	0,8
Contribución de la demanda doméstica	4,5	2,1	1,8	2,6	-14,9	5,8	8,7	4,7	0,6
Contribución de la demanda externa	-2,8	-0,4	-0,6	-1,2	5,0	-0,6	-3,3	0,1	0,1
Contribución del consumo privado	2,3	0,6	0,8	0,7	-6,5	0,5	4,4	0,6	0,7
Contribución de la inversión total	1,2	0,8	0,9	0,9	-5,3	1,0	3,1	1,0	0,0
Contribución del gasto público	0,2	0,1	0,1	0,8	-1,3	3,0	0,0	3,0	0,0
Consumo privado (% a/a)	3,7	1,0	1,3	1,1	-10,6	0,8	7,4	1,0	1,2
Consumo público (% a/a)	1,0	0,7	0,6	4,0	-6,5	13,9	0,2	13,9	0,2
Inversión total (% a/a)	3,9	2,6	2,7	2,7	-17,8	3,6	10,2	5,7	0,2
Exportaciones (% a/a)	2,7	5,4	3,0	2,7	-15,8	2,1	8,2	-0,3	2,1
Importaciones (% a/a)	0,1	-0,5	-0,6	-0,6	22,5	1,1	-1,5	0,5	2,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,7	4,4	4,0	3,8	5,1	5,0	4,5	6,3	7,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,8	2,7	2,0	1,3	0,8	2,3	2,1	3,2	2,7
Balance fiscal (% PIB)	-3,3	-2,4	-2,2	-2,4	-12,4	-10,5	-4,9	-11,3	-7,8
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,6	0,5	0,5	0,1	-10,4	-8,7	-3,0	-9,4	-5,7
Balance comercial (% PIB)	-6,6	-6,5	-6,4	-5,9	-5,5	-5,7	-6,0	-5,5	-5,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-5,5	-3,8	-3,7	-3,1	-3,5	-3,2	-3,5	-3,1	-2,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,50	0,75	0,75	0,10	0,10	0,13	-0,24	-0,19
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,37	0,52	0,91	0,79	0,03	0,10	0,12	-0,01	-0,02
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,24	1,19	1,27	0,83	0,20	1,01	1,32	1,39	1,42
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,35	1,28	1,32	1,37	1,43	1,44	1,42	1,43
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,17	1,13	1,12	1,18	1,11	1,16	1,16	1,16	1,16
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	2,8	3,3	3,5	3,2	2,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	4,5	9,4	7,1	-2,6	5,6	0,1	1,4	0,0	1,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,7	8,4	5,3	2,7	10,7	-1,2	5,0	-1,1	6,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	7,6	5,7	6,1	6,5	15,8	12,3	7,3	14,6	12,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2021.

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



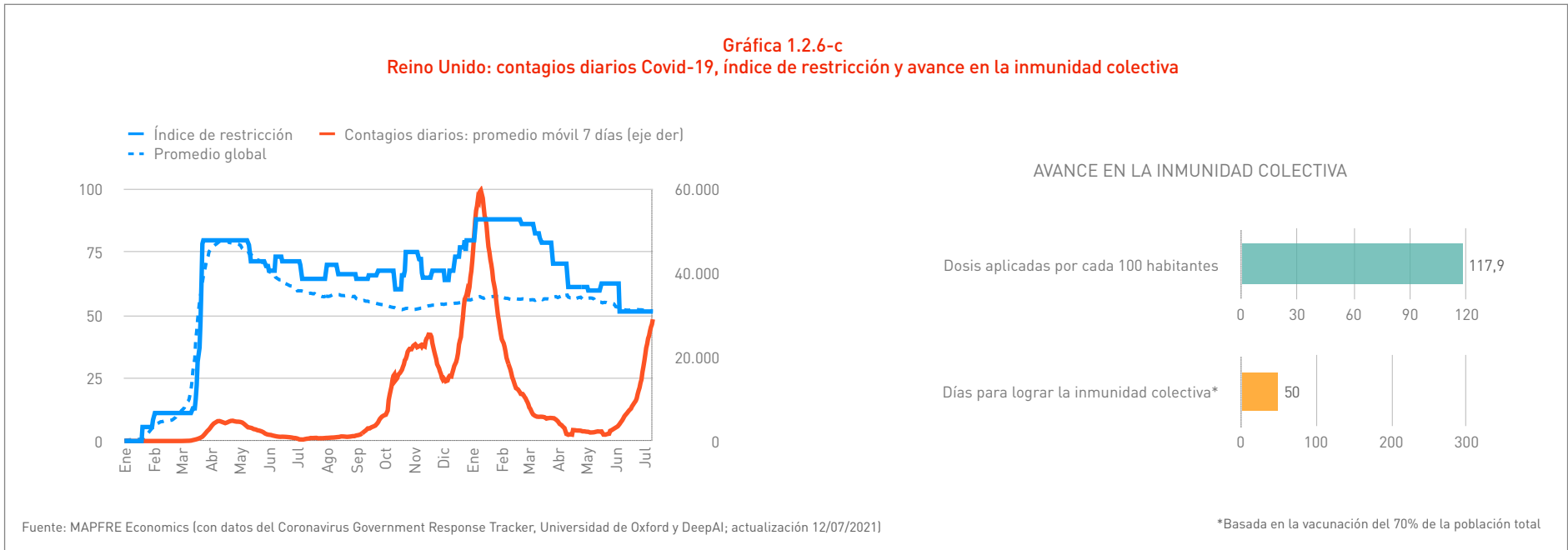
cuando se colapsaron). La confianza del consumidor (GfK) mejora hasta -9, a niveles de 2018/19, pero lejos de los niveles pre-Brexit de 2015. Los índices de gestores de compras (PMIs) de junio están muy positivos, con el compuesto en 61,7 puntos, el manufacturero en 63,9 y el de servicios en 61,7.

En este contexto, nuestra estimación de crecimiento se mantiene en 5,1% para 2021 y subimos una décima al 5,3% la correspondiente a 2022 (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b). A esta recuperación aportan principalmente el gasto de gobierno (+13,9%) y la inversión (+3,6%). Por otro lado, las exportaciones no terminarán de recuperarse hasta que el Reino Unido consiga reorientarse a nuevos mercados de exportación tras el Brexit.

Por otra parte, la inflación ha subido más de lo esperado en junio alcanzando 2,1% y con la subyacente en 2,0%. Hay efectos de base y efectos temporales por los combustibles, y también la electricidad, pero también en transporte, precio de automóviles y equipamiento para el hogar. Se prevé que en 2021 se sitúe en un promedio de 1,4% y en 2022 se ancle por encima del 2%.

- La reapertura prevista para junio se retrasó a julio por la incidencia pandémica. Reino Unido es el país europeo donde la vacunación va más avanzada, lo que abre la posibilidad a una más rápida eliminación de las restricciones.
- Las exportaciones no terminan de arrancar afectadas todavía por el Brexit. La confianza del consumidor y las ventas al por menor mejoran.

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



El Banco de Inglaterra, en su reunión del 24 de junio, mantuvo los tipos de interés en el 0,10% y el *stock* de compras de bonos corporativos no financieros con grado de inversión en libras esterlinas en 20 millardos. El banco central mantiene el objetivo de stock de bonos del gobierno en 875 millardos de libras esterlinas y el *stock* total de activos en 895 millardos de libras esterlinas. El Banco de Inglaterra considera que los efectos de los precios de las materias primas y de algunas dificultades de suministro tendrán un efecto transitorio en los precios, y por ello considera que la postura de política monetaria es en estos momentos apropiada.

Respecto a los riesgos, persiste el de un retorno lento en el dinamismo de las exportaciones a raíz del Brexit, además de los relacionados con la crisis de salud, ya que está por verse si las vacunas en el país europeo que va más avanzado en este ámbito han sido efectivamente la solución y si cubrirán efectivamente las variantes del virus. Las reaperturas de actividad y el gasto del ahorro acumulado podrían, por otro lado, impactar positivamente los niveles de actividad económica.

1.2.7 Japón

La recuperación está tardando por una menor movilidad, pero las exportaciones están boyantes.

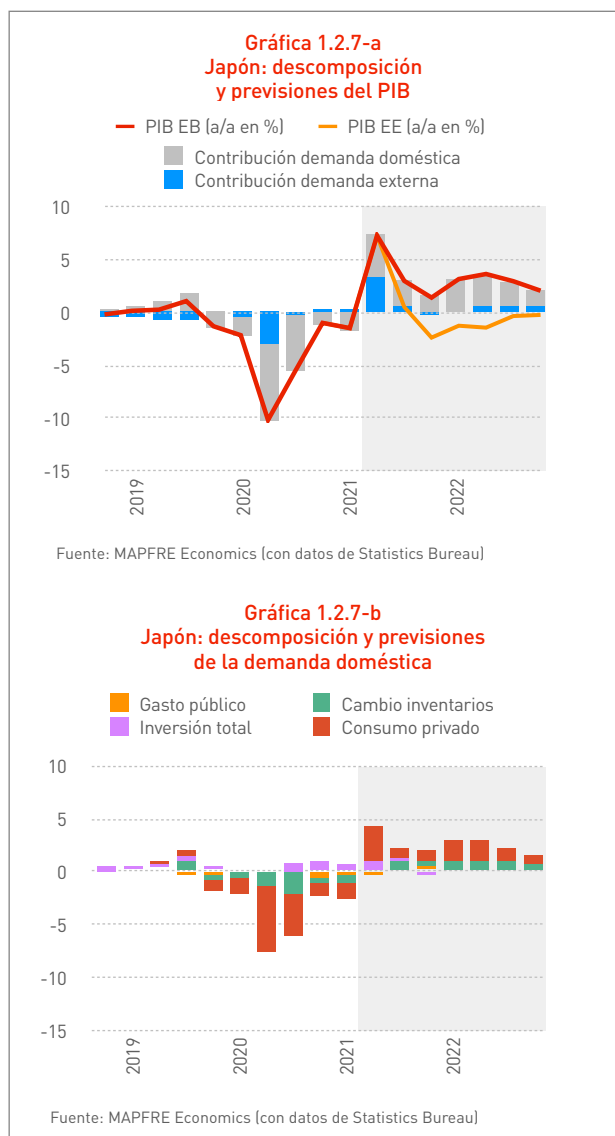
La economía japonesa se contrajo un -1,6% a/a (-1,0% t/t) en el primer trimestre del 2021, debido a la reimposición de restricciones a la movilidad. Algunos indicadores, como las ventas al por menor y confianza de los consumidores, apuntan a que el segundo trimestre todavía será difícil. Los índices de movilidad en comercios y ocio no están tan mal como en el primer trimestre (-20%-25%), pero siguen un -15% por debajo de lo normal. El índice de restricción (*Stringency Index*) se situó en el 53% a inicios de julio. El plan de vacunación ha empezado más tarde que en otros países y, de momento, con un coeficiente de 45,3 dosis por cada 100 habitantes, así que el levantamiento de restricciones podrá ser más lento que en otros países (véase la Gráfica 1.2.7-c).

La producción industrial aumentó (+15,4% en abril) y las exportaciones son el punto fuerte. Se prevé un crecimiento de las exportaciones del 12,8% este año, gracias a la mejoría del contexto exterior. A nivel interno, el consumo no se restablecerá plenamente mientras no se recupere la normalidad (consumo privado +1,6% y público +1,7%). Los índices de gestores de compras (PMIs) de junio se situaron en 47,8 puntos el compuesto, 52,4 el manufacturero y 47,2 el de servicios, revelando que el sector servicios sigue sin recuperarse enteramente. Por su parte, los índices de condiciones de negocio Tankan van mejorando, principalmente los de manufacturas, pero los no manufactureros siguen en territorio negativo. Así, nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2021 de 2,4% y de 2,9% para 2022, se apoya en crecimientos moderados de consumo y un impulso muy positivo de las exportaciones (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

La inflación, por su parte, sigue en negativo (-0,4% en mayo), con la subyacente en -0,1%, y se prevé que siga en negativo en los próximos trimestres a pesar del contexto inflacionista que se está verificando en otras partes del mundo. Los alimentos están con inflación negativa, así como la electricidad y el gas, mientras que los combustibles suben al 11,8%. El Banco de Japón, en su reunión del 18 de junio, mantuvo los tipos de interés en negativo en -0,10% y ha decidido además: (i) ampliar el programa especial de soporte (por la pandemia) por 6 meses, hasta marzo 2022; (ii) control de la curva (comprar la cantidad necesaria, sin

- **La recuperación de la economía japonesa se mantendrá lenta mientras no haya total normalidad en el sector servicios.**
- **La vacunación inició tarde; solo 12% de la población vacunada.**
- **Las exportaciones están fuertes beneficiándose de un contexto exterior en recuperación**
- **Habrán elecciones a final del verano para primer ministro y cámara de diputados.**

Tabla 1.2.7
Japón: principales agregados macroeconómicos

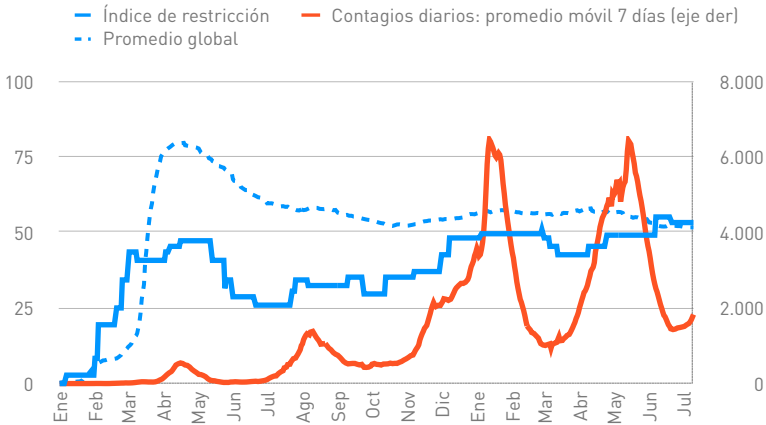


	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a)	0,7	1,7	0,6	0,0	-4,7	2,4	2,9	0,8	-0,8
Contribución de la demanda doméstica	0,1	1,6	1,1	0,6	-5,2	2,9	3,1	0,1	-0,8
Contribución de la demanda externa	0,6	0,1	-0,5	-0,6	0,5	-0,5	-0,1	0,7	-0,1
Contribución del consumo privado	-0,3	0,6	0,1	-0,1	-3,2	0,8	1,5	-0,1	-0,4
Contribución de la inversión total	-0,2	0,6	0,7	0,2	-1,3	1,5	0,8	-0,1	-0,3
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	-6,0	1,6	2,8	-0,2	-0,8
Consumo público (% a/a)	1,6	0,1	1,0	1,9	2,7	1,7	0,1	1,7	0,1
Inversión total (% a/a)	-1,2	3,3	3,8	1,1	-7,3	7,9	4,2	-0,3	-1,3
Exportaciones (% a/a)	1,6	6,6	3,8	-1,5	-11,8	14,0	6,5	10,9	-1,0
Importaciones (% a/a)	2,8	-0,0	0,6	0,9	9,4	2,5	-0,6	6,1	-0,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,0	2,7	2,4	2,3	3,0	2,7	2,4	3,3	3,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,3	0,6	0,9	0,5	-0,8	1,0	0,1	1,3	0,1
Balance fiscal (% PIB)	-3,6	-3,1	-2,5	-2,9	-12,2	-10,3	-6,0	-10,9	-8,2
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	0,7	0,6	0,4	-0,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,8	4,2	3,5	3,4	3,2	3,2	3,5	3,0	2,8
Tipo de interés oficial (final período)	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,03	-0,03	-0,06	0,00	-0,07
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,05	-0,02	-0,07	-0,05	-0,08	-0,02	-0,05	-0,00	-0,06
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,04	0,05	0,01	-0,02	0,04	0,03	0,02	0,38	0,27
Tipo de cambio vs USD (final período)	116,80	112,90	110,83	109,12	103,54	109,96	107,61	108,27	105,72
Tipo de cambio vs Euro (final período)	123,12	135,40	126,90	122,59	127,05	135,41	133,12	133,06	130,66
Crédito privado (% a/a, media)	2,2	4,2	2,6	2,0	5,3	3,8	1,5	2,7	-2,7
Crédito familias (% a/a, media)	1,5	2,5	3,0	2,4	3,3	0,2	-2,1	-0,1	-3,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,8	2,2	1,9	3,4	7,5	2,0	-0,6	1,9	-0,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-0,2	8,0	6,3	3,0	16,6	-1,0	-5,8	-0,9	-5,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	1,9	1,6	1,7	2,7	10,5	5,3	2,4	6,5	4,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
 Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2021.

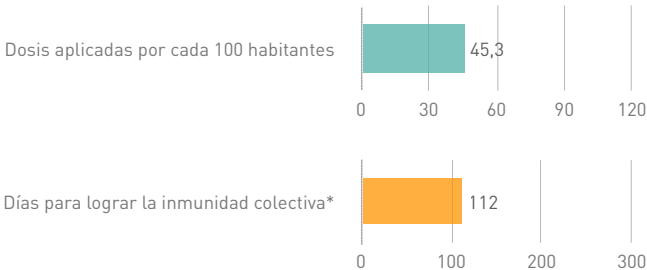
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

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 12/07/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 70% de la población total

establecer límites) de bonos a 10 años, de forma que los tipos se queden cerca de los 0%; (iii) compra de ETFs y REITs (fondos inmobiliarios) por importe de 12 billones de yenes y 180 millardos de yenes, respectivamente, y (iv) compra de papel comercial y bonos corporativos hasta 20 billones de yenes, hasta marzo de 2022.

Los riesgos en estos momentos para la economía japonesa podrían venir de un nivel de exportaciones menor del esperado, y de una prolongación de los bajos niveles de movilidad (-15% respecto a la línea base). Por otra parte, como ha recordado el Banco de Japón, de alargarse la pandemia, habrá que vigilar la solvencia y empresas y particulares y su efecto en el sistema bancario y la estabilidad financiera. Por último, los mercados ahora se centran en la incertidumbre política, ya que habrá elecciones

antes del 22 de octubre. La popularidad del actual primer ministro, Yoshihide Suga, está bajando en las encuestas, pero se cree que seguirá siendo el candidato del Partido Demócrata Liberal.

1.2.8 Turquía

Tercer trimestre consecutivo de recuperación de la actividad económica, pero con inflación y depreciación cambiaria.

La economía turca creció un 7,0% a/a en el primer trimestre del 2021, sorprendiendo al mercado que esperaba un crecimiento en torno al 6,3%. Con este, es ya el tercer trimestre consecutivo de recuperación. El consumo privado siguió fuerte, con un incremento del 7,4%, y la inversión

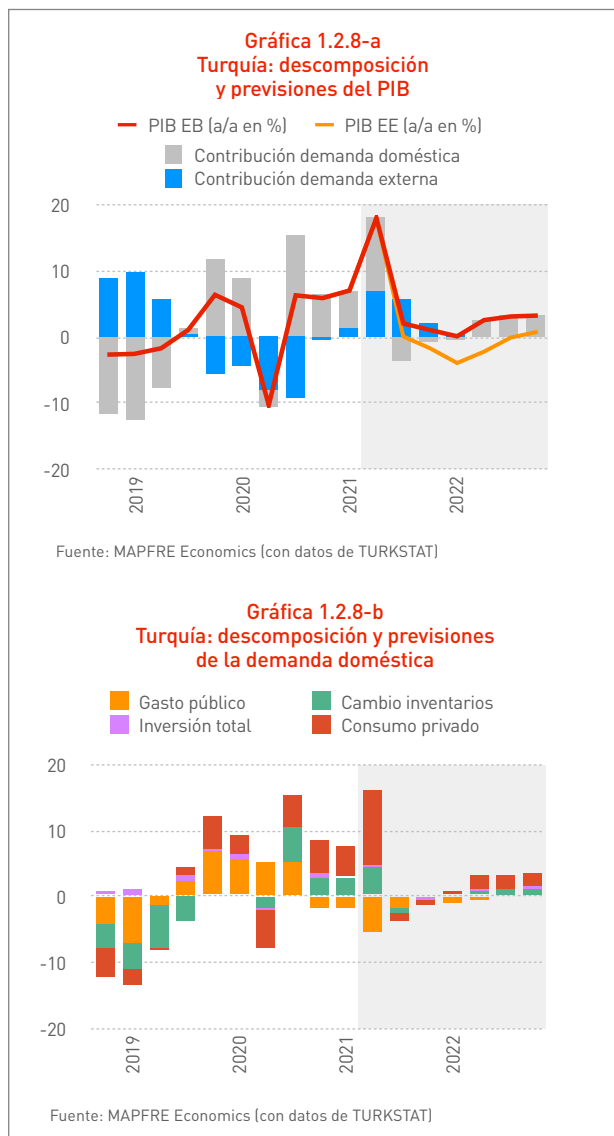


Tabla 1.2.8
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	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	5,2	3,4	4,9	-1,3
Contribución de la demanda doméstica	4,9	9,2	-0,4	-3,1	5,5	2,8	4,8	1,1	-1,3
Contribución de la demanda externa	-1,6	-1,7	3,4	4,0	-3,8	2,4	-1,4	3,9	0,0
Contribución del consumo privado	2,3	3,5	0,3	0,9	1,9	1,6	2,7	1,8	-0,0
Contribución de la inversión total	0,7	2,6	-1,4	-1,1	1,6	-0,3	1,1	1,1	-1,2
Contribución del gasto público	1,3	0,7	0,9	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2
Consumo privado (% a/a)	3,8	5,9	0,5	1,6	3,2	2,7	4,5	3,0	-0,0
Consumo público (% a/a)	9,5	5,0	6,6	4,4	2,3	0,7	1,7	0,7	1,7
Inversión total (% a/a)	3,0	10,6	-6,4	-5,3	7,4	-1,6	5,5	4,2	-4,7
Exportaciones (% a/a)	-1,7	12,4	9,0	4,9	-15,4	16,5	5,1	14,6	0,7
Importaciones (% a/a)	0,3	-3,3	1,5	8,3	16,7	4,2	-2,9	-3,3	0,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	12,1	10,3	12,3	13,3	12,9	12,5	11,6	13,3	13,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	8,5	11,9	20,3	11,8	14,6	15,2	10,2	18,0	11,5
Balance fiscal (% PIB)	-1,3	-1,6	-1,9	-2,9	-3,5	-2,4	-2,5	-2,5	-3,4
Balance fiscal primario (% PIB)	0,7	0,2	0,0	-0,6	-0,8	0,9	1,4	0,8	0,7
Balance comercial (% PIB)	-4,6	-6,8	-5,2	-2,2	-5,3	-4,7	-5,6	-4,9	-5,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,1	-4,8	-2,8	0,9	-5,2	-3,5	-3,4	-3,8	-3,9
Tipo de interés oficial (final período)	8,31	12,75	24,06	11,43	17,03	17,00	12,50	18,80	12,58
Tipo de interés a 3 meses (final período)	9,90	14,61	24,07	10,76	17,53	17,88	13,89	19,88	13,84
Tipo de interés a 10 años (final período)	11,40	11,72	16,53	11,95	12,51	15,72	13,00	17,32	14,56
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,52	3,80	5,29	5,95	7,44	9,04	9,39	10,37	10,78
Tipo de cambio vs Euro (final período)	3,71	4,55	6,06	6,68	9,11	11,14	11,61	12,75	13,33
Crédito privado (% a/a, media)	13,1	20,9	20,2	8,4	30,1	14,0	6,4	14,7	7,0
Crédito familias (% a/a, media)	7,1	17,5	9,8	3,3	41,8	16,5	9,8	15,8	7,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	14,7	24,3	20,9	5,4	26,6	24,5	6,8	22,6	-1,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,0	27,2	25,1	18,3	21,2	16,8	12,9	15,9	11,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	34,3	32,5	32,1	30,5	21,3	19,3	19,2	19,3	16,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2021.

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

creció un 11,4%. El gasto público se ha moderado (+1,3%) ayudando a la consolidación de las cuentas públicas, quedando el déficit en -2,3%. Asimismo, un crecimiento de las exportaciones del 3,3% y una caída de las importaciones del -1,1% mejoran la balanza comercial.

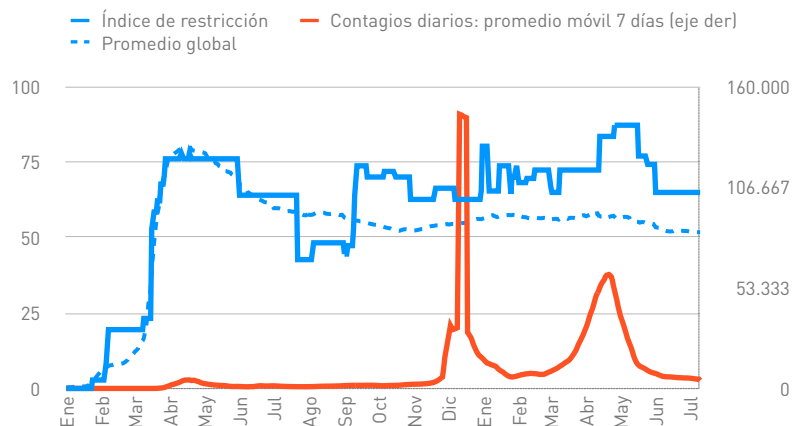
Algunos indicadores de alta frecuencia como el PMI manufacturero de junio (51,3 puntos), la encuesta de servicios (-1,1% mes a mes, en mayo), los tipos de interés al consumo (que están subiendo, desde 12% del año pasado al 22% en mayo), apuntan a una moderación del crecimiento en los próximos trimestres. La balanza por cuenta corriente mejora ligeramente, del -5,23% al -5,0%, por la caída de las importaciones, y esperamos que con la recuperación de las exportaciones converja al -4% para finales del año 2021. En virtud de lo anterior, mantenemos nuestra

estimación de crecimiento para 2021 en 5,2%, y ajustamos la de 2022 al 3,4% (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

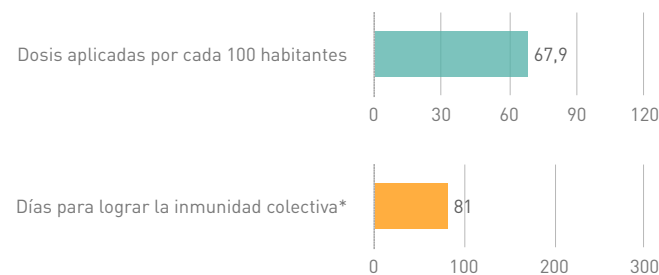
Las limitaciones a la movilidad y el contacto social se mantienen elevadas con un índice de restricción (*Stringency Index*) en el entorno del 65% a inicios de julio. Un cierre casi total en mayo, y las

- El crecimiento de la economía turca en el primer trimestre sorprendió al alza, pero algunos indicadores apuntan a una moderación de cara al segundo semestre.
- La inflación se mantiene alta y la depreciación de la moneda persiste.
- Una crisis de confianza en los mercados sería el principal riesgo para un país muy dependiente de la financiación externa.

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



AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 70% de la población total

continuas restricciones entre semana por la noche y fines de semana perjudicarán el crecimiento del segundo trimestre. El ritmo de vacunación prosigue, pero más lentamente, con un coeficiente de 67,9 dosis por cada 100 habitantes a principios de julio (véase la Gráfica 1.2.8-c).

La inflación se ha situado en 16,6% en mayo, con la subyacente en 17%, alimentos (17,0%), vivienda (14,1%) y transporte (28,4%) liderando las subidas. La depreciación cambiaria, con el TRY/USD superando los 8,60, seguirá afectando el precio de los productos importados. La cesta del índice de precios al consumo muestra que se mantiene alta la inflación de alimentos (+17,0%), automóviles (+41%), restaurantes y hoteles (+16,8%). El Banco Central de Turquía ha mantenido los tipos de interés (Repo a 1 semana) en 19,00% en la reunión de junio. La presión de la inflación, la subida del petróleo y la continua depreciación de la moneda podrán retrasar la esperada reducción de tipos de interés.

El alto endeudamiento externo en dólares sigue siendo uno de los principales riesgos de la economía turca, que a medida que la lira se deprecia, más se agrava. La deuda externa se sitúa en el 63% del PIB contra el 40% de promedio de los otros 5 principales emisores entre los mercados emergentes. Unas renovaciones de deuda en dólares de cerca del 20% del PIB en 2021 son significativas. Asimismo, con la masa monetaria creciendo cerca del 20% y una inflación superior al 17%, la moneda deberá seguir depreciándose.

1.2.9 México

Se avista una recuperación a partir del segundo trimestre que podría mantener su impulso hacia la segunda mitad del año.

La economía mexicana se contrajo un -3,6% a/a (+0,8% t/t) en el primer trimestre de 2021. El nivel de restricciones derivadas del combate a la pandemia ha permanecido muy alto hasta finales de febrero y se han rela-

jado desde entonces, situándose el índice de restricción (*Stringency Index*) por debajo del 50% en los últimos 4 meses (44% a inicios de julio), en tanto que el proceso de vacunación se ha alcanzado a inicios de julio al 28% de la población, con 38,7 dosis aplicadas por cada 100 habitantes en el momento que ya se inicia una tercera ola de contagios (véase la Gráfica 1.2.9-c). Esta situación afectó al consumo en general, viéndose reflejado en la variación de actividades terciarias que fue de -4%, el comercio al por menor -3,8%, transportes -12,7%, ocio y cultura -45% y alojamiento y hostelería -33,3%. También se vio afectada la actividad secundaria, pues cayó un -2,7% de la cual la petrolera cayó -2,8%.

La recuperación del precio del petróleo deberá favorecer el fortalecimiento de las cuentas públicas y las exportaciones. Estas últimas han tenido en abril un comportamiento extraordinario (75,6%), aún teniendo en cuenta el efecto de base de caída del año anterior (-41,3%). La exportación de petróleo aumentó un 140% en abril y la producción industrial subía un 36%, pero las perspectivas para las manufacturas según el PMI de junio todavía siguen mermadas (48,8 puntos). La tasa de desempleo se redujo hasta 4,0% en mayo, después de alcanzar 4,7% en abril.

En el segundo trimestre, con el levantamiento parcial de las restricciones se anticipa que la actividad haya rebotado con fuerza y que mantenga el

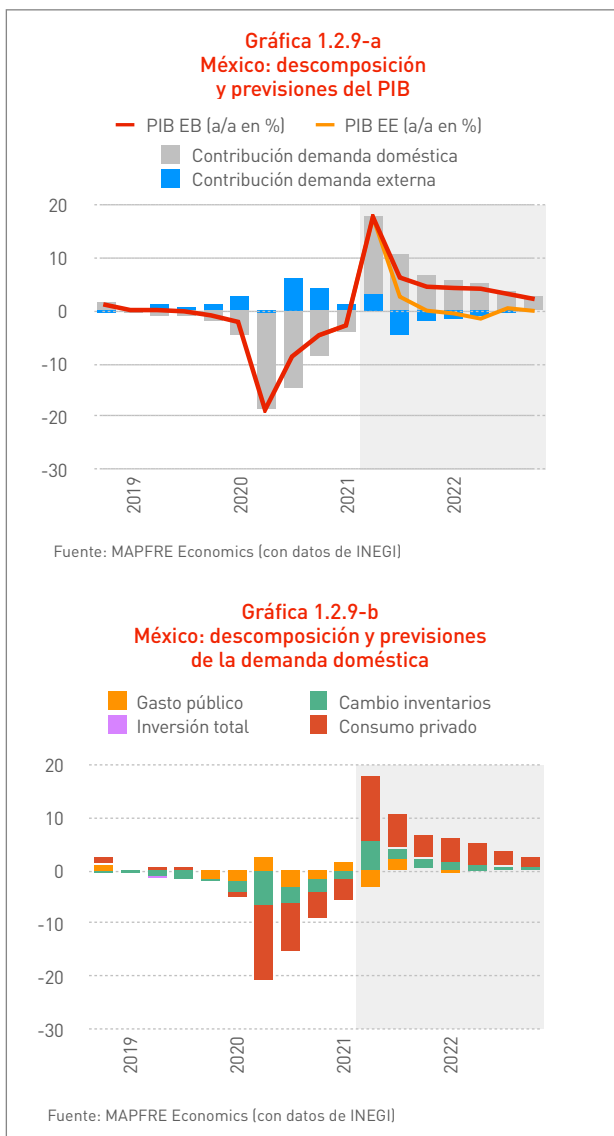
- La actividad económica se recupera por el efecto de las menores restricciones desde marzo.
- Las exportaciones deberán verse favorecidas por la vigorosa recuperación de la economía estadounidense.
- La inflación repunta, con la subyacente alta, lo que podría obligar al Banco de México a seguir endureciendo su postura monetaria.
- El precio del petróleo se recupera en beneficio de las cuentas públicas.

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	5,4	2,9	3,9	-0,4
Contribución de la demanda doméstica	3,6	4,5	4,6	-0,9	-15,5	11,0	6,2	4,2	-0,1
Contribución de la demanda externa	-1,2	-2,2	-2,4	0,8	7,0	-5,6	-3,3	-0,3	-0,2
Contribución del consumo privado	2,3	2,3	1,7	0,4	-7,0	3,7	2,9	2,7	0,5
Contribución de la inversión total	0,8	2,5	2,4	-0,3	-5,2	5,6	2,4	1,3	-0,1
Contribución del gasto público	0,3	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,0	0,2	0,0	0,2
Consumo privado (% a/a)	3,5	3,4	2,5	0,6	-10,6	5,5	4,3	4,1	0,7
Consumo público (% a/a)	2,6	0,7	2,9	-1,3	2,3	0,3	1,4	0,3	1,4
Inversión total (% a/a)	2,4	6,9	6,4	-0,7	-15,2	14,9	6,3	7,2	-0,5
Exportaciones (% a/a)	3,6	4,2	5,9	1,5	-7,1	12,2	4,1	8,9	-2,9
Importaciones (% a/a)	8,9	-5,1	-0,1	-0,2	15,6	-1,5	-2,1	10,7	-2,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,5	3,3	3,3	3,4	4,6	4,1	4,0	5,2	5,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,4	6,8	4,8	2,8	3,2	5,4	3,3	6,3	5,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-1,1	-2,0	-1,7	-2,8	-3,2	-2,7	-3,5	-3,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,1	1,4	0,6	1,1	0,1	-0,5	0,0	-0,7	-0,8
Balance comercial (% PIB)	-1,2	-0,9	-1,1	0,4	3,1	0,7	0,5	2,3	2,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,3	-1,8	-2,1	-0,3	2,4	0,2	-0,1	0,3	1,0
Tipo de interés oficial (final período)	5,75	7,25	8,25	7,25	4,25	4,75	5,00	4,42	4,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	6,19	7,66	8,64	7,45	4,47	5,00	5,27	4,66	4,45
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,42	7,66	8,70	6,84	5,23	7,21	7,32	7,10	7,72
Tipo de cambio vs USD (final período)	20,74	19,67	19,65	18,93	19,88	20,99	21,69	23,65	24,66
Tipo de cambio vs Euro (final período)	21,86	23,59	22,50	21,27	24,40	25,84	26,83	29,06	30,47
Crédito privado (% a/a, media)	16,3	12,1	10,4	9,0	5,2	4,6	7,7	3,0	6,7
Crédito familias (% a/a, media)	12,8	9,9	8,4	6,2	1,6	-777,0	-255,4	-776,1	-255,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,5	1,7	-0,8	6,2	3,7	16,4	14,4	14,5	13,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	12,8	10,7	12,4	16,4	22,6	20,1	15,4	20,7	17,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2021.

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



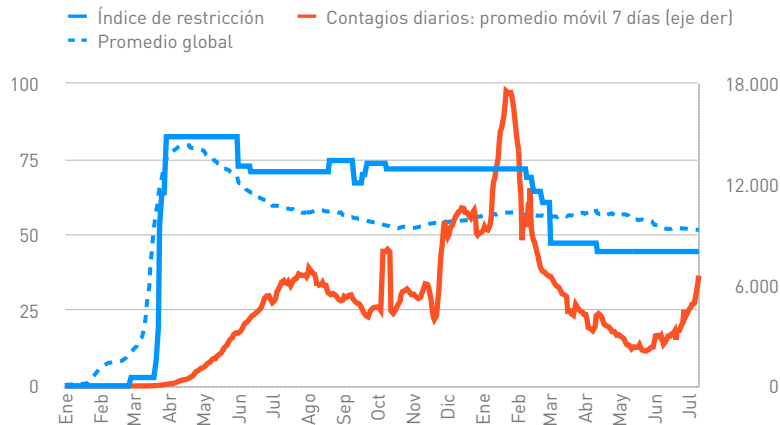
impulso de cara a los próximos trimestres. Esperamos concretamente que la inversión, que ha estado muy mermada desde 2019, empiece a activarse. Asimismo, se espera un comportamiento favorable del consumo y de las exportaciones, que sustente un crecimiento del PIB en el entorno del 5,4% y del 2,9% para el año 2022 (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Por otra parte, la inflación presiona al alza, con un 5,88% en junio, con la subyacente en 4,58% y la no subyacente en 10,00%. Continúa la inflación en mercancías (5,81%) y en la energía (+12,45%). La presión en la inflación está relacionada con el contexto externo inflacionario, originado en las materias primas, y con la sequía que afecta a productos agrícolas y carne. El Banco de México, en su reunión del 24 de junio, ha subido los tipos

oficiales en 25 puntos básicos, hasta el 4,25%, sorprendiendo al *consensus* de analistas, considerando que la subida era necesaria para evitar efectos adversos en las expectativas de inflación, alcanzar un ajuste ordenado de los precios relativos y facilitar la convergencia de los precios hacia el objetivo de los 3%.

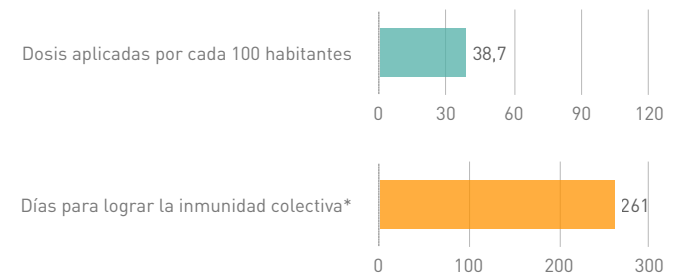
México ha tenido elecciones federales el 6 de junio, que ha resultado en una mayoría simple de Morena con el Partido del Trabajo, con un total de 235 diputados, a los que se le podría sumar el apoyo de 48 del Partido Verde. El presidente ha anunciado el nombramiento de Rogelio Ramírez de la O como nuevo secretario de Hacienda, mientras que Arturo Herrera (el saliente secretario de Hacienda) será propuesto como gobernador del Banco de México en diciembre.

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 12/07/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 70% de la población total

Los riesgos para la economía mexicana están relacionados con las políticas públicas, tanto a nivel de control de la crisis de salud como en la recuperación de la confianza inversora, como se ha reflejado desde hace 2 años con la caída de la inversión. Por el lado positivo, se tiene la fuerte recuperación de la economía estadounidense que favorecerá la industria manufacturera y las exportaciones. Asimismo, la subida del precio del petróleo y del volumen de exportaciones favorecerá la actividad total y a las cuentas públicas.

1.2.10 Brasil

La pandemia no remite y la recuperación está en riesgo por el aumento de la inflación.

La economía brasileña creció un 2,2% a/a (ajustado de estacionalidad; 1,0% a/a, sin ajustar), el consumo ha caído -1,7%, y el gasto del gobierno -4,9%, en medio de una pandemia cuya tendencia, con altos y bajos, es aún de empeoramiento. La vacunación avanza, aunque todavía se encuentra en niveles del 27% (con 53,1 dosis aplicadas por cada 100 habitantes), implicando niveles de restricción (*Stringency index*) en el primer trimestre que todavía estaban por encima del 70%, los cuales se han relajado en el segundo trimestre al 61% a principios de julio (véase la Gráfica 1.2.10-c).

- La inflación subió al 8,1% en mayo, con presión en alimentos, electricidad y combustibles.
- El banco central ya entró en ciclo alcista de tipos de interés, lo que dificulta la recuperación.
- Los indicadores de producción mejoran y se espera que consumo, inversión y exportaciones impulsen la actividad.
- La pandemia no está controlada y las restricciones podrían volver.

La actividad en la industria mejora, con un aumento en la producción de un 34,7% en abril, donde la encuesta de la Confederación de la Industria también apunta a una continua mejora (61,7% en junio). El consumo privado en el primer trimestre todavía caía (-1,7% a/a), pero se espera que en el segundo trimestre rebote significativamente a medida que se relajaron las restricciones. En cuanto a las perspectivas para la totalidad del año son de mejora, pero el nivel de incertidumbre es relativamente alto ya que la pandemia no está en fase de remitir todavía. Los índices de gestores de compras (PMIs) siguen mejorando: compuesto en 49,2 puntos (mayo), manufacturero en 56,4 (junio) y el de servicios en 48,3 puntos (mayo).

En este contexto, como se presenta en la Tabla 1.2.10 y en las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b, hemos elevado la previsión de crecimiento del PIB al 5,1% (desde 3,6%) para 2021, lo que nos lleva a ajustar la de 2022 a la baja al 2,2% (desde 2,8%), esperando una recuperación en el consumo (+4,8%), en las exportaciones (+5,6%) y un fuerte rebote en la inversión (+17,3%).

La inflación, por su parte, subió al 8,1% (IPCA general) en mayo, debido a los precios de la electricidad, los combustibles y la alimentación que sube un 12,5% (15,4% la alimentación en el hogar), destacando la subida de la carne (+38% a/a) y de los cereales (+37,5%). Además, la electricidad depende mucho de la producción hídrica y los embalses se encuentran en su nivel más bajo de los últimos 20 años. El banco central, en su reunión de junio, ha subido los tipos de interés SELIC en 75 puntos básicos hasta el 4,25%, debido a las presiones inflacionarias. Ha indicado que ve como "apropiada" la normalización de la política monetaria hasta un nivel neutral de 6%-7%. De esta forma, es de esperarse en la próxima reunión otra subida de 75 puntos básicos, hasta un 5%.

Claramente la inflación, el impacto de la sequía en los precios de la electricidad, la subida en los alimentos y las consecuentes subidas de tipos de interés, podrían hacer descarrilar la recuperación, ya que la epidemia no está controlada y, aunque con altos y bajos, la curva de

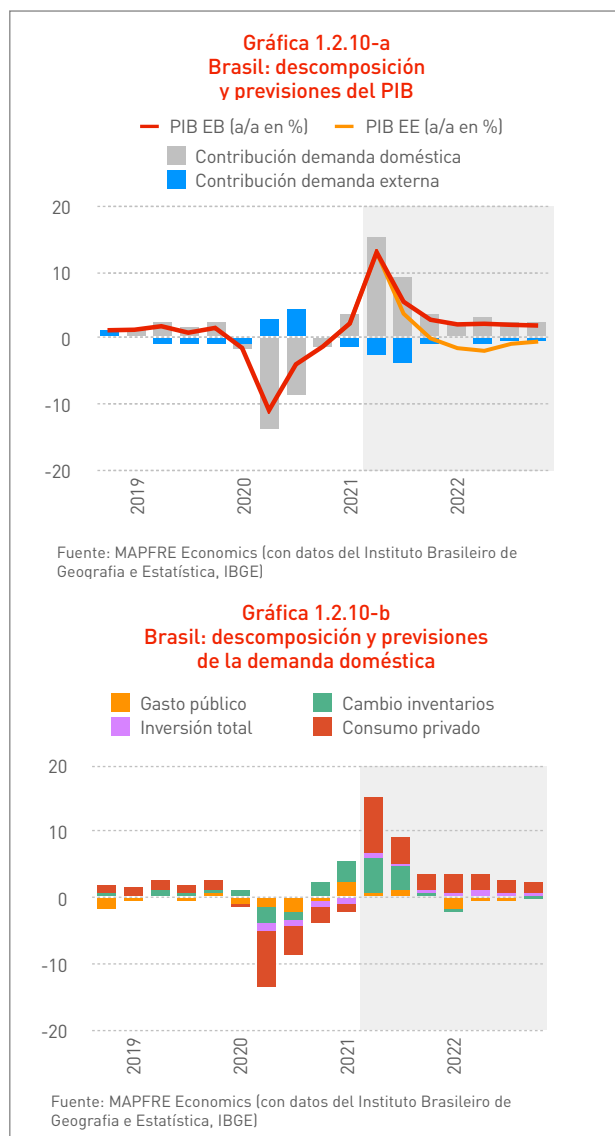


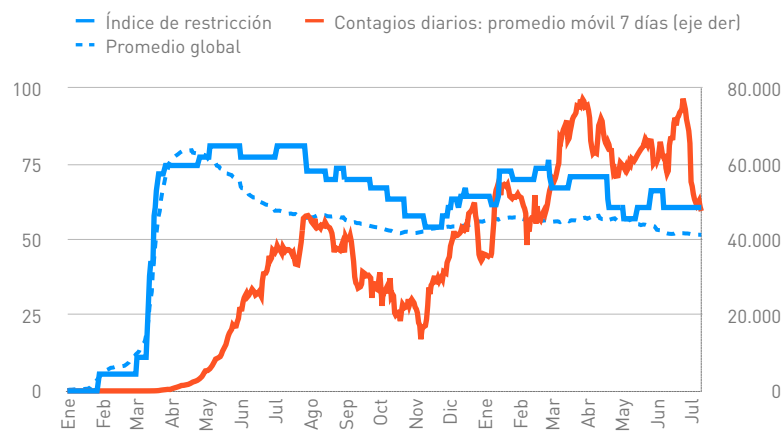
Tabla 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	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	5,1	2,2	4,6	-1,2
Contribución de la demanda doméstica	-5,3	2,1	2,3	2,0	-5,8	7,2	2,5	6,5	-1,6
Contribución de la demanda externa	1,8	-0,4	-0,7	-0,6	1,5	-2,2	-0,3	-2,0	0,4
Contribución del consumo privado	-2,6	1,3	1,6	1,5	-3,8	2,6	2,3	2,2	-0,9
Contribución de la inversión total	-2,1	-0,4	0,9	0,6	-0,1	3,4	0,2	3,1	-0,7
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	3,8	3,4	3,3	-1,3
Consumo público (% a/a)	0,2	-0,7	0,8	-0,4	-4,7	1,1	3,4	1,1	3,4
Inversión total (% a/a)	-12,2	-2,6	5,3	3,4	-0,6	17,3	0,9	15,6	-3,5
Exportaciones (% a/a)	0,9	5,1	3,4	-2,3	-2,1	5,6	6,0	3,7	1,0
Importaciones (% a/a)	-10,3	7,3	6,8	1,1	-10,4	17,3	6,3	14,6	-1,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	12,0	11,8	11,6	11,0	13,9	12,0	11,9	12,7	13,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,3	2,9	3,7	4,3	4,5	5,4	3,7	6,7	5,4
Balance fiscal (% PIB)	-9,0	-7,8	-7,0	-5,8	-13,6	-6,8	-6,5	-7,1	-7,9
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,5	-1,7	-1,5	-0,8	-9,4	-2,3	-2,1	-2,6	-3,3
Balance comercial (% PIB)	2,5	2,8	2,3	1,4	2,2	3,2	3,1	3,6	4,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,4	-1,1	-2,7	-3,5	-1,7	-1,3	-1,9	-1,0	-0,4
Tipo de interés oficial (final período)	13,75	7,00	6,50	4,50	2,00	7,00	7,00	7,04	9,41
Tipo de interés a 3 meses (final período)	13,65	6,90	6,40	4,40	1,90	6,89	6,91	6,93	9,26
Tipo de interés a 10 años (final período)	11,42	10,21	9,24	6,81	6,98	9,25	9,52	9,73	11,48
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,26	3,31	3,87	4,03	5,20	5,25	5,44	5,99	6,18
Tipo de cambio vs Euro (final período)	3,44	3,97	4,44	4,53	6,38	6,46	6,73	7,37	7,64
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	4,4	4,7	7,0	10,8	10,1	13,9	9,4	13,8	8,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	17,2	17,4	16,4	16,2	19,4	14,1	11,9	14,8	14,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2021.

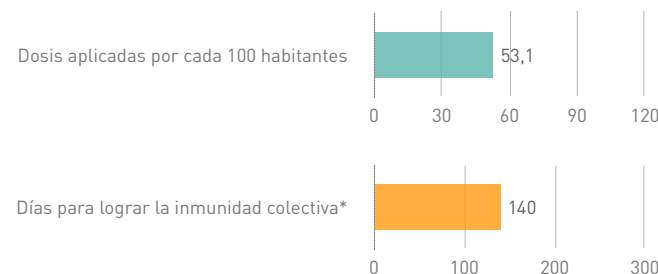
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

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 12/07/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 70% de la población total

contagios sigue una tendencia de fondo al alza. Asimismo, si las medidas de apoyo a la economía se prolongan, podrán llevar a déficits persistentes y poner en riesgo la solvencia soberana. Para poder garantizar la solvencia a medio plazo son necesarios cambios estructurales en el gasto público.

1.2.11 Argentina

La recuperación se beneficia con la subida del precio de las materias primas, aunque el consumo aún está condicionado por la pandemia.

La economía argentina creció un 2,5% a/a (+2,6% t/t) con el consumo todavía muy condicionado por las restricciones (-0,7%) y el consumo público por las limitaciones presupuestarias (-0,5%). Las exportaciones

crecen discretamente (+1,2%), en tanto que la inversión es la que se está comportando mejor (+38,4%).

La pandemia sigue con una incidencia alta, con más de 400 casos/millón en junio, aunque disminuyendo desde el pico de más de 700 casos/millón dado a finales de mayo. Las restricciones siguen muy elevadas (*Stringency Index* del 75% a inicios de julio) y los niveles de vacunación son aún bajos, con un coeficiente de 53,2 dosis aplicadas por cada 100 habitantes, similar a los niveles de Brasil (véase la Gráfica 1.2.11-c).

En este contexto, se ha ajustado la previsión de crecimiento del PIB al 5,8% en 2021 (desde el 6,0%), y la de 2022 al 2,6% (desde el 3,2%). La recuperación depende en gran medida de las exportaciones y de la in-

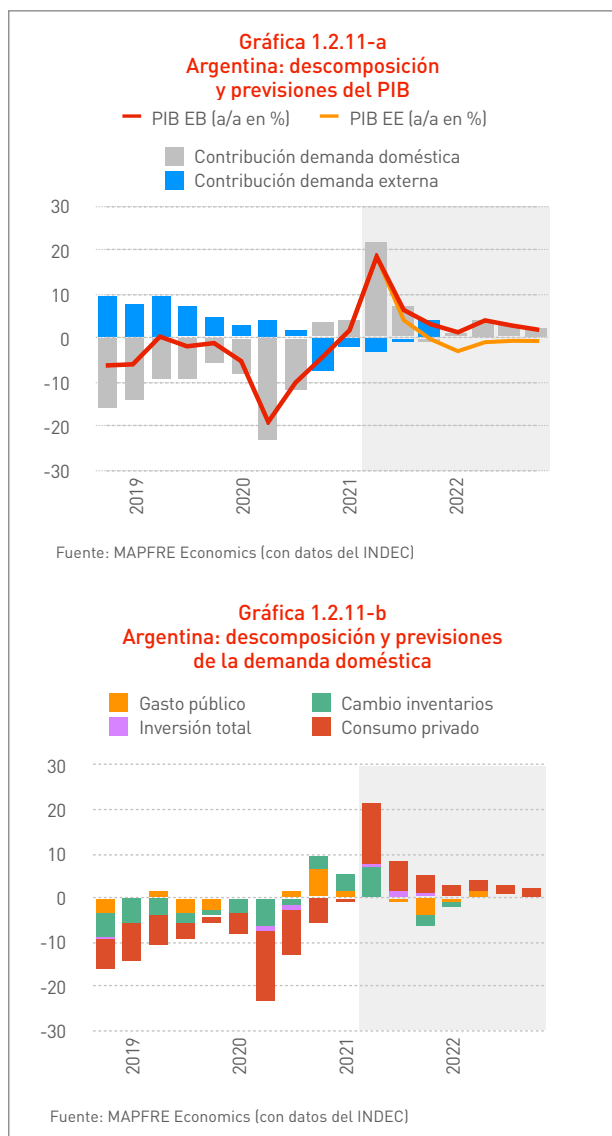


Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	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	-2,1	-9,9	5,8	2,6	5,1	-0,5
Contribución de la demanda doméstica	-1,7	6,6	-4,0	-8,8	-10,2	6,2	2,4	5,2	-0,7
Contribución de la demanda externa	-0,4	-3,8	1,4	6,7	0,3	-0,4	0,2	-0,1	0,2
Contribución del consumo privado	-0,6	3,1	-1,7	-4,7	-9,0	4,3	2,2	3,9	-0,1
Contribución de la inversión total	-1,1	2,8	-1,2	-2,7	-2,2	2,2	-0,2	1,5	-1,1
Contribución del gasto público	-0,1	0,4	-0,2	-0,1	-0,7	0,6	0,4	0,6	0,4
Consumo privado (% a/a)	-0,8	4,2	-2,2	-6,6	-13,1	6,3	3,1	5,7	-0,2
Consumo público (% a/a)	-0,5	2,6	-1,7	-1,0	-4,7	4,3	2,7	4,3	2,7
Inversión total (% a/a)	-5,8	13,4	-6,0	-16,0	-13,0	12,4	-1,2	8,7	-6,5
Exportaciones (% a/a)	5,3	2,6	0,5	9,0	-17,7	8,7	3,9	7,5	-2,3
Importaciones (% a/a)	5,8	15,6	-4,5	-19,0	-18,1	10,3	2,9	7,4	-3,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,6	7,2	9,1	8,9	11,0	9,3	8,1	10,3	9,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	37,5	23,3	47,4	52,2	36,1	44,9	30,3	49,2	32,7
Balance fiscal (% PIB)	-5,8	-5,9	-5,0	-3,8	-8,5	-5,0	-3,4	-5,2	-4,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-4,2	-3,8	-2,3	-0,4	-6,5	-3,6	-2,0	-3,8	-2,8
Balance comercial (% PIB)	0,8	-0,8	-0,1	4,1	3,8	3,8	3,9	4,1	4,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,7	-4,8	-5,0	-0,9	0,8	1,1	0,9	1,1	1,7
Tipo de interés oficial (final período)	24,75	28,75	59,25	55,00	38,00	38,00	24,00	35,83	24,20
Tipo de interés a 3 meses (final período)	26,23	27,44	56,76	45,13	29,55	31,00	22,75	31,58	23,48
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,00	5,91	10,86	19,36	14,61	10,77	7,90	12,13	9,25
Tipo de cambio vs USD (final período)	15,89	18,65	37,70	59,89	84,15	120,54	149,68	146,44	170,61
Tipo de cambio vs Euro (final período)	16,75	22,37	43,17	67,28	103,26	148,44	185,16	179,97	210,86
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: 12 julio 2021.

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

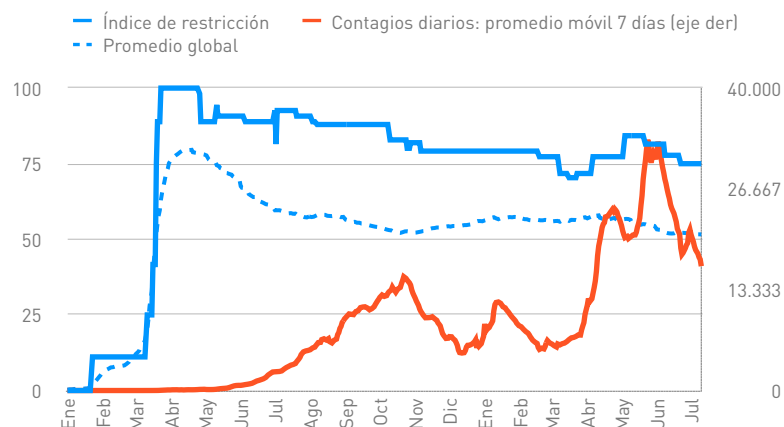
versión, ya que el consumo todavía está pendiente de la restauración de los niveles de movilidad habituales (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b). En cualquier caso, se espera una mejora significativa en el consumo de cara al segundo semestre, donde el índice de indicadores adelantados subió al 40,7% en abril, corroborando una recuperación de la actividad.

- **La inflación se acerca a los 50%, a pesar de los precios de *utilities* “gestionados”.**
- **La moneda seguirá depreciándose, con la masa monetaria creciendo por encima del 30%.**
- **Se ha revisado a la baja el crecimiento, ya que la recuperación depende de las exportaciones y de la inversión, puesto que el consumo todavía dependerá de la restauración de los niveles de movilidad habituales.**

La inflación se ha situado en un 48,8% en mayo, subiendo desde los 46,3% de abril. La subida de precios se está verificando en todos los segmentos, incluyendo alimentos, ropa, transporte, ocio y cultura, a la vez que el gobierno intenta mitigar la inflación mediante el control de precios en electricidad y gas (+26%) y comunicaciones (+20%) que suben menos. 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 45,4%, en todos los casos, con los tipos reales negativos. Con la base monetaria M3 creciendo al 30% anual (junio), la moneda continúa su gradual depreciación. El peso argentino ya ha superado el listón de los 95 pesos/USD.

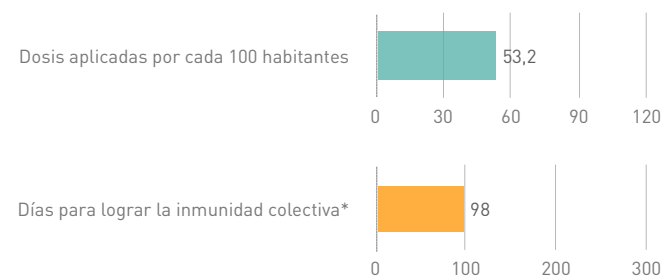
Argentina tendrá elecciones legislativas de mitad del mandato el 14 de noviembre de 2021, así que no se esperan grandes cambios en las políticas

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 12/07/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 70% de la población total

públicas hasta entonces. El gobierno está centrado en contener la inflación, que todavía deberá estar por encima de los 46% en 2021, mediante el control de algunos precios clave, y también en asegurar la estabilidad de la moneda manteniendo controles de cambio. Sin embargo, los mercados de tipo de cambio saben leer este control “gestionado” de la inflación y saben que esta gestión puede revertirse más adelante.

En este contexto, es claro que Argentina necesita un plan de consolidación fiscal y un freno en la expansión monetaria. Estos objetivos serán muy difíciles de alcanzar, sobre todo, en medio de una pandemia y en año electoral, así que la estabilidad macroeconómica sigue siendo de alto riesgo. Por otra parte, como dato positivo, se encuentra la recuperación de los precios de la energía y otras materias primas, puesto que pueden favorecer las exportaciones, los ingresos fiscales y disminuir los desequilibrios macroeconómicos.

1.2.12 China

El claro vencedor de la pandemia. Demanda interna fuerte y atas exportaciones.

La economía de China ha crecido un 7,9% (a/a ajustado de estacionalidad) en el segundo trimestre de 2021 (1,3% t/t) que, aunque considerando el efecto de base (caída de -6,8% a/a en el primer trimestre de 2020), sigue siendo un crecimiento espectacular. Las exportaciones crecieron un 33,7% en el primer trimestre (después de la caída de un -10% el año anterior), y en abril y mayo siguieron fuertes (+22% y +18% respectivamente). De esta forma, las exportaciones para todo el año 2021 podrán crecer en el entorno del 19%. China, en su fortaleza, está sustituyendo en producción industrial y exportaciones a otros países del Este asiático que no están consiguiendo responder a la demanda externa por las limitaciones generadas por la crisis de salud. Las importaciones, por su parte, también siguen fuertes, por encima del 30% (32,2% en abril y 39,5% en mayo), tanto por la fortaleza de la demanda interna como por la importación de

materias primas para fabricación. De esta forma, se espera que el consumo crezca un 8,9% y el gasto del gobierno lo haga un 6,4%. Las restricciones, según el *Stringency Index*, se mantienen más altas que en muchos países occidentales (66% a inicios de julio), a pesar de que los casos de contagio y fallecimientos aparentemente son muy bajos, en tanto que la vacunación presenta un coeficiente de 94,9 dosis aplicadas por cada 100 habitantes, similar al de los países avanzados. (véase la Gráfica 1.2.12-c).

Con respecto a indicadores que adelantan el comportamiento en los próximos meses, los índices de gestores de compras (PMIs) se situaron, en junio, en 51,0 en el caso del manufacturero, y en 55,2 puntos el no-manufacturero, ambos en zona de expansión. Asimismo, la producción industrial crecía al 9,8% en abril y las ventas al por menor al 17,7%. Con esto, esperamos que la economía de China crezca un 8,4% en 2021, seguido de un 5,7% en 2022; unos niveles extraordinarios para una economía que en 2020 creció un 2,3% (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

La inflación muestra una moderación en junio, con un IPC del 1,1%. Por otro lado, los precios al productor están notando ya la subida de las materias primas, con 8,5% en mayo y 6,8% en abril. El aumento se refleja principalmente en los transportes, por el precio de los combustibles. La inflación subyacente (sin energía y alimentos) está en 0,7%, así que si el precio de la energía se mantiene controlado la

- La economía china deberá crecer 8,4% en el 2021, tras lograr un crecimiento de 2,3% en 2020.
- El sólido sector exterior de China sustituye las exportaciones a las que otros vecinos asiáticos no están pudiendo responder.
- La política fiscal seguirá expansiva en los próximos años, con déficits superiores al -7%.
- Por ahora, se anticipa una perspectiva estable en materia de política monetaria.

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	6,8	6,0	2,3	8,4	5,7	6,0	1,7
Contribución de la demanda doméstica	7,7	6,6	7,2	5,1	2,0	6,3	6,3	3,9	1,8
Contribución de la demanda externa	-0,8	0,3	-0,5	0,9	0,3	2,1	-0,6	2,1	-0,1
Contribución del consumo privado	3,4	3,7	3,2	2,3	-1,3	3,4	3,8	2,2	1,3
Contribución de la inversión total	3,1	2,6	3,1	1,9	2,2	2,1	2,4	0,8	0,4
Contribución del gasto público	1,2	0,3	1,1	1,2	1,2	1,0	0,3	1,1	0,3
Consumo privado (% a/a)	8,8	9,4	8,1	5,9	-3,4	8,9	9,8	6,0	3,4
Consumo público (% a/a)	7,4	1,6	7,1	7,5	7,5	6,4	1,9	6,4	1,9
Inversión total (% a/a)	7,3	6,2	7,3	4,5	5,2	5,1	5,8	2,0	1,0
Exportaciones (% a/a)	1,8	6,9	4,4	2,4	2,1	16,5	5,2	13,7	-1,2
Importaciones (% a/a)	3,2	8,1	6,9	-1,0	-1,9	9,5	10,8	5,9	-0,4

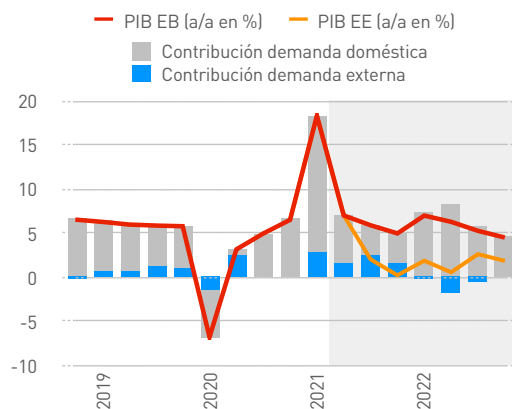
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,8	3,8	3,7	4,5	4,9	4,1	3,6	4,9	5,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,2	1,8	2,2	4,3	0,1	2,7	2,4	3,9	3,2
Balance fiscal (% PIB)	-4,3	-4,8	-4,7	-5,6	-8,6	-7,4	-7,2	-8,1	-9,5
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,6	-1,8	-1,5	-2,2	-5,0	-4,1	-4,1	-4,8	-6,1
Balance comercial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

Tipo de interés oficial (final período)	3,00	3,25	3,30	3,25	2,95	2,95	3,00	2,75	3,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	4,25	5,53	3,70	3,20	3,03	3,00	3,11	2,75	2,79
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,01	3,88	3,23	3,14	3,14	3,38	3,70	4,24	4,78
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,94	6,51	6,88	6,99	6,52	6,53	6,51	6,63	6,57
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,32	7,80	7,87	7,85	8,00	8,04	8,06	8,15	8,12

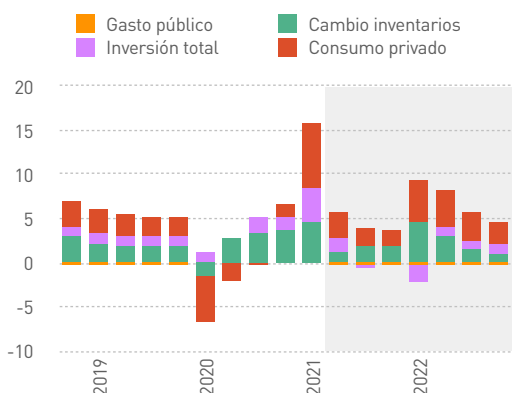
Crédito privado (% a/a, media)	13,8	13,1	12,9	13,1	13,1	12,2	9,7	10,7	3,3
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	31,3	29,9	28,8	29,0	33,4	32,9	30,2	34,2	33,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2021.

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

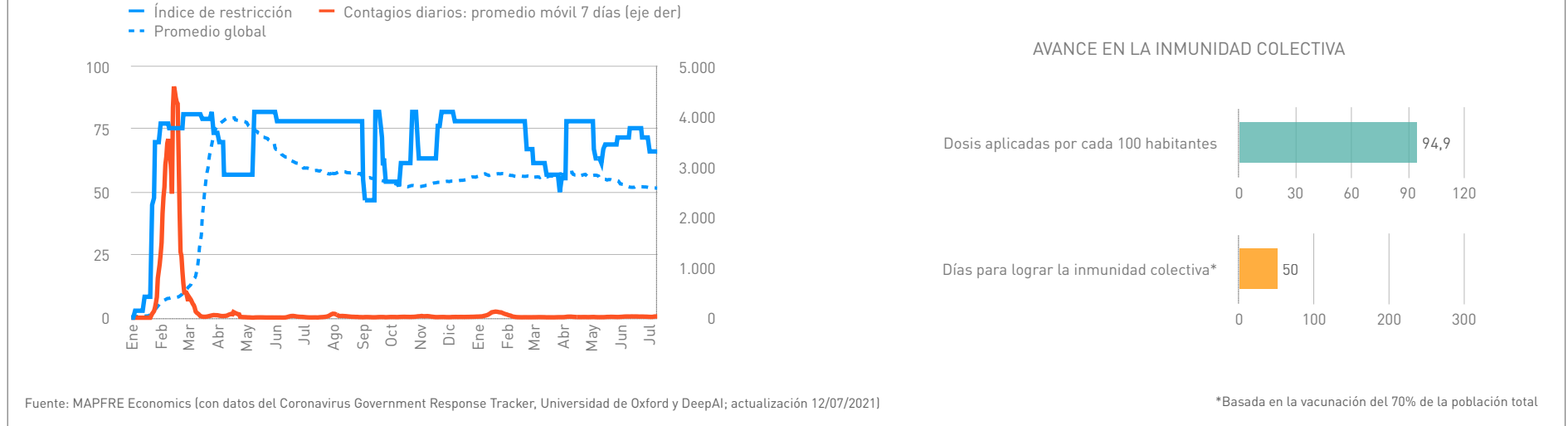
Gráfica 1.2.12-a
China: descomposición
y previsiones del PIB

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BoPRC)

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

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BoPRC)

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



inflación general también se debería mantener controlada, por lo que esperamos un 1,4% en 2021. En cuanto los tipos de interés, se prevé que el tipo de referencia no sufra cambios, al menos hasta el segundo semestre de 2022. Con la fortaleza que está mostrando la economía no pareciera haber necesidad de que el Banco Central relaje la política monetaria, pero tampoco en el sentido contrario, ya que la inflación está controlada. La política fiscal es expansiva, con déficits por encima del -7% del PIB en los próximos años (-7,1% estimado en 2021).

Los riesgos en este momento son más al alza, con el consumo privado fuerte y las exportaciones más aún, y con China respondiendo de la demanda que los países vecinos no están consiguiendo satisfacer por la crisis sanitaria. El riesgo a la baja que podría anticiparse es que haya un

sobrecalentamiento de la economía, la vuelta de la preocupación sobre burbujas de activos y que el Banco Central decida anticipar las subidas de tipos de interés y endurecer las demás medidas de política monetaria.

1.2.13 Indonesia

Se afianza una recuperación gracias a las exportaciones y, más gradualmente, por el consumo.

El PIB del primer trimestre se contrajo un -1,0% t/t (-0,7% a/a), mostrando cómo las restricciones seguían pasando factura al consumo. De cara al segundo trimestre y siguientes, el panorama se mantiene complejo. Los casos de Covid-19 parecen haber repuntado en

junio debido a las fiestas religiosas del mes de mayo. Los índices de movilidad en ese mes indicaban una movilidad normal en el pequeño comercio y ocio, en tanto que el índice de restricciones (*Stringency Index*) sigue siendo alto (69% a principios de julio). La contradicción en estos dos indicadores sugiere un cumplimiento bajo de las restricciones. Al mismo tiempo, el plan de vacunación avanza de manera lenta, con un coeficiente de apenas 18,5 dosis aplicadas por cada 100 habitantes (véase la Gráfica 1.2.13-c).

- **La recuperación de la economía indonesia se está consiguiendo principalmente por las exportaciones y un afianzamiento del consumo privado.**
- **Se ha iniciado en junio un repunte de los contagios y las restricciones se mantienen relativamente altas.**
- **La movilidad en el comercio y ocio se ha recuperado, pero no ha sido por levantamiento de restricciones, sugiriendo una cierta tolerancia al riesgo del virus.**

Se espera que el consumo vuelva a niveles más normales de cara a los próximos trimestres (+4,5 -5,0% a/a). El mayor empuje para el PIB viene de las exportaciones, que ya en el primer trimestre crecieron un 6,7%, pero que en totalidad del año podrán crecer un 15%. El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero de junio bajó a 53,5 puntos, con las componentes del PMI de pedidos y fabricación por encima del 58 y 59, respectivamente. El déficit por cuenta corriente se está ampliando (estimado -1,6% en el promedio de 2021) debido a que las importaciones (relacionadas con la recuperación del consumo e insumos para fabricación) están aún más fuertes que las exportaciones. Así, nuestra previsión de crecimiento del PIB se ha revisado al 4,7%, y 5,5%, respectivamente, para 2021 y 2022 (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

La inflación, por su parte, se ha situado en el 1,7% en mayo, con la subyacente en 1,4%, lo que es un nivel muy moderado para lo que está ocurriendo a nivel global. La inflación deberá subir en los próximos trimestres motivada por los costes de la energía, materias primas y alimentos, reflejo de un fortalecimiento de la demanda tanto interna como externa. El Banco Central de Indonesia ha mantenido los tipos de interés en el 3,50% en la reunión de junio, y no se prevé que los toquen en 2021; más bien es posible que se mantengan en este nivel por un periodo largo, probablemente hasta mediados de 2023 cuando se observe una recuperación clara.

Además de mayores restricciones por un aumento súbito del riesgo sanitario, los riesgos para la economía indonesia provienen de su alta dependencia de la financiación externa. Una subida de tipos de interés a nivel global se reflejaría también en la financiación pública, lo que dificultaría los planes de gasto e inversión público y privado. Una percepción de riesgo más elevado también traería implicaciones para el tipo de cambio.

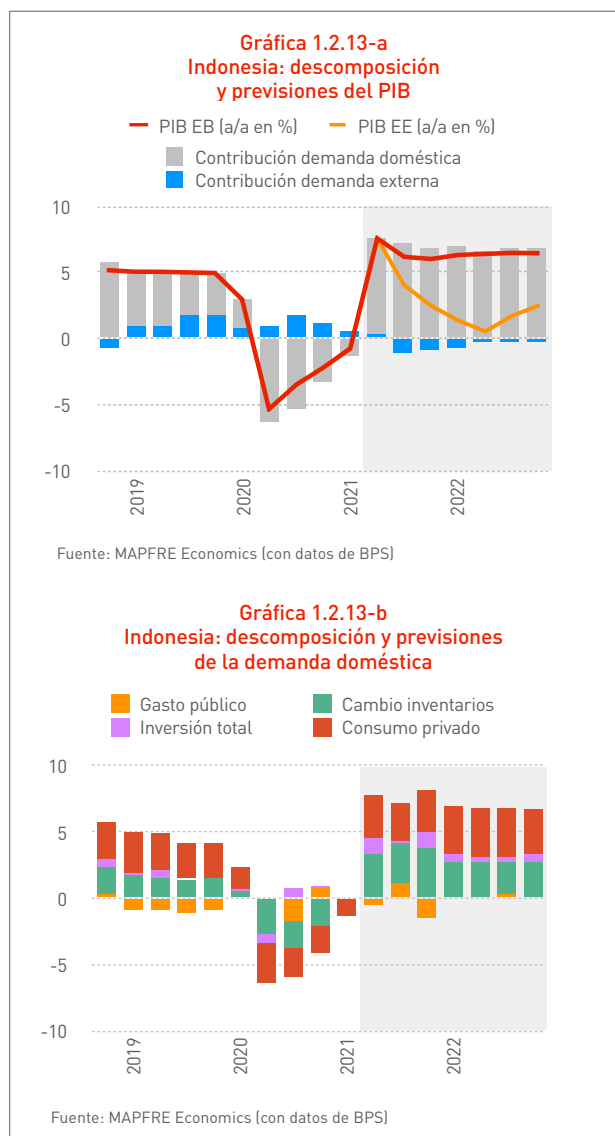
1.2.14 Filipinas

La recuperación se está retrasando, con índices de restricciones todavía elevados.

La economía de Filipinas se contrajo un -4,2% a/a en el primer trimestre de 2021, pero crece un 0,3% con respecto al trimestre anterior. El segundo trimestre de 2021 también se presenta difícil, con el gobierno reintroduciendo restricciones a la libertad de movimiento en abril y mayo. El índice de movilidad en restauración y ocio está un 30% por debajo del nivel habitual. Asimismo, el nivel de restricciones en este momento, medido por el *Stringency Index*, se sitúa en el 75%, en tanto que el proceso de vacunación se desarrolla con lentitud implicando apenas 11,4 dosis aplicadas por cada 100 habitantes (véase la Gráfica 1.2.14-c).

Tabla 1.2.13

Indonesia: principales agregados macroeconómicos

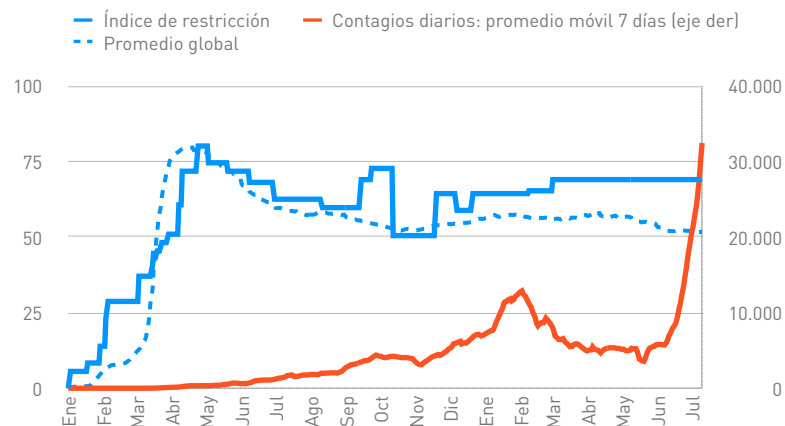


	2016	2017	2018	2019	2020 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 ^(p)	2022 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
PIB (% a/a)	5,0	5,1	5,2	5,0	-2,1	4,7	5,5	3,3	1,5
Contribución de la demanda doméstica	3,7	6,5	7,9	3,0	-5,5	9,0	7,1	3,6	1,8
Contribución de la demanda externa	1,4	-1,4	-2,8	2,1	3,5	-4,2	-1,6	-0,3	-0,3
Contribución del consumo privado	2,8	2,8	2,8	2,9	-1,5	2,0	2,6	1,1	0,7
Contribución de la inversión total	-0,5	1,6	2,6	-1,4	-2,4	4,1	1,3	2,0	0,5
Contribución del gasto público	-0,0	0,2	0,4	0,3	0,2	0,7	0,5	0,7	0,6
Consumo privado (% a/a)	5,0	5,0	5,1	5,2	-2,7	3,6	4,9	2,1	1,3
Consumo público (% a/a)	-0,1	2,1	4,8	3,3	1,9	8,3	6,3	8,3	6,3
Inversión total (% a/a)	-2,4	8,1	12,1	-7,4	-14,7	21,5	6,7	6,2	1,4
Exportaciones (% a/a)	-1,7	8,9	6,5	-0,9	-7,7	16,5	4,1	14,1	-1,8
Importaciones (% a/a)	5,8	6,7	2,0	3,4	25,3	9,4	-0,9	18,8	-0,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,5	5,3	5,1	5,1	6,7	6,4	5,6	7,1	7,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,3	3,5	3,3	2,7	1,6	2,7	3,0	4,2	5,6
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-2,6	-1,7	-2,2	-6,2	-6,2	-4,7	-6,4	-5,6
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	1,8	1,0	2,2	1,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,8	-1,6	-2,9	-2,7	-0,4	-1,7	-2,4	-1,7	-2,5
Tipo de interés oficial (final período)	4,75	4,25	6,00	5,00	3,75	3,50	3,50	4,74	4,69
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7,46	5,48	7,70	5,51	4,06	3,79	3,80	4,98	4,86
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,94	6,31	7,98	7,10	6,10	6,94	7,27	7,54	8,32
Tipo de cambio vs USD (final período)	13.525	13.484	14.380	13.883	14.050	14.622	14.133	16.011	15.675
Tipo de cambio vs Euro (final período)	14.257	16.171	16.465	15.596	17.241	18.005	17.483	19.677	19.372
Crédito privado (% a/a, media)	7,8	8,2	10,8	8,8	1,3	2,9	15,3	3,6	17,7
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	10,1	15,1	5,6	-3,0	-6,0	10,9	17,5	9,7	14,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	22,9	23,6	24,0	22,8	21,4	21,6	22,5	22,1	23,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 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 12/07/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



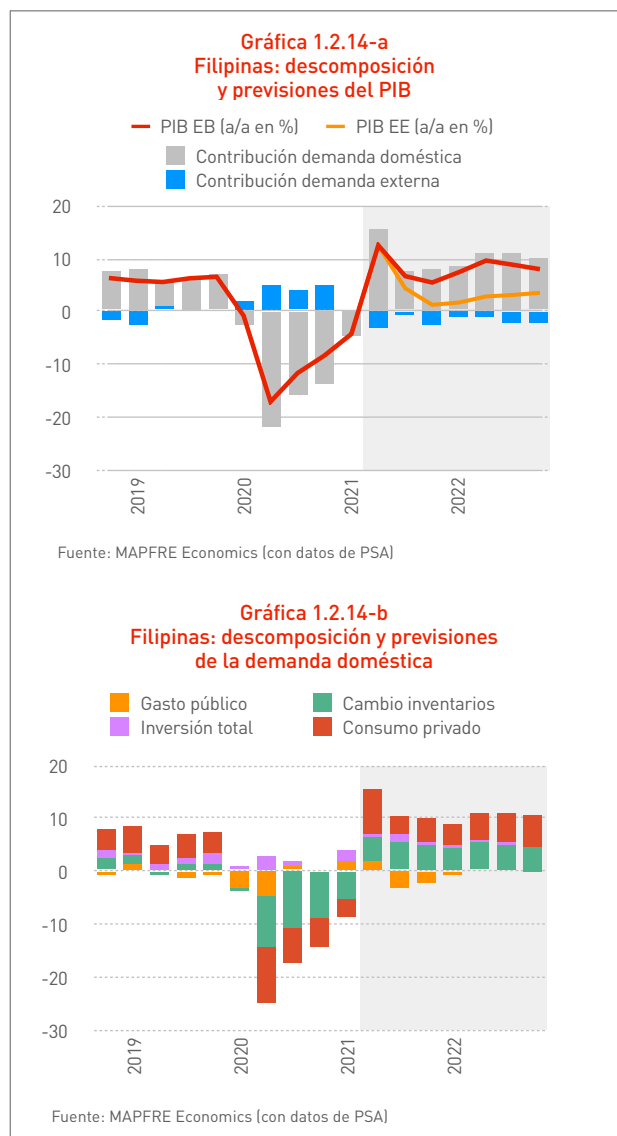
*Basada en la vacunación del 70% de la población total

Se espera que la recuperación económica venga a más en el segundo semestre, ya que en ese período se espera una reducción (a diferencia del primero) de las restricciones de movilidad. Con el consumo de los hogares afectado, el gobierno tendrá que seguir apoyando la economía, alcanzando un déficit fiscal en torno a los -8%. La inversión y las exportaciones deberán apoyar por vía de una mejora de las confianzas y una recuperación en el entorno global. El gobierno ha decidido rebajar el impuesto de sociedades desde el 30% al 25%, como medida de apoyo. Esta reducción de ingresos (que en esta fase de crisis será sustituida por mayor endeudamiento, pero a medio plazo se compensará con la reducción de deducciones fiscales), se aplicará con algún desfase para no prescindir de un soporte muy necesario en esta fase. El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero de junio entró en territorio positivo (50,8 puntos), desde los 49,9 puntos del mes anterior. A pesar de que las

condiciones financieras son favorables, ni el crédito a las empresas ni el crédito al consumo aumentan, posiblemente por la preocupación del futuro. En estas condiciones, hemos revisado nuestra previsión de crecimiento del PIB al 5,4% en 2021 y al 6,9% para 2022 (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

Por otra parte, la inflación se ha situado en 4,5% en abril, con los alimentos subiendo un 4,8%, siendo el transporte el que más aumenta (+17,9%). La subida del precio del petróleo en los últimos meses empujará al alza la inflación general. En su reunión de junio, el Banco Central de Filipinas ha mantenido los tipos de interés sin alteración en 2,00% (*Overnight Repo*). Se prevé que el Banco Central no deberá realizar cambios hasta que no vea que la recuperación se afianza, o bien hasta que la inflación se descontrola. En este sentido, el banco estima que

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	5,4	6,9	3,3	2,9
Contribución de la demanda doméstica	17,8	13,5	15,2	7,3	-19,6	11,1	14,5	4,6	3,8
Contribución de la demanda externa	-10,7	-6,6	-8,9	-1,2	10,0	-5,8	-7,6	-1,3	-1,0
Contribución del consumo privado	5,3	4,3	4,2	4,2	-5,9	3,6	3,5	2,0	0,8
Contribución de la inversión total	6,8	5,9	6,1	0,9	-7,6	4,0	6,1	1,9	2,8
Contribución del gasto público	1,1	0,7	1,6	1,1	1,6	1,1	0,3	1,1	0,3
Consumo privado (% a/a)	7,2	6,0	5,8	5,9	-7,9	4,9	4,9	2,7	1,2
Consumo público (% a/a)	9,4	6,5	13,4	9,1	10,5	7,3	2,0	7,3	2,0
Inversión total (% a/a)	18,8	15,1	14,6	2,3	-21,6	10,7	15,3	8,6	11,6
Exportaciones (% a/a)	9,2	17,4	11,8	2,6	-16,3	8,8	14,4	6,4	7,7
Importaciones (% a/a)	-5,8	-0,2	-0,6	-0,8	37,8	15,8	-2,1	8,5	8,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,7	5,0	5,1	4,6	8,7	8,2	6,6	9,1	8,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,0	3,0	5,9	1,5	3,1	3,8	2,7	5,6	4,3
Balance fiscal (% PIB)	-2,3	-2,1	-3,1	-3,4	-7,6	-7,7	-6,2	-8,0	-8,0
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-11,2	-12,2	-14,7	-13,1	-8,8	-10,1	-10,8	-9,9	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,4	-0,7	-2,6	-0,8	3,6	1,9	0,7	1,7	0,0
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	3,00	4,75	4,00	2,00	2,00	2,25	4,00	3,38
Tipo de interés a 3 meses (final período)	2,50	3,22	5,03	3,97	2,00	2,02	2,41	3,94	3,49
Tipo de interés a 10 años (final período)	4,63	5,70	7,05	4,44	2,97	4,72	5,22	5,41	6,60
Tipo de cambio vs USD (final período)	49,81	49,92	52,72	50,74	48,04	48,55	47,40	53,43	52,05
Tipo de cambio vs Euro (final período)	52,51	59,87	60,37	57,01	58,95	59,79	58,64	65,66	64,33
Crédito privado (% a/a, media)	15,3	17,6	16,8	9,5	4,0	3,3	17,5	4,0	20,0
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)	8,5	9,4	10,3	6,9	-8,0	8,7	12,0	7,3	7,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	9,3	9,7	9,3	8,4	6,0	3,8	7,1	4,4	9,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2021.

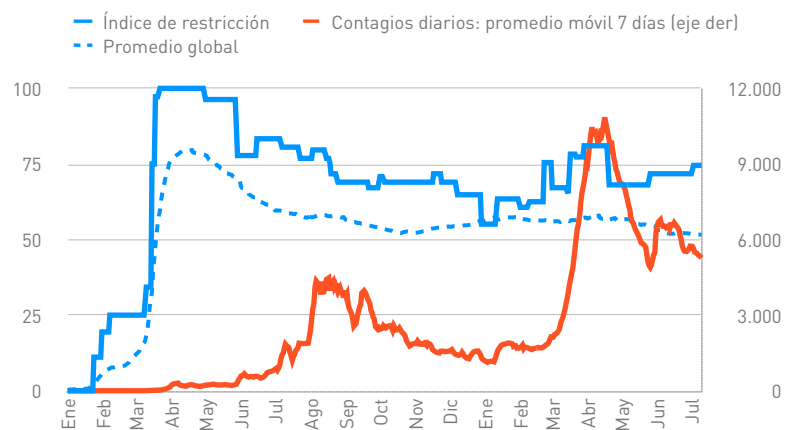
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

esta se sitúe en la banda alta del rango 2-4% en 2021, y considera que los riesgos para la inflación y los riesgos de caída económica en estos momentos están equilibrados, así que las condiciones monetarias son las apropiadas. Las condiciones financieras son favorables, el crédito al consumo decrece (-10,2% en abril) y la masa monetaria M3 crecía al 8,3% en el primer trimestre del año.

- Se espera que el consumo pueda recuperarse en la segunda mitad del año. La recuperación mundial deberá apoyar las exportaciones ya desde el segundo trimestre.
- El escaso avance de la vacunación va aplazando la fecha de normalización de la actividad social y económica.
- No se esperan más bajadas de tipos de interés, debido a la dinámica de la inflación.

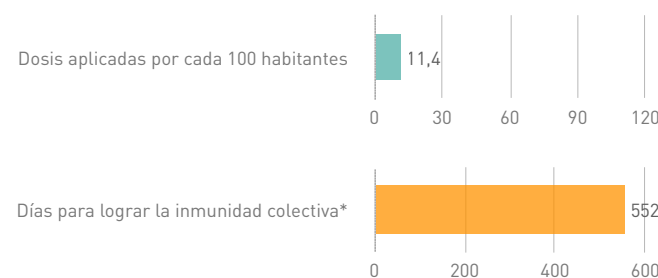
En este momento, el alargamiento de las restricciones de movilidad parece situarse como el mayor riesgo para la recuperación de la economía filipina. Un retraso en la recuperación, que alargue en el tiempo del déficit público y aumente la deuda pública, podría llegar a poner en riesgo su *rating* de crédito de grado de inversión.

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 12/07/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



*Basada en la vacunación del 70% 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

Conforme a las previsiones más recientes de MAPFRE Economics, el crecimiento económico mundial en 2021 podría situarse en un rango entre el 6,0% (escenario base) y el 3,7% (escenario estresado), tras una caída en 2020 en torno al -3,3%, en línea con las estimaciones del anterior trimestre. El nivel de incertidumbre es moderado y se espera una recuperación superior a la caída del año anterior (incluso en el escenario estresado), a pesar de los problemas puntuales que se están produciendo con nuevas variantes del virus. No obstante, muchos países emergentes se encuentran en estos momentos en una fase más retrasada de la recuperación y de la lucha contra la pandemia con un ritmo de vacunación que sigue siendo lento. Esto contrasta con lo que ocurre en los países más desarrollados, en los que se ha producido un gran avance en la vacunación que se ha visto reflejado en una drástica reducción del número de hospitalizaciones y de fallecimientos por Covid-19, lo que, consecuentemente, permite flexibilizar las restricciones a la movilidad y el contacto social y, por lo tanto, favorece a sus economías y al desarrollo de su sector asegurador.

Los bancos centrales continúan con sus políticas monetarias ultra acomodaticias y las autoridades fiscales con los extensos paquetes de ayuda, los cuales siguen dando apoyo a la economía global y a los mercados financieros, nuevamente con la excepción de algunas economías emergentes que están viviendo un repunte de la inflación y tienen agotada su capacidad fiscal, lo que les está obligando en algunos casos incluso a revertir algunas de las medidas previamente adoptadas en apoyo de sus economías.

Este entorno anticipa que la recuperación de esta crisis será asincrónica y desigual. Los mercados aseguradores, por su parte, se han mostrado resistentes durante la crisis, siendo el segmento de Vida el que mayores caídas ha tenido de forma prácticamente generalizada, junto con algunos segmentos de No Vida como el de Autos (compensada parcialmente con el buen comportamiento de los seguros de Salud), pero que ya empiezan a dar síntomas de recuperación.

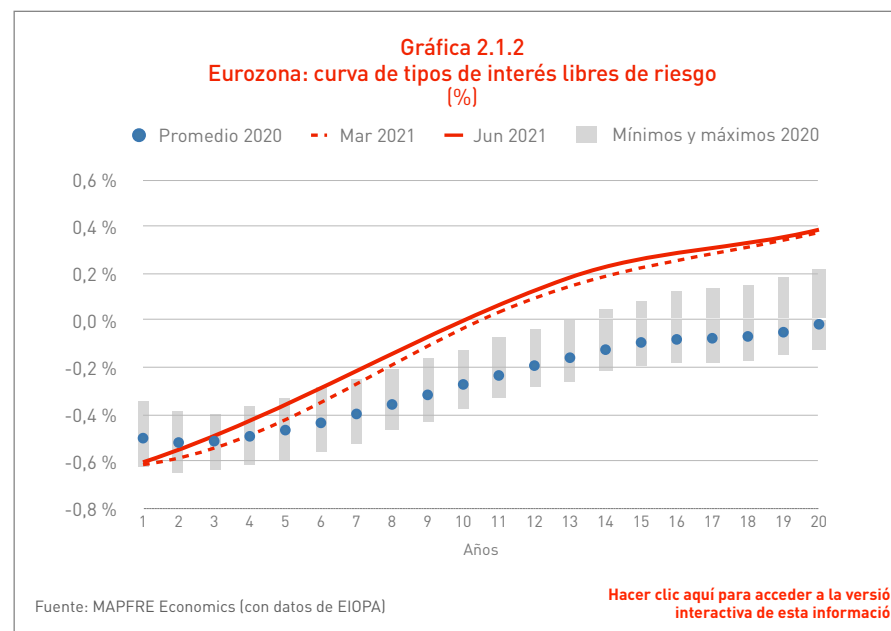
2.1.2 Eurozona

En el caso de la Eurozona, el crecimiento económico previsto para 2021 se sitúa en un rango entre el 4,5% (escenario base) y el 2,3% (escenario estresado), tras una caída estimada en 2020 en torno al -6,7%, lo que sigue mejorando las previsiones realizadas a lo largo del año. Los planes de vacunación se han acelerado y mejoran todos los indicadores

macroeconómicos a consecuencia del levantamiento de buena parte de las restricciones a la movilidad en el segundo trimestre del año. Por otro lado, ya se han realizado dos emisiones de bonos para financiar los cuantiosos planes fiscales de ayuda a través del fondo de reconstrucción de la Unión Europea (*Next Generation UE*), aunque tardarán todavía un tiempo en implementarse. En cualquier caso, la recuperación económica prevista para este año favorecerá la recuperación del sector asegurador que, en 2020, sufrió retrocesos significativos en sus principales mercados, especialmente en el negocio de Vida que se vio afectado tanto por la abrupta contracción económica como por el persistente entorno de bajos tipos de interés de los mercados de la Eurozona. El segmento de No Vida solo se ralentizó, pero no llegó a sufrir retrocesos salvo en algún mercado aislado.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido 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), dejando claro en sus declaraciones de política monetaria que seguirá manteniendo las condiciones monetarias ultra acomodaticias en tanto no vea una clara recuperación económica y se cumpla con su objetivo de inflación (que acaba de reformular en su reunión de 8 de julio para dejarlo expresamente en el 2%, simétrico). Este mensaje se vio reflejado en las curvas producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) que se han estabilizado en el trimestre con una muy ligera subida del tipo de interés libre de riesgo en todos sus tramos, tras la significativa subida que tuvo en el trimestre anterior, volviendo a perder pendiente y con tipos positivos a partir de vencimientos por encima de nueve años (véase la Gráfica 2.1.2⁴). Por tanto, se ha frenado el movimiento al alza de tipos que viene a encarecer el coste de financiación de los agentes económicos y podría perjudicar la recuperación de haber seguido esta tendencia y perdurar en el tiempo.

A pesar del ligero repunte en los tipos de interés libres de riesgo, su nivel continúa siendo bajo, lo que favorece la recuperación económica y a la actividad del sector asegurador especialmente a sus líneas de negocio más cíclicas (No Vida), pero perjudica al negocio de Vida tradicional y, en general, a la rentabilidad de las entidades aseguradoras. Por otro lado, el índice Euro Stoxx 50 siguió con el buen comportamiento que venía mostrando en anteriores trimestres, favoreciendo el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión (tipo *unit-linked*). Por otra parte, la mejora de las expectativas económicas puede ayudar a este negocio, a medida que, junto con el avance hacia la normalización post-pandemia, va decayendo la preferencia de los agentes económicos por mantenerse en posiciones de liquidez.



2.1.3 Alemania

Se prevé que la economía alemana crezca en 2021 en un rango entre el 3,7% (escenario base) y el 1,2% (escenario estresado), tras una caída estimada en 2020 en torno al -5,1% lo que supone una ligera mejora en las expectativas, aunque con mayor incertidumbre. A pesar del mal comienzo de año, los indicadores económicos continúan mejorando y la vuelta al crecimiento (con la ayuda de los amplios paquetes de medidas fiscales expansivas adoptadas) puede ayudar a moderar 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.

De esta forma, el entorno continúa 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. La rentabilidad del bono soberano de Alemania (que en el trimestre anterior había mejorado) ha vuelto a caer en el segundo trimestre, volviendo a niveles negativos en todos los plazos inferiores a los veinticinco años. El DAX alemán, por su parte, ha vuelto a experimentar un crecimiento en el segundo trimestre, aunque más moderado que en el trimestre anterior, lo que puede estimular el desarrollo de productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, aunque en menor medida al estar alcanzando niveles máximos.

2.1.4 Italia

En 2021, se prevé que la economía italiana crezca dentro de un rango situado entre el 4,9% (escenario base) y el 3,1% (escenario estresado), frente a una caída estimada en 2020 del -8,9%. Esto supone una mejora en las expectativas de crecimiento en base a unos indicadores económicos que siguen mejorando tras la reapertura, con la ayuda de los amplios paquetes de apoyo monetario y fiscal por parte del BCE, el gobierno

italiano y la Unión Europea. La vuelta al crecimiento económico prevista para este año ayudará al desarrollo del negocio de su mercado asegurador, el cual 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) a consecuencia de la abrupta contracción económica vivida, con una recuperación gradual de las primas de seguros, en línea con la recuperación parcial prevista para su economía en 2021.

Por otro lado, la fuerte intervención del BCE en los mercados de bonos ha mantenido reducida la prima de riesgo y la prima por plazo de la deuda soberana italiana, por lo que el entorno de tipos es menos favorable para el negocio de Vida. En el segundo trimestre de 2021, el diferencial de rentabilidad sobre el bono alemán a diez años se ha vuelto a relajar, frente al crecimiento moderado que tuvo en el anterior trimestre, en tanto que los mercados de valores se han mostrado algo más volátiles con lo que se complica el entorno para la recuperación de este negocio.

2.1.5 España

La previsión de crecimiento económico para España en 2021 se sitúa en un rango entre el 6,0% (escenario base) y 3,8% (escenario estresado), tras una caída estimada en 2020 del -10,8%. La reapertura de la economía tras el levantamiento de la mayor parte de las restricciones se está reflejando en todos los indicadores económicos, pero la recuperación prevista para 2021 va a estar condicionada principalmente por las consecuencias que puedan tener sobre el turismo las medidas que puedan adoptarse a consecuencia de los nuevos brotes que están incrementando el número de contagios entre la gente joven y de la protección de las vacunas contra las nuevas variantes del virus frente a los contagios, las hospitalizaciones y el número de fallecimientos.

La vuelta al crecimiento económico y la mejora de las expectativas se están trasladando al mercado asegurador, que está experimentando crecimientos en términos interanuales. Con los últimos datos disponibles

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

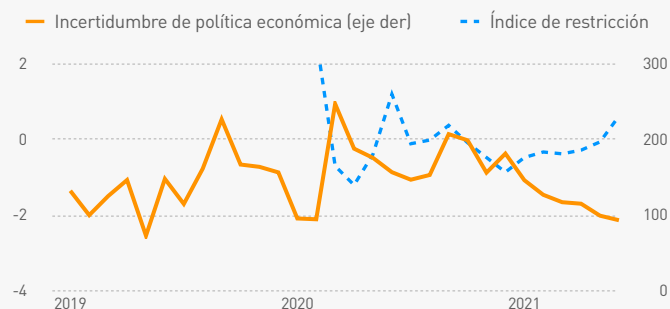
Cambios en el entorno

A partir de la publicación de nuestras anteriores previsiones en abril 2021, España ha conseguido un despliegue de la vacunación con 99,7 dosis aplicadas por cada 100 habitantes, lo que implica más de una tercera parte de la población totalmente vacunada y la totalidad de la población mayor de 65 años. Al mismo tiempo, estos avances han permitido que el inicio de la temporada turística se plantee la intención de, al menos, recuperar la mitad del turismo del año anterior. Estos hechos han marcado una etapa con la mayor tolerancia a la pandemia y menores restricciones a la movilidad desde el estallido de la crisis epidémica en España en marzo de 2020.

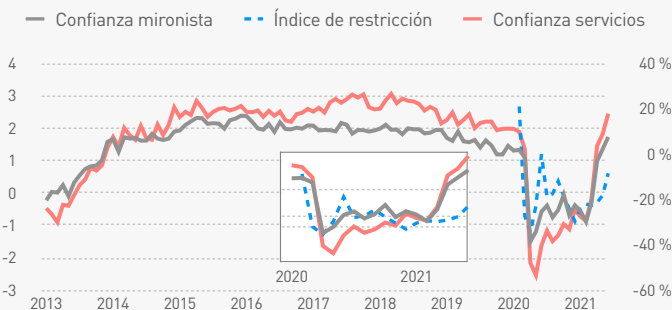
Recientemente, incluso con el fuerte repunte que se anticipaba entre la población joven con el surgimiento de la variante delta del virus, las medidas permanecen, en general, laxas. En el segundo trimestre, se observa que el nivel de restricción que marca el índice de restricción se redujo de manera sostenida entre abril y julio, lo que contribuyó aún más a apuntalar cierta complacencia sociopolítica, como se confirma con el mínimo actual del indicador de incertidumbre (véase la Gráfica A). El efecto de este fenómeno sobre el resto de los canales que determinan las perspectivas de crecimiento de las primas de seguros (expectativas, demanda y sector financiero) fue muy visible en todos los sentidos.

El alzamiento de las restricciones, y concretamente el fin del estado de alarma en España, no solo abundó en la mejora de la confianza industrial ya iniciada el trimestre pasado, sino que finalmente alzó la del sector servicios hasta niveles cercanos pre-crisis (véase la Gráfica B). Los consumidores, por su parte, se hicieron eco de las mejores perspectivas en todos los frentes consumo, empleo, renta y situación financiera, aunque la

Gráfica A
España: índice de restricción vs incertidumbre de política económica

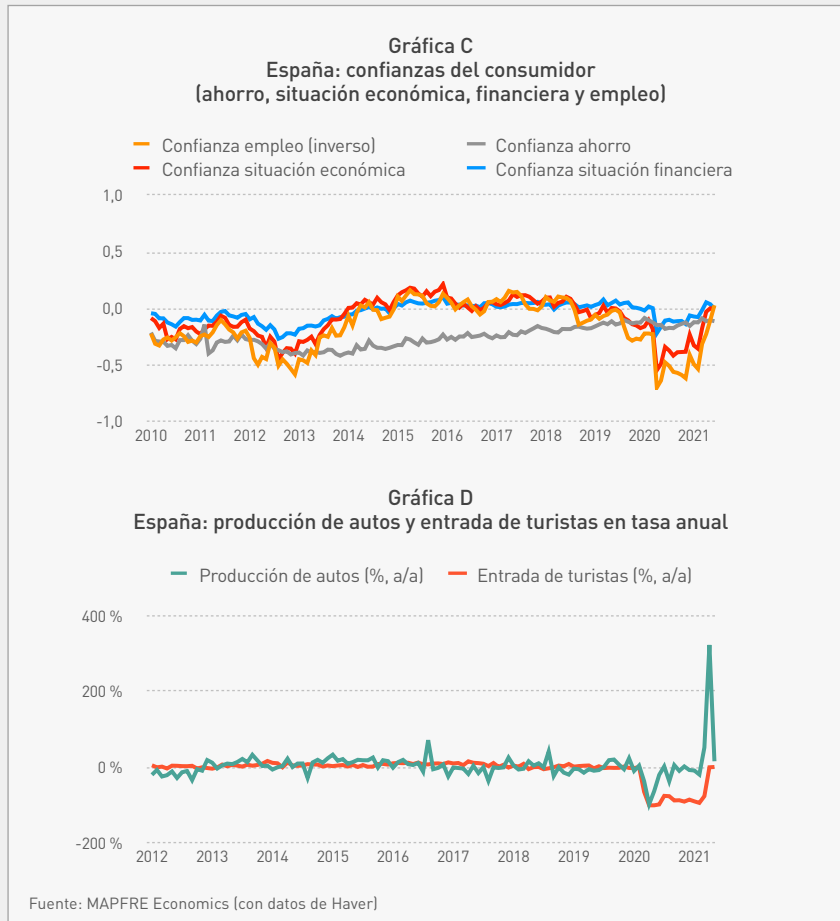


Gráfica B
España: confianza de minoristas y servicios vs índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Oxford Economics y EPU Bloom 2013)

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



situación de liquidez sigue siendo estrecha como ejemplifica las expectativas de ahorro (véase la Gráfica C). En el sector real, el segundo trimestre del año presenció una recuperación moderada tanto en la producción manufacturera (autos) como en la entrada de turistas, aunque aún lejos de las cotas de 2019 (véase la Gráfica D).

En el plano financiero, la menor aversión al riesgo se dejó ver en el menor ritmo de crecimiento de los depósitos, pero esto estuvo acompañado de mayor resistencia a la concesión de crédito, en especial de consumo y empresarial, como resultado del inminente fin del programa de garantías ofrecido por el Estado (véase la Gráfica E). Asimismo, la aceleración de las expectativas de inflación durante el segundo trimestre mantuvo la pendiente de la curva de tipos de interés con una moderada, pero aún leve, inclinación (véase la Gráfica F).

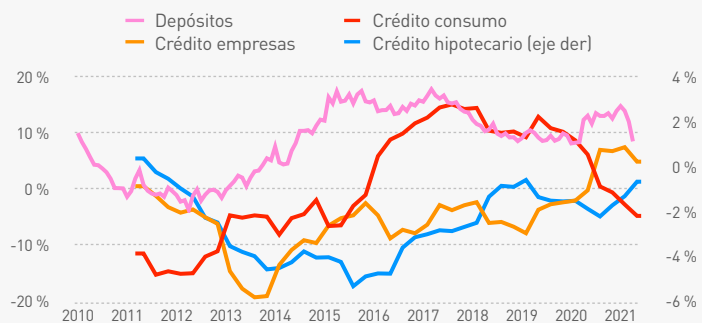
En suma, todos los canales (financieros, reales y de expectativas) recogieron el cambio del entorno hacia el fin del estado de alarma y la relajación de las medidas de confinamiento y distanciamientos social, lo que impactó en las confianzas y, por ende, el consumo y el ahorro de la sociedad; factores que se han trasladado a una recuperación vigorosa de los ingresos aseguradores.

Actualización de las
previsiones de crecimiento de las primas

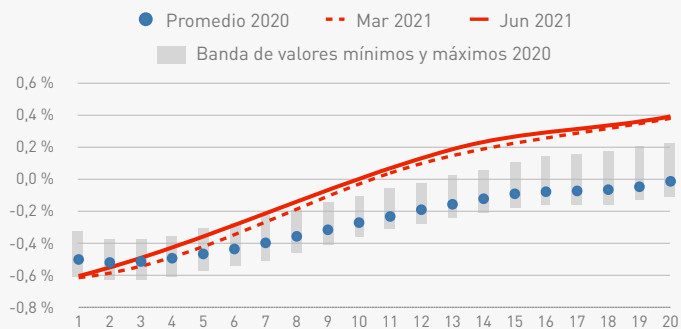
En este contexto, hemos presenciado cómo las primas del segmento No Vida extendieron la dinámica registrada en el primer trimestre 2021, creciendo nuevamente cerca de 2,2% en el segundo trimestre (datos hasta

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

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

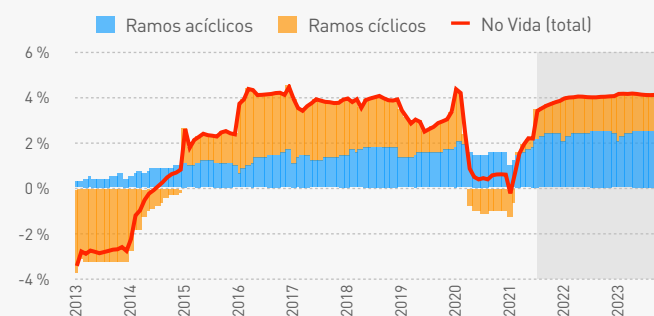


Gráfica F
 Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo

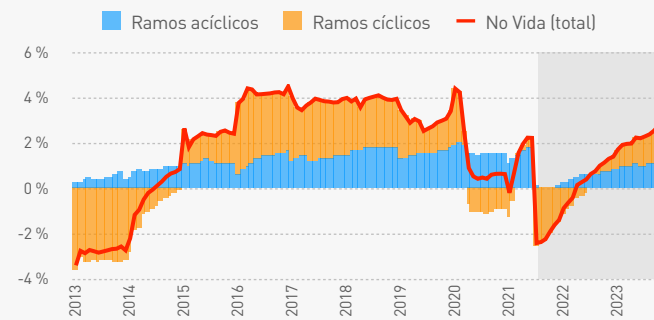


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver y de EIOPA)

Gráfica G
 España: contribución al crecimiento de ramos No Vida (escenario optimista)
 (%)

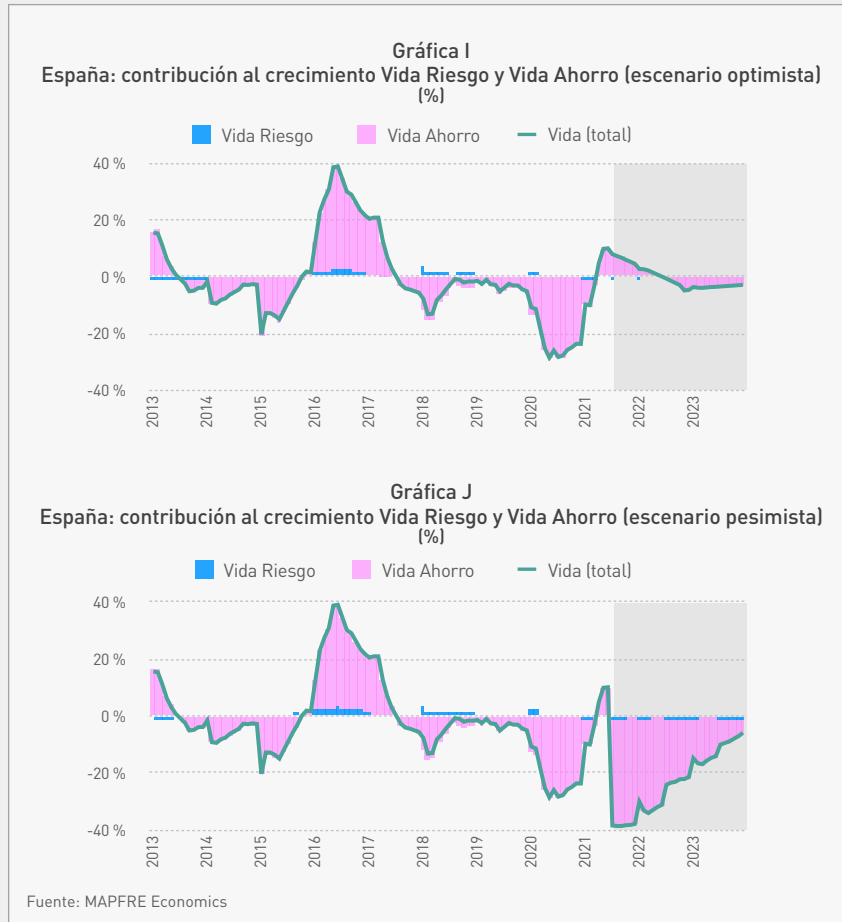


Gráfica H
 España: contribución al crecimiento de ramos No Vida (escenario pesimista)
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics

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



mayo), lo que las mantiene en el cuartil superior de los escenarios que se planteaban hace tres meses, y cuyas previsiones base (escenario optimista) y estresadas (escenario pesimista) mantenemos en esta actualización.

De esta forma, se prevé que en los meses venideros, salvada la campaña de verano, las restricciones que puedan llegar con la variante delta sean selectivas y acontecerán muy cerca ya de la inmunidad de grupo, por lo que se esperaría que prevalezcan las previsiones de nuestro escenario optimista, acercándonos durante los seis meses a la tasa de velocidad de cruce, cercana pero inferior al 4% en el segmento de No Vida. Esta tasa de crecimiento es consistente con la visión de largo plazo que tenemos de acuerdo con los modelos guiados por fundamentales (véase la Tabla A). El motivo es la previsión de que mientras que los ramos acíclicos mantendrán el dinamismo estructural (Salud), los más cíclicos recuperarán el terreno perdido a medida que el consumo se reactive, esto es especialmente relevante en los ramos de Multirriesgo Comercial y Resto de Ramos No Vida, toda vez que el de Autos, si bien verá cierta activación, no recuperará aún la dinámica anterior a la crisis (véanse las Gráfica G). Un escenario alternativo (véanse la referida Tabla A y la Gráfica H) supondría que, debido a la variante delta, las ganancias de confianza y actividad de los últimos meses se desploman y con ellas el consumo y la demanda aseguradora.

Por otra parte, el segmento del negocio Vida durante los últimos meses se ha visto favorecido por el repunte de la prima temporal, así como por la menor necesidad de mantener ahorro precaución ante la crisis (factor que explicaría la desaceleración del crecimiento de los depósitos). Lo anterior, unido al efecto base de la abrupta caída de los meses de transición entre el primero y segundo trimestre, están dando lugar a un crecimiento visible de

Recuadro 2.1.5 (continuación)
Desempeño del sector asegurador español:
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 %	-2,9 %	5,2 %	-1,7 %	2,0 %	5,0 %	0,4 %	-2,9 %	5,2 %	-1,7 %	2,0 %	5,0 %
Q3	0,6 %	0,6 %	-2,0 %	3,8 %	-2,2 %	2,6 %	4,9 %	0,6 %	-2,2 %	3,8 %	-2,2 %	2,6 %	4,9 %
2020 Q4	0,6 %	0,6 %	-1,9 %	2,8 %	-0,7 %	4,0 %	5,1 %	0,6 %	-1,9 %	2,8 %	-0,7 %	4,0 %	5,1 %
Q1	2,4 %	2,4 %	-1,8 %	4,3 %	1,2 %	3,7 %	3,9 %	2,4 %	-1,8 %	4,3 %	1,2 %	3,7 %	3,9 %
Q2	3,4 %	3,4 %	-0,1 %	9,3 %	3,8 %	4,8 %	4,8 %	3,4 %	-0,1 %	9,3 %	3,8 %	4,8 %	4,8 %
Q3 ^f	3,6 %	3,7 %	0,0 %	7,7 %	3,6 %	5,4 %	6,1 %	-2,2 %	-4,5 %	-4,4 %	-2,8 %	-0,9 %	0,7 %
2021 Q4^f	4,4 %	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	5,1 %	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	4,5 %	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	3,8 %	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	3,4 %	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	3,0 %	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	2,7 %	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	2,7 %	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	2,7 %	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/ Mediana de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos

*Multirriesgo Comercial

**Multirriesgo Particular

Recuadro 2.1.5 (continuación)
Desempeño del sector asegurador español:
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	-23,6 %	-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 ^f	8,4 %	6,5 %	6,8 %	-1,7 %	-48,2 %	-49,5 %	-3,6 %
2021 Q4^f	7,9 %	4,4 %	4,6 %	-1,4 %	-46,9 %	-48,2 %	-3,4 %
Q1 ^f	9,1 %	2,1 %	2,2 %	-1,2 %	-43,7 %	-45,0 %	-3,2 %
Q2 ^f	9,4 %	0,1 %	0,1 %	-0,9 %	-38,8 %	-39,9 %	-3,0 %
Q3 ^f	8,9 %	-2,1 %	-2,2 %	-0,7 %	-34,3 %	-35,3 %	-2,8 %
2022 Q4^f	8,3 %	-4,5 %	-4,6 %	-0,4 %	-31,1 %	-32,0 %	-2,6 %
Q1 ^f	7,5 %	-3,8 %	-3,9 %	-0,2 %	-25,4 %	-26,2 %	-2,0 %
Q2 ^f	6,8 %	-3,4 %	-3,5 %	0,0 %	-19,6 %	-20,1 %	-2,0 %
Q3 ^f	6,3 %	-3,1 %	-3,2 %	0,0 %	-14,8 %	-15,2 %	-2,0 %
2023 Q4^f	6,0 %	-2,8 %	-2,9 %	0,0 %	-8,9 %	-9,1 %	-2,0 %

Fuente: MAPFRE Economics

(f) Previsiones a partir del Q3 2021.

1/ Mediana de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos

las primas hasta el segundo trimestre de este año, el cual se prevé se diluirá a lo largo del cambio entre 2021 y 2022. De esta forma, aunque a corto plazo ahora anticipamos un crecimiento cercano al 4,4% en el escenario optimista a medio y largo plazo, aún consideramos que fuerzas estructurales seguirán comprimiendo las primas y las mantendrá en terreno negativo (véanse la Tabla B y la Gráfica I). En el escenario pesimista (de riesgo), sin embargo, las restricciones, incertidumbre y falta de liquidez podrían volver a provocar la súbita caída de las primas (véase la Gráfica J).

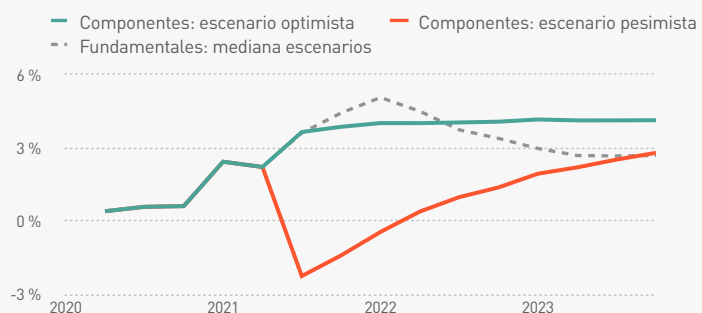
Previsiones del modelo de componentes vs previsiones del modelo de fundamentales

Las previsiones de crecimiento de nominal de las primas hechas con base en los modelos por componentes revelan que el desempeño a corto plazo depende profundamente de las expectativas y del efecto de las restricciones; algo que no se capta con los modelos basados en fundamentales y apoyados en paradigmas sobre la renta y el consumo.

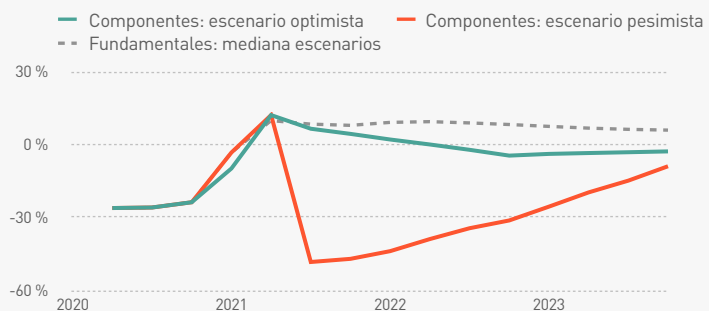
Estos últimos modelos, sin embargo, son útiles para comprobar la consistencia de las previsiones centrales de los modelos por componentes. Por ello, es conveniente recordar que las previsiones de largo plazo de ambos tipos de modelos tienden a converger, como lo muestran las Gráficas K y L.

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

Gráfica K
España: comparación de previsiones nominales de modelos No Vida
 (a/a, %)



Gráfica L
España: comparación de previsiones nominales de modelos Vida
 (a/a, %)



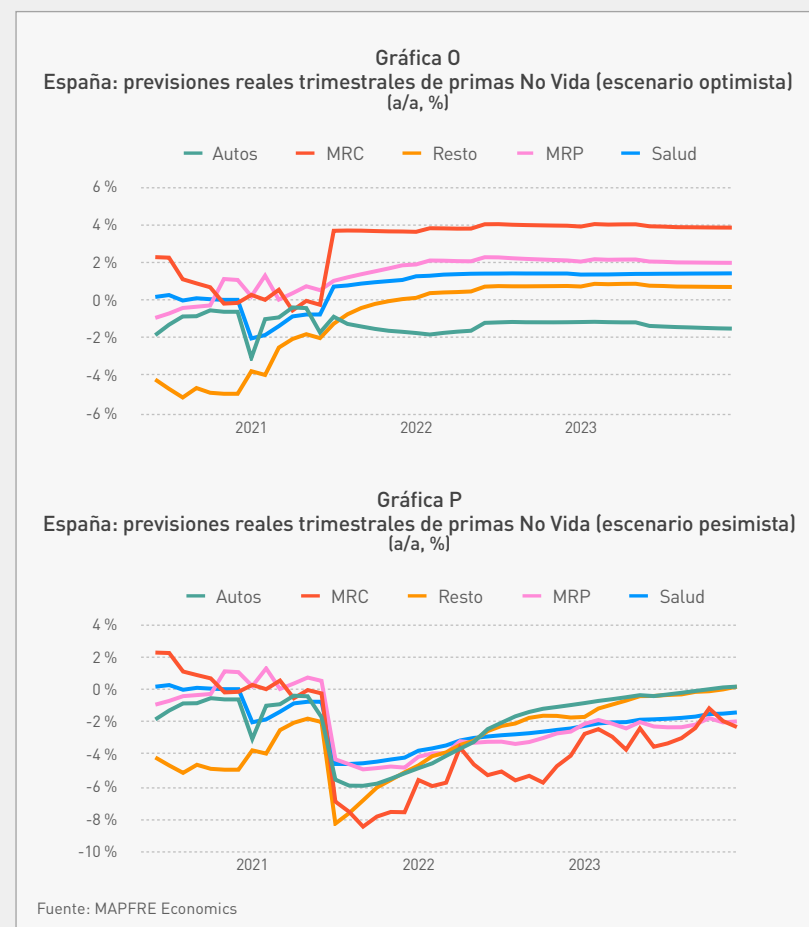
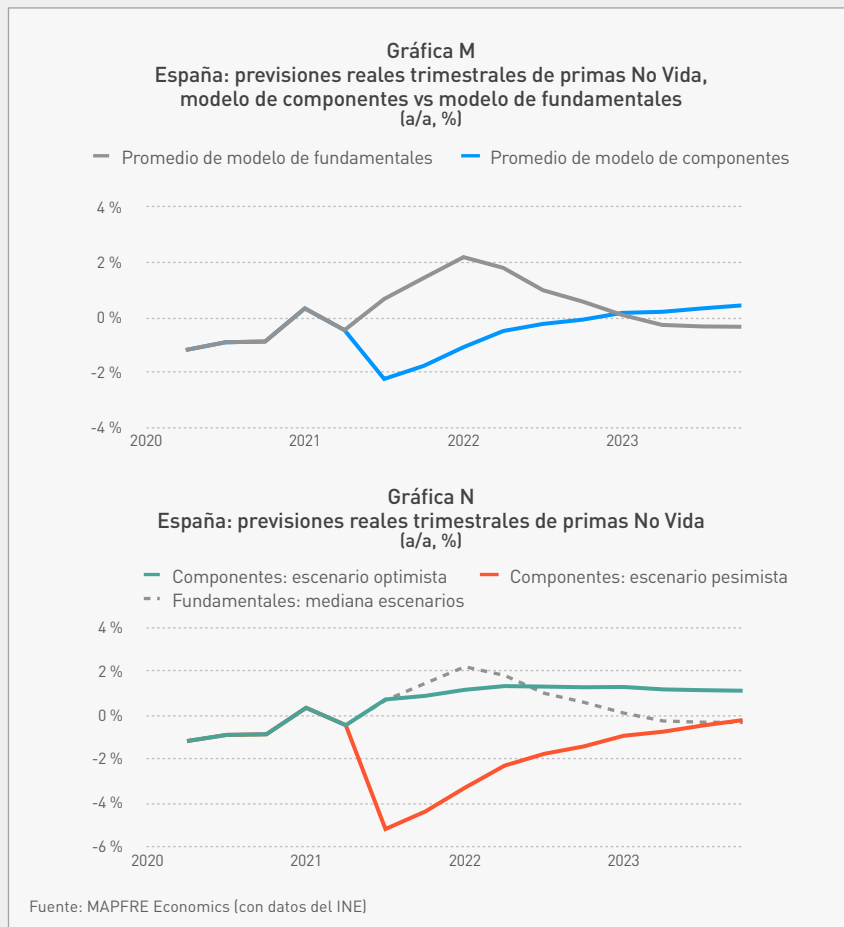
Fuente: MAPFRE Economics

Previsiones No Vida en términos reales

Finalmente, dado el fuerte impacto del efecto que tiene el nivel de los precios sobre el crecimiento de las primas, en especial en ramos con alta siniestralidad, se han tenido en cuenta nuestras previsiones de precios por ramo asegurador para construir una previsión de crecimiento real (no nominal) de las primas No Vida en ambos escenarios.

Como se puede observar en la Tabla C, así como en la serie de Gráficas M, N, O y P, el crecimiento real de las primas No Vida en un escenario optimista sería cercano al 1% en el largo plazo, aunque ligeramente por encima en el horizonte más cercano. Asimismo, en el escenario más severo (escenario pesimista) contempla una contracción acumulada de 6% en 3 años.

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



Recuadro 2.1.5 (continuación)
Desempeño del sector asegurador español:
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 %	-1,8 %	2,3 %	-4,2 %	-0,9 %	0,2 %	-1,2 %	-1,8 %	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 ^e	-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 ^f	0,7 %	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 %	0,8 %	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 %	-0,2 %	-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/ Mediana de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos

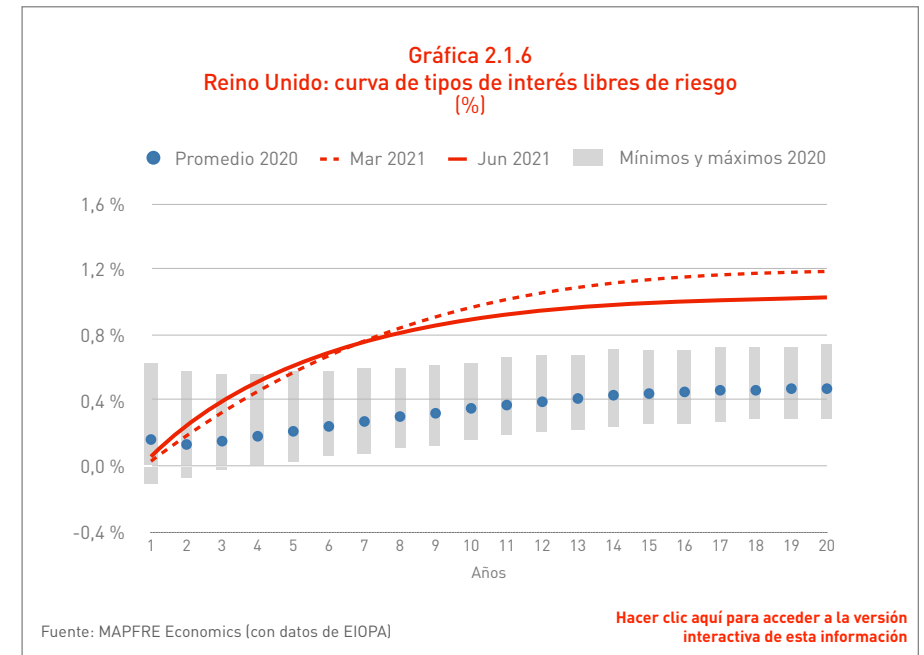
*Multirriesgo Comercial

**Multirriesgo Particular

correspondientes al mes de junio de 2021⁵, el crecimiento de las primas a nivel agregado fue del 5,5%, comparado con el mismo período del año anterior. Las primas del negocio de Vida estarían creciendo un 9,2% interanual en los seis primeros meses del año (frente a la caída del -20,7% en 2020, para el conjunto del año), recuperándose el crecimiento tanto de las primas de los seguros de Vida ahorro que crecen un 10,6% (-25,0% en 2020) como las de Vida riesgo del 5,2% (-0,4% en 2020), aunque todavía quedan lejos de los niveles pre-crisis. Por su parte, el crecimiento de las primas de No Vida se estaría recuperando en términos interanuales en los cinco primeros meses, creciendo en torno al 3,4% a nivel agregado respecto a las primas del mismo período del año anterior (frente a un crecimiento del 1,1% en 2020 para el conjunto del año). El ramo de salud crece en torno al 4,8% (5,1% en 2020) y también lo hacen los multirriesgos tanto del hogar 5,2% (2,7% en 2020) como los de las comunidades de vecinos con un 2,8% (2,8% en 2020). Finalmente, el Recuadro 2.1.5 presenta la más reciente actualización de las previsiones de crecimiento del mercado asegurador español preparadas por MAPFRE Economics.

2.1.6 Reino Unido

Para 2021, se anticipa un crecimiento para la economía del Reino Unido en una horquilla entre el 5,1% (escenario base) y el 4,9% (escenario estresado), frente al fuerte retroceso del -9,8% de 2020. Se reduce la incertidumbre en cuanto a la recuperación parcial de la economía británica por el gran avance en la campaña de vacunación, la cual está permitiendo levantar las estrictas medidas de restricción a la movilidad que tuvo que aplicar. Mejoran, por tanto, las expectativas para el desarrollo del negocio asegurador en 2021, en línea con el inicio de la recuperación económica. Es de destacar que la crisis económica provocada por la pandemia tuvo un fuerte impacto negativo en el mercado asegurador británico, con una caída en las primas totales en torno al -8%, que afectó principalmente al negocio de Vida con un retroceso en torno al -11%. El negocio de No Vida, sin embargo, tuvo un crecimiento positivo en



torno al 1,7%, que compensó parcialmente el fuerte retroceso del negocio 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 nuevamente una relajación de los tipos de interés en los tramos medio y largo de la curva respecto del trimestre anterior, revirtiéndose el repunte que habían experimentado en el trimestre previo, perdiendo parte de la pendiente positiva que presenta, lo que empeora el panorama para este tipo de productos, al ser menor la prima por plazo que pueden ofrecer, aunque el ligero repunte que han experimentado los tipos de interés a corto plazo puede ayudar a compensar el efecto negativo del retroceso de los tipos a medio y largo plazo. Esto, unido al efecto

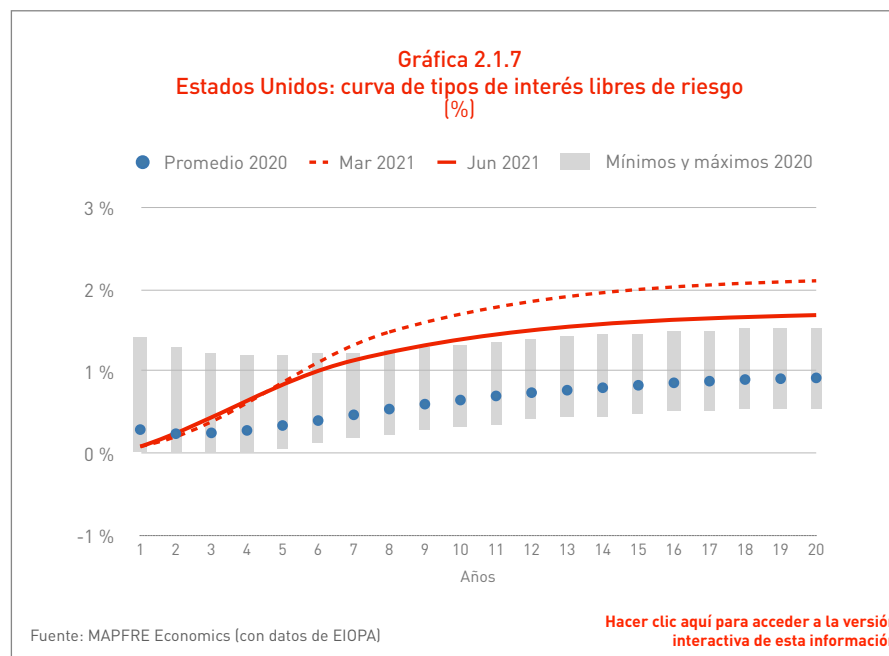
positivo que puede provocar en el negocio la vuelta al crecimiento económico y el buen comportamiento del FTSE 100 (que continúa en su senda de recuperación tras las fuertes caídas de la crisis) crea un entorno que podría seguir siendo favorable para los seguros de Vida tradicionales y en los que el tomador asume el riesgo de la inversión.

2.1.7 Estados Unidos

La previsión de crecimiento económico para los Estados Unidos en 2021 se sitúa en un rango entre el 6,6% (escenario base) y el 5,0% (escenario estresado), tras una caída del PIB en 2020 en torno al -3,5%. La economía estadounidense continúa recuperándose a buen ritmo tras la reapertura que hizo posible el extenso programa de vacunación, y con la ayuda de los generosos paquetes fiscales de ayudas directas a las empresas y a los desempleados (equivalentes a más de cuatro puntos del PIB), a lo que se puede sumar un nuevo plan de infraestructuras pendiente de aprobación. La fuerte recuperación económica prevista puede ayudar a la recuperación de las primas del negocio asegurador, especialmente al negocio de Vida que fue el que más acusó los efectos de la crisis derivada de la pandemia en 2020.

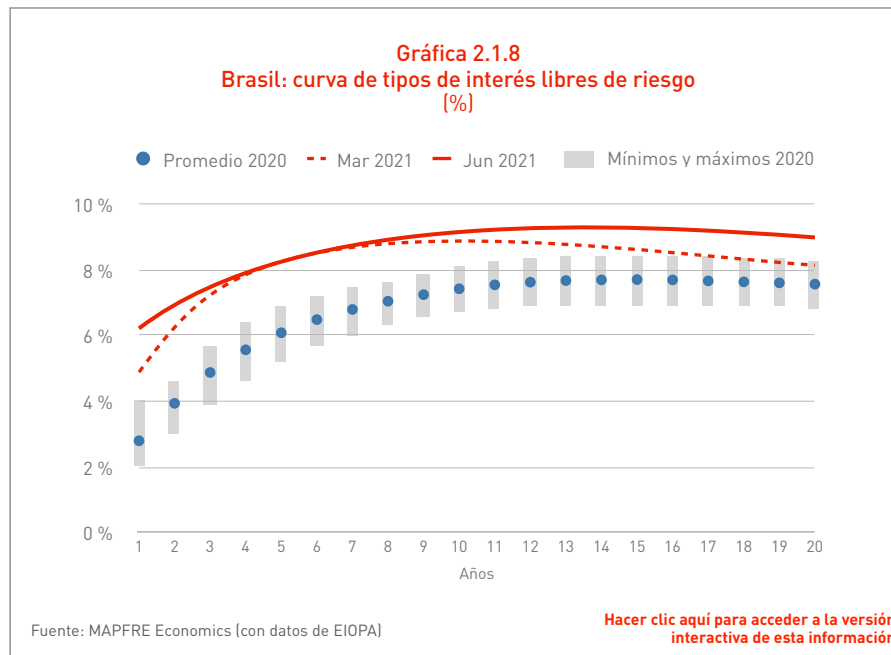
En su última reunión del mes de diciembre, la Reserva Federal sostuvo sin cambios la política monetaria, manteniendo el ritmo mensual de su programa de compra de bonos soberanos y corporativos (principalmente de bonos respaldados con hipotecas), y dejando los tipos de interés en el rango del 0%-0,25%. No obstante, aunque en las últimas declaraciones de política monetaria se aprecia un cierto cambio de tono que podría anunciar a una retirada de estímulos y a plantearse alguna subida de tipos de interés, el mensaje parece ser más bien continuista y posiblemente haya que esperar a 2023 en función de la evolución de la inflación y del empleo. Esto tuvo su reflejo en las últimas curvas de tipos producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7), en las que se aprecia de nuevo una caída y un aplanamiento de la curva de tipos de interés libres de riesgo, revirtiéndose el repunte significativo del trimestre anterior, con lo que

vuelve a perder parte de la pendiente positiva que había ganado; situación que dificulta la comercialización de productos a medio y largo plazo que aprovechen la prima por plazo para ofrecer unos tipos superiores a los tipos a corto. Por otro lado, los mercados de valores continúan con su buen comportamiento, lo que unido a las buenas perspectivas de recuperación económica, favorece el negocio de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy habituales en este mercado. No obstante, los principales índices de renta variable continúan marcando máximos históricos y están comenzando a sufrir alguna corrección puntual, lo que puede llevar a los inversores más conservadores a orientar sus inversiones hacia productos de menor riesgo o a otro tipo de inversiones.



2.1.8 Brasil

Las expectativas económicas para Brasil en 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 5,1% (escenario base) y el 4,6% (escenario estresado), frente a la caída real estimada en 2020 del -4,4%. La economía brasileña sigue sufriendo un impacto menor que otros países de la región y mejoran las perspectivas de crecimiento económico, pero el nivel de incertidumbre es alto porque la pandemia se encuentra todavía lejos de remitir. El negocio de No Vida continúa recuperándose de las fuertes caídas sufridas en el primer semestre del pasado año, recuperación que comenzó ya a producirse en la segunda mitad del año, comenzando incluso a apreciarse una cierta reactivación del negocio de Autos, que ha sido el más afectado por la crisis. La recuperación parcial prevista de la



economía mejora las perspectivas y puede ayudar a suavizar el impacto negativo que la fuerte caída del PIB tuvo sobre su sector asegurador, que sufrió un retroceso en términos reales en el año anterior, a consecuencia del peor comportamiento del negocio de Vida. De manera complementaria, el Recuadro 2.1.8 presenta la más reciente actualización de las previsiones de crecimiento del mercado asegurador brasileño preparadas por MAPFRE Economics.

Por otro lado, el Banco de Brasil se ha visto obligado nuevamente a endurecer la política monetaria acomodaticia que estaba aplicando para estimular la economía, a consecuencia del repunte de la inflación, volviendo a subir tipos de interés en el mes de junio. En la curva de tipos de interés libre de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8), se observa una subida significativa respecto del nivel que presentaba la curva a principios del año en todos sus tramos. Sigue mejorando, por tanto, el entorno de tipos de interés con mayores niveles y una prima por plazo positiva (que permite ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto) para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, que se une a la mejora de las perspectivas económicas para 2021.

2.1.9 México

La previsión de crecimiento económico para México en 2021 se sitúa en un rango entre el 5,4% (escenario base) y el 3,9% (escenario estresado), lo que supone una mejora en las expectativas, tras sufrir una fuerte caída del PIB real en 2020 del -8,5%. La situación de la pandemia parece estar mejorando y se encuentra lejos ya de la fase aguda vivida a principios de este año que le llevó a cifras récord de fallecidos en el mes de enero, aunque el proceso de vacunación avanza más lento que en otros grandes países latinoamericanos como Brasil o Argentina. El precio del petróleo continúa escalando y la economía de los Estados Unidos se está mostrando muy dinámica en su recuperación, lo que beneficia a la

Recuadro 2.1.8
Desempeño del sector asegurador brasileño:
previsiones de crecimiento de primas

Entorno general para la actualización

Se han actualizado las previsiones de crecimiento de primas hechas para el mercado brasileño para el período 2021-2023, en base a nuestro modelo por ramos cíclicos y acíclicos empleando información de alta frecuencia recogido en indicadores mensuales y su reacción a los niveles de restricción social que expresamos en el indicador de restricciones sociales. La colección gráfica que dibuja el escenario central (escenario optimista) y estresado (escenario pesimista) para dichas previsiones se recoge en las Gráficas A y B.

En Brasil, en términos generales los indicadores de producción mejoran y se espera algo de arrastre sobre el consumo, la inversión y exportaciones. La inflación se mantiene de manera consistente en tasas elevadas, en especial por la presión en alimentos, electricidad y combustibles, lo que esta provocando que el banco central esté endureciendo las condiciones monetarias y financieras, lo que será un factor que dificulte 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. Este no es, sin embargo, nuestro escenario base, sino el de una gradual normalización y recuperación de la actividad. Así, el escenario optimista contempla que la actividad, expectativas y condiciones financieras se mantienen sin alterarse, tal y como se presentan en julio, es decir, dentro de la normalidad junto con los índices de restricción social. El escenario de riesgo (escenario pesimista), por su parte, 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.

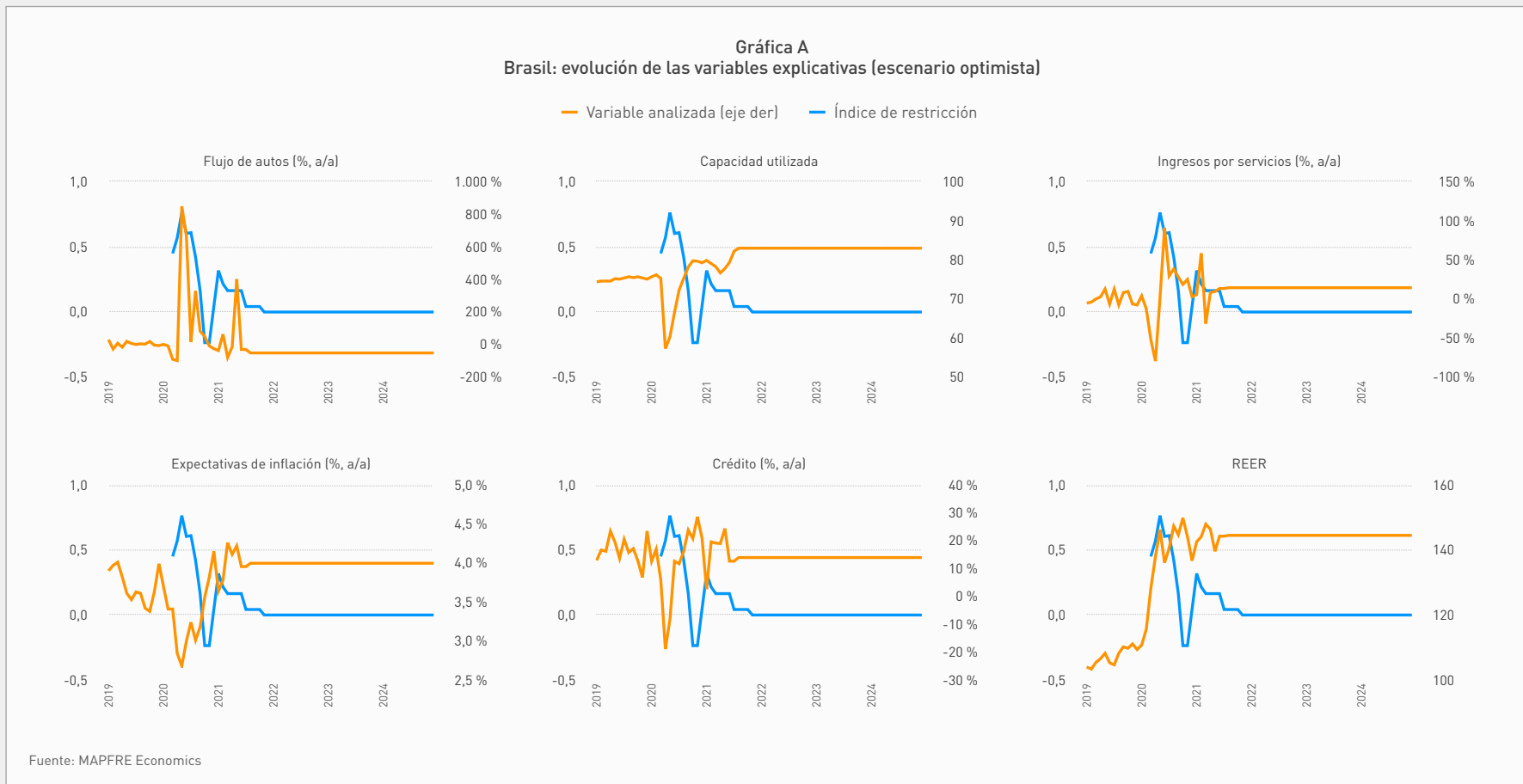
Previsiones de crecimiento de primas

En el contexto de tenue mejora de los niveles de actividad y, sobre todo, de aumento importante de los precios, las primas de seguros hasta el segundo trimestre fueron mejor de lo que se preveía en nuestro último informe. Las primas en el segmento de No Vida crecieron en el primer trimestre de 2021 un 12%, lo que nos lleva a estimar que en el segundo trimestre su crecimiento se sitúe entre 10% y 11%, aunque en gran parte del crecimiento será nominal, como consecuencia del repunte de inflación mencionado anteriormente.

La visión respecto a los niveles de actividad e inflación, así como la inercia del negocio asegurador en el escenario optimista, nos hacen replantear el crecimiento nominal de las primas en el segmento de No Vida. De esta forma, se prevé que el dinamismo actual del segundo trimestre irá desacelerando hasta el entorno del 6% a finales de 2021, en línea con el freno impuesto por la política monetaria. Después de ese punto, dado el previsible mejor contexto de actividad y condiciones financieras, es previsible que vuelva a converger hacia el largo plazo que ubicamos en el entorno del 8% (véanse la Tabla A y la Gráfica C). En esta convergencia hacia los valores de largo plazo, el ramo de Autos tiene una aportación marginal (aporta menos de la cuarta parte del crecimiento), en tanto que la mayor parte del dinamismo proviene del resto de ramos de este segmento.

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Desempeño del sector asegurador brasileño:
previsiones de crecimiento de primas

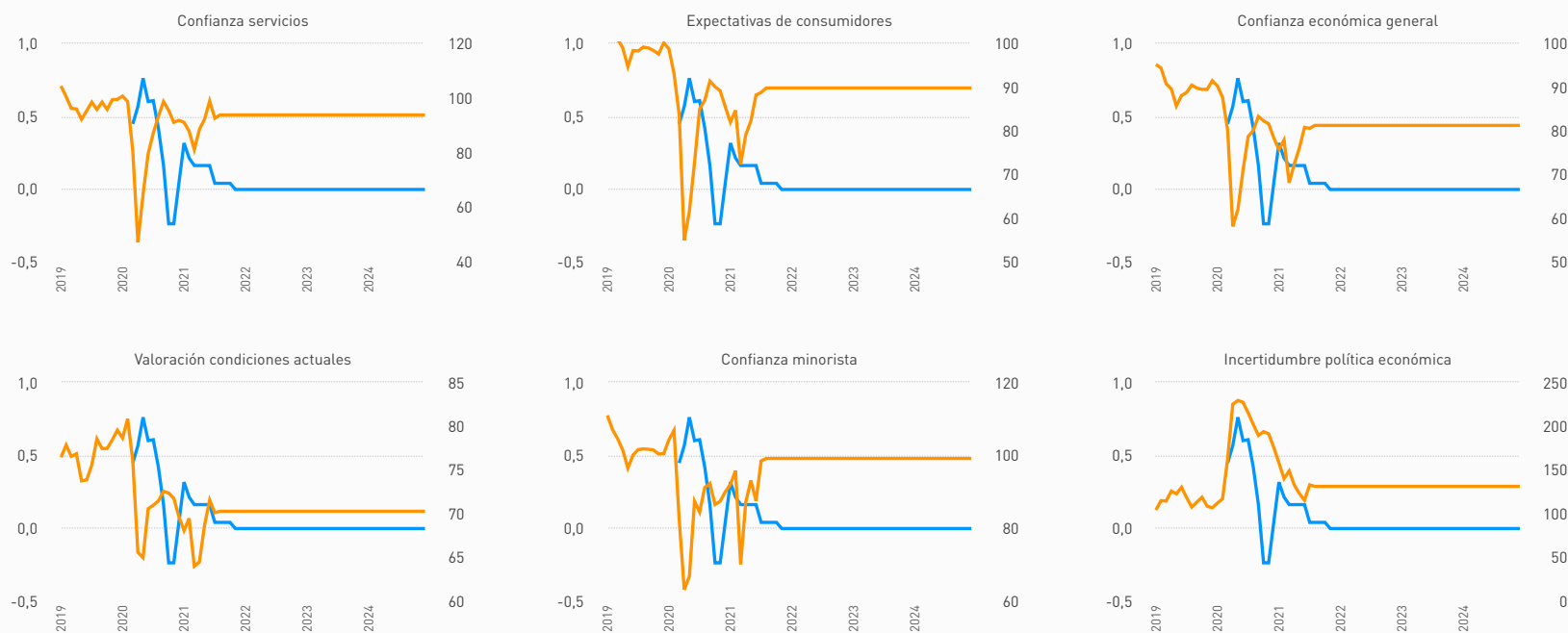
Gráfica A
Brasil: evolución de las variables explicativas (escenario optimista)



Recuadro 2.1.8 (continuación)
Desempeño del sector asegurador brasileño:
previsiones de crecimiento de primas

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

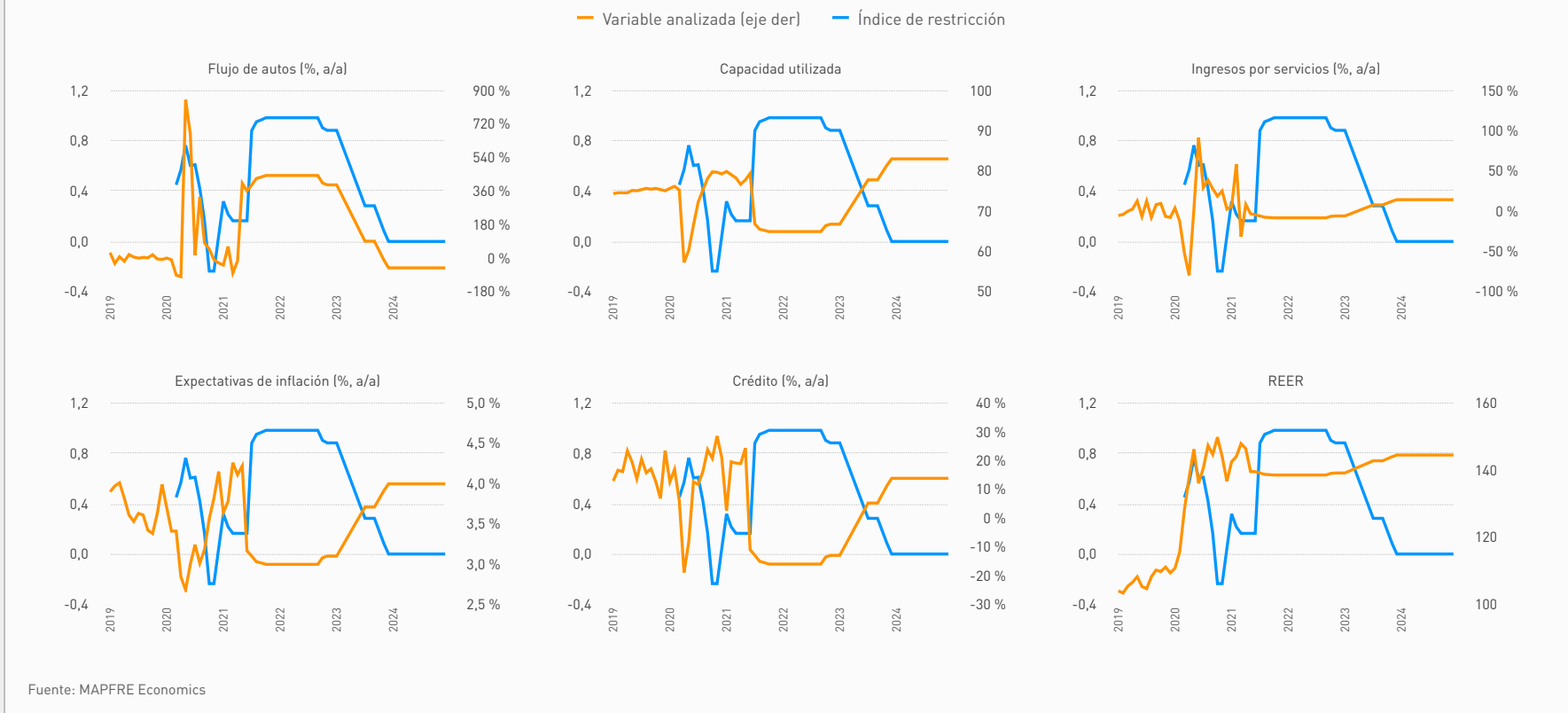
— Variable analizada (eje der) — Índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Desempeño del sector asegurador brasileño:
previsiones de crecimiento de primas

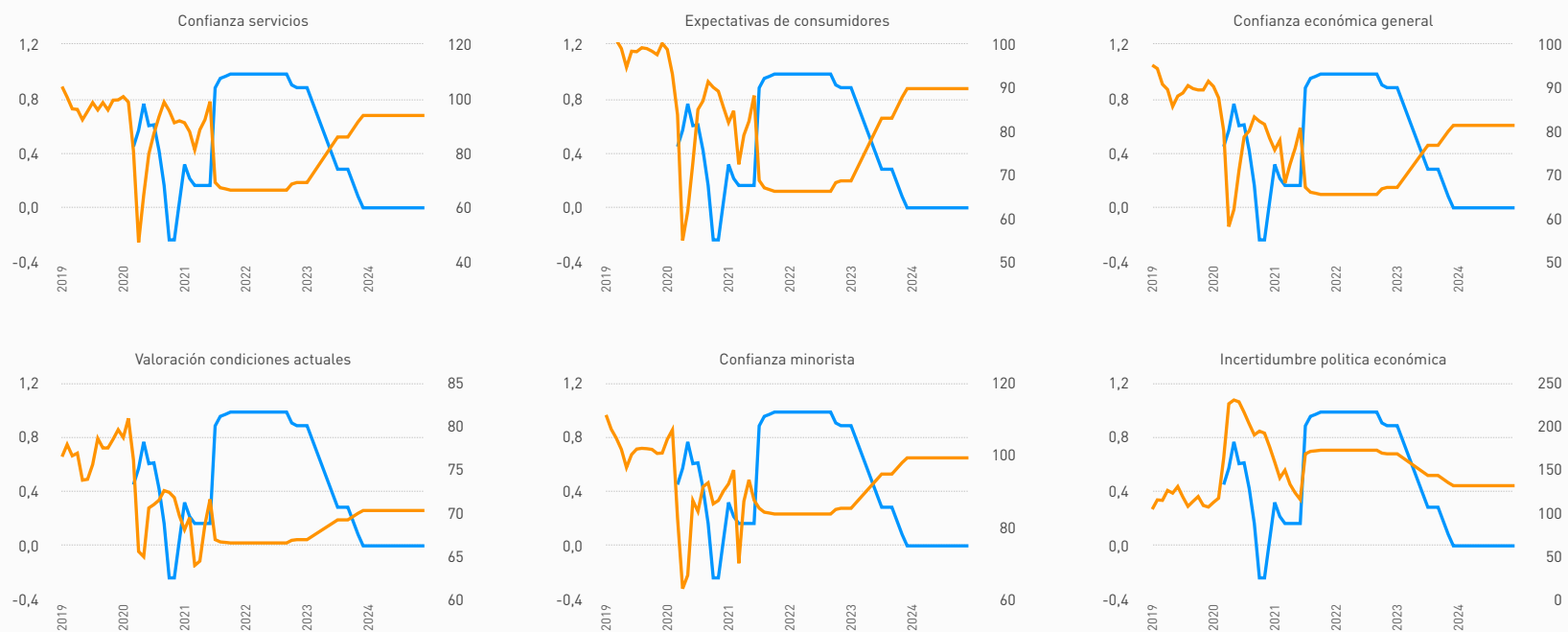
Gráfica B
 Brasil: evolución de las variables explicativas (escenario pesimista)



Recuadro 2.1.8 (continuación)
Desempeño del sector asegurador brasileño:
previsiones de crecimiento de primas

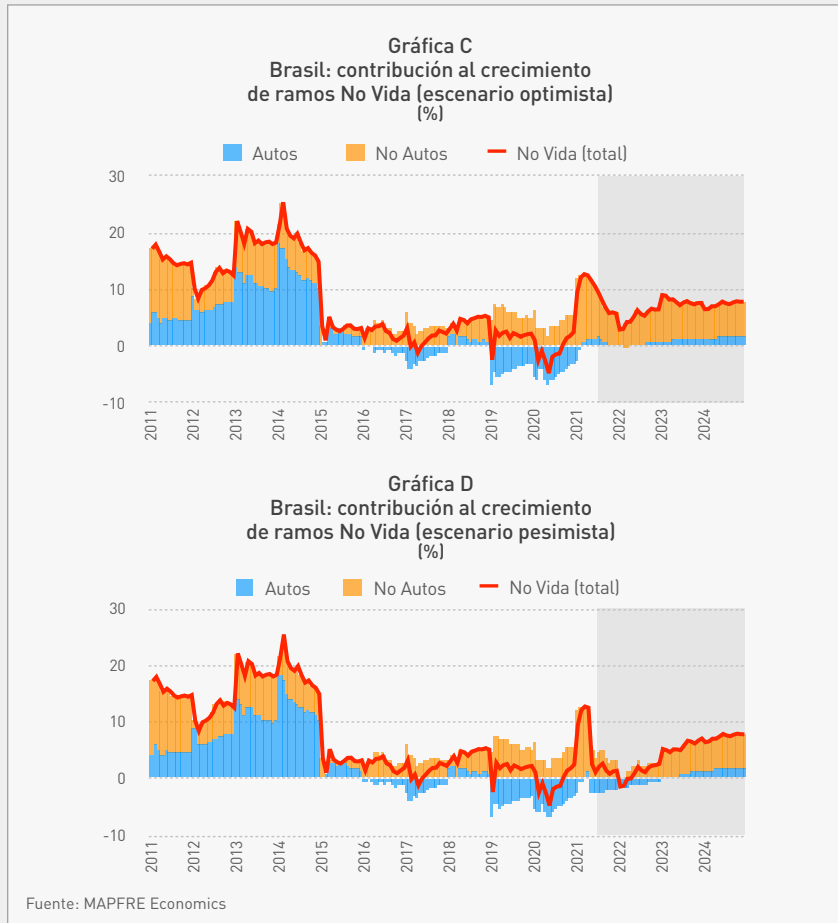
Gráfica B (continuación)
Brasil: evolución de las variables explicativas (escenario pesimista)

— Variable analizada (eje der) — Índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Desempeño del sector asegurador brasileño:
previsiones de crecimiento de primas



Por otra parte, en el escenario de riesgo (escenario pesimista), la economía sufriría un *sudden stop* de toda índole que afecta al tipo de cambio, la inflación, las expectativas y la actividad. Este frenazo llegaría de manera exógena, impuesto por la incapacidad de controlar la pandemia y, por lo tanto, por el regreso de las restricciones a la movilidad. En ese contexto, la actividad se desplomaría desde las cifras actuales hasta llegar a ubicarse en terreno negativo en el primer trimestre de 2022, con especial erosión del ramo Autos y una muy inferior contribución del resto de ramos. Tras este bache, y con la normalización de la actividad a partir de ese momento, la actividad aseguradora retomaría su curso rumbo a los valores de largo plazo mencionados, pero más lentamente en el corto plazo y mayor aceleración al final del período de previsiones, como resultado de satisfacer la demanda contenida de 2021/2022 (véase la Gráfica D).

En lo que se refiere al negocio de Vida, se trata de un segmento más volátil que el negocio No Vida. El repunte de la curva de tipos, el efecto base de la caída del negocio durante el 2020 debido a necesidades de liquidez, así como algunas operaciones inorgánicas han producido un incremento muy visible en los primeros dos trimestres del año, que estimamos en torno al 15%, casi en su totalidad a causa de un similar crecimiento de los seguros del tipo VGBL (*Vida Gerador de Beneficios Livres*). A medida que la política monetaria enfríe la actividad y los precios, se prevé que esta tasa tenderá a estabilizarse cerca del 11% en el medio y largo plazo (véanse la Tabla B y la Gráfica E). Por el contrario, en un evento extremo (que correspondería a nuestro escenario pesimista) se hundirían la oferta y demanda aseguradoras durante el resto de 2021 y 2022, llevando el crecimiento de las primas a contraerse más de 5% en 2022, para luego reiniciar su convergencia de largo plazo hacia el 2023, cuando crecería cerca de 8% (véase la Gráfica F).

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Desempeño del sector asegurador brasileño:
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	12,0 %	12,0 %	1,3 %	21,4 %	12,0 %	1,3 %	21,4 %
Q2	10,8 %	10,6 %	3,6 %	15,7 %	10,6 %	3,6 %	15,7 %
Q3	9,4 %	6,9 %	1,6 %	10,7 %	1,4 %	-5,3 %	6,3 %
2021 Q4	8,8 %	5,8 %	-0,5 %	10,4 %	1,4 %	-4,3 %	5,6 %
Q1	8,7 %	4,3 %	0,1 %	7,0 %	0,0 %	-3,5 %	2,2 %
Q2	9,2 %	6,4 %	0,8 %	9,9 %	2,1 %	-2,7 %	5,1 %
Q3	9,6 %	6,2 %	1,5 %	9,2 %	2,0 %	-1,8 %	4,4 %
2022 Q4	9,6 %	6,5 %	2,1 %	9,4 %	2,6 %	-1,1 %	5,1 %
Q1	9,6 %	8,3 %	2,6 %	11,6 %	4,7 %	0,5 %	7,2 %
Q2 ^e	9,5 %	7,3 %	3,1 %	9,7 %	5,0 %	2,1 %	6,8 %
Q3 ^f	9,3 %	7,7 %	3,5 %	10,2 %	6,6 %	2,9 %	8,8 %
2023 Q4	9,3 %	7,7 %	3,8 %	10,0 %	7,1 %	3,9 %	9,1 %
Q1	9,3 %	7,1 %	4,1 %	8,7 %	7,1 %	4,2 %	8,7 %
Q2	9,3 %	7,9 %	4,4 %	9,8 %	7,9 %	4,5 %	9,8 %
Q3	9,3 %	7,8 %	4,6 %	9,6 %	7,8 %	4,7 %	9,5 %
2024 Q4	9,3 %	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/ Mediana de escenarios conforme al 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	2,4 %	12,9 %	13,0 %	9,6 %	12,9 %	13,0 %	9,6 %
Q2	8,6 %	17,0 %	17,3 %	7,0 %	-3,0 %	-3,2 %	1,9 %
Q3	11,6 %	14,1 %	14,3 %	5,8 %	-3,5 %	-3,7 %	1,0 %
2021 Q4	11,3 %	14,8 %	15,1 %	5,8 %	-2,9 %	-3,0 %	0,9 %
Q1	11,0 %	12,4 %	12,6 %	5,8 %	-5,2 %	-5,4 %	0,9 %
Q2	10,7 %	11,5 %	11,7 %	5,8 %	-6,2 %	-6,4 %	0,9 %
Q3	10,5 %	10,6 %	10,8 %	5,8 %	-7,0 %	-7,2 %	0,9 %
2022 Q4	10,2 %	10,3 %	10,5 %	5,8 %	-5,3 %	-5,5 %	1,4 %
Q1	9,9 %	11,2 %	11,3 %	5,8 %	-1,1 %	-1,2 %	2,4 %
Q2 ^e	9,6 %	11,5 %	11,6 %	5,8 %	4,9 %	4,9 %	3,9 %
Q3 ^f	9,3 %	11,7 %	11,9 %	5,8 %	6,9 %	7,0 %	4,4 %
2023 Q4	9,0 %	11,8 %	12,0 %	5,8 %	12,2 %	12,4 %	5,8 %
Q1	8,9 %	11,6 %	11,7 %	5,8 %	11,6 %	11,7 %	5,8 %
Q2	8,9 %	11,5 %	11,6 %	5,8 %	11,5 %	11,6 %	5,8 %
Q3	8,9 %	11,4 %	11,5 %	5,8 %	11,4 %	11,5 %	5,8 %
2024 Q4	8,9 %	11,3 %	11,5 %	5,8 %	11,3 %	11,5 %	5,8 %

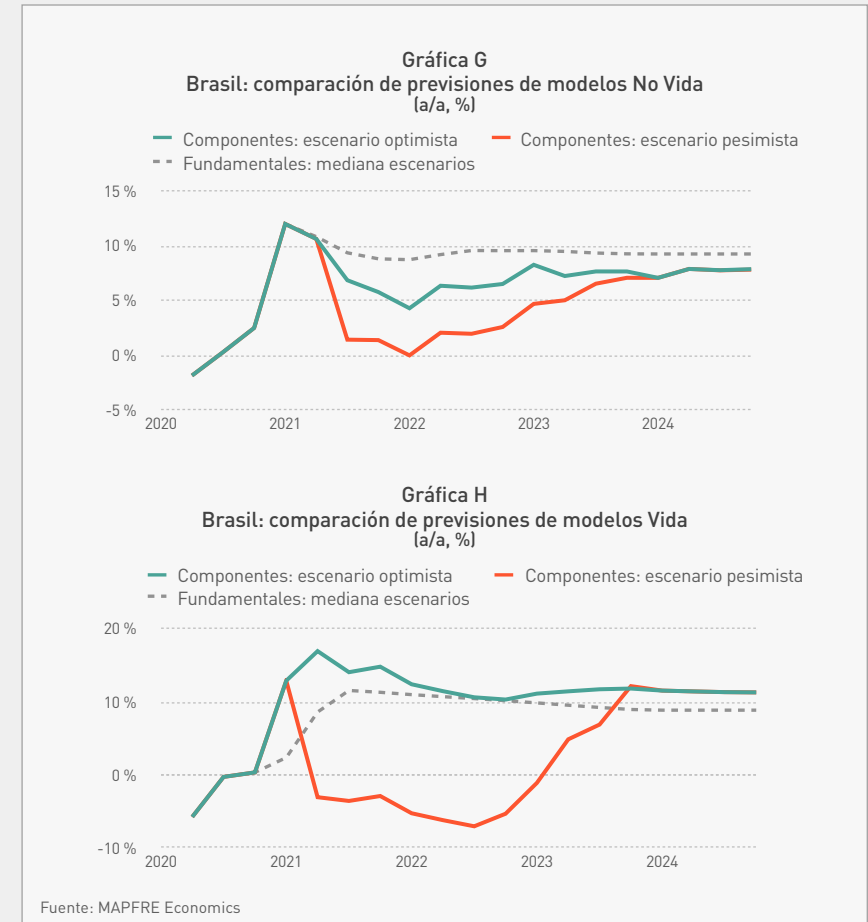
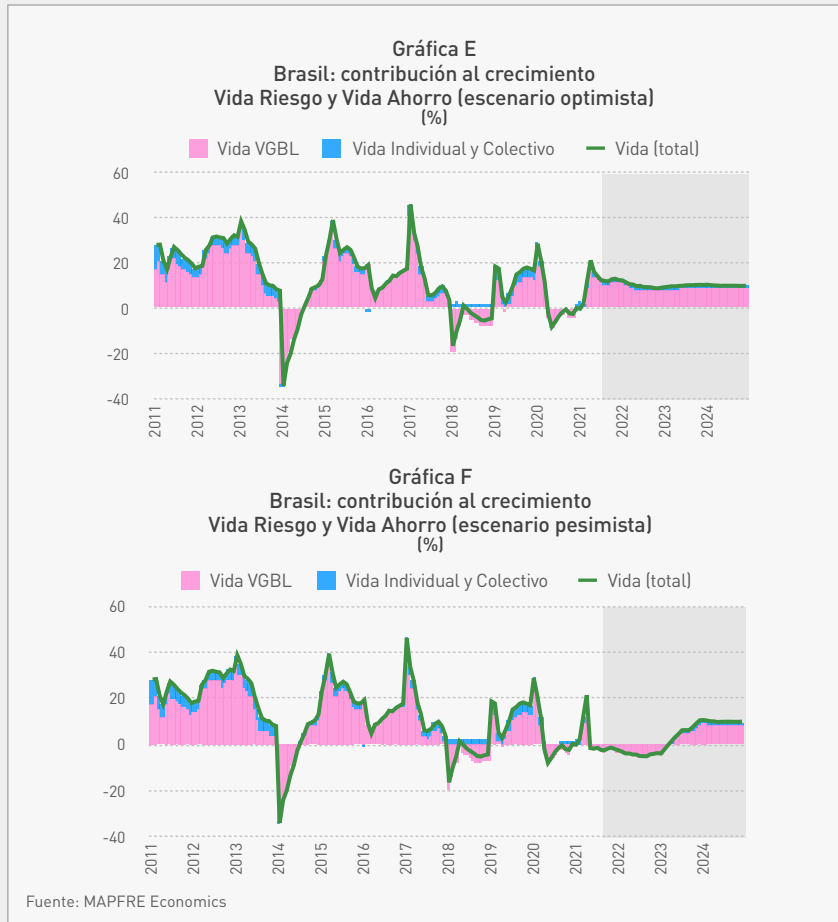
Fuente: MAPFRE Economics

(e) Estimado con datos hasta abril.

(f) Previsiones a partir del Q3 2021.

1/ Mediana de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Desempeño del sector asegurador brasileño:
previsiones de crecimiento de primas



Recuadro 2.1.8 (continuación)
Desempeño del sector asegurador brasileño:
previsiones de crecimiento de primas

Previsiones del modelo de componentes vs previsiones del modelo de fundamentales

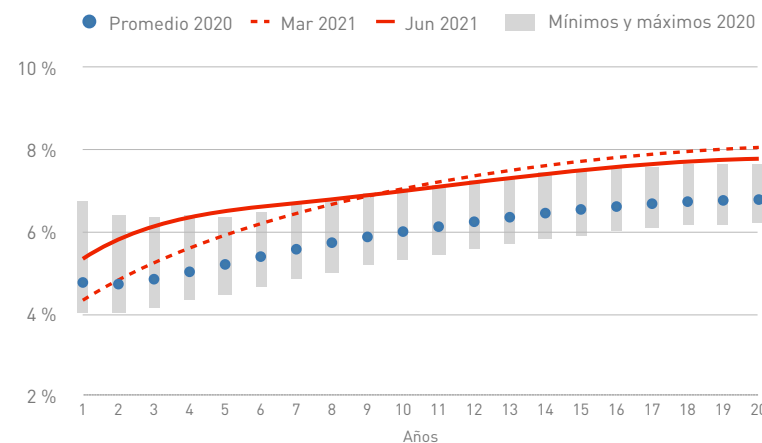
Por último, las previsiones de crecimiento de nominal de las primas hechas con base en los modelos por componentes muestran que el desempeño a corto plazo depende en buena medida de las expectativas y del efecto de

las restricciones; condición que no se captura con los modelos basados en fundamentales (apoyados en paradigmas sobre la renta y el consumo). Sin embargo, este tipo de modelos son útiles para confirmar la consistencia de las previsiones centrales de los modelos por componentes. Así, resulta conveniente recordar que las previsiones de largo plazo de ambos tipos de modelos tienden a converger, como se ilustra en las Gráficas G y H.

economía mexicana por su estrecha vinculación a esta. El sector asegurador continúa resintiéndose de los efectos del fuerte retroceso económico y en el primer trimestre de este año experimentaba retrocesos en términos reales, especialmente el negocio de Autos, si bien el buen comportamiento de los seguros de Salud está ayudando a suavizar la caída y se estima que la mejora en las expectativas de crecimiento económico ayudará a la recuperación del negocio asegurador en general.

Por otro lado, la inflación (que ya venía mostrando una tendencia al alza) ha vuelto a repuntar, lo que ha llevado al Banco de México a elevar el tipo de interés oficial hasta el 4,25% en el mes de junio, revirtiendo la bajada de veinticinco puntos básicos del mes de febrero. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9), se observa una subida en los tipos de interés libres de riesgo de mercado en los tramos corto y medio de una curva que comienza a aplanarse, aunque mantiene una pendiente positiva en todos sus tramos. Este entorno de tipos de interés continúa siendo favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias al poder ofrecerse tipos mayores a diversos vencimientos, y una cierta prima por plazo positiva en los productos a medio y largo plazo. Cabe señalar que la recuperación económica prevista para 2021 ayudará también al desarrollo de este negocio.

Gráfica 2.1.9
México: 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](#)

2.1.10 Argentina

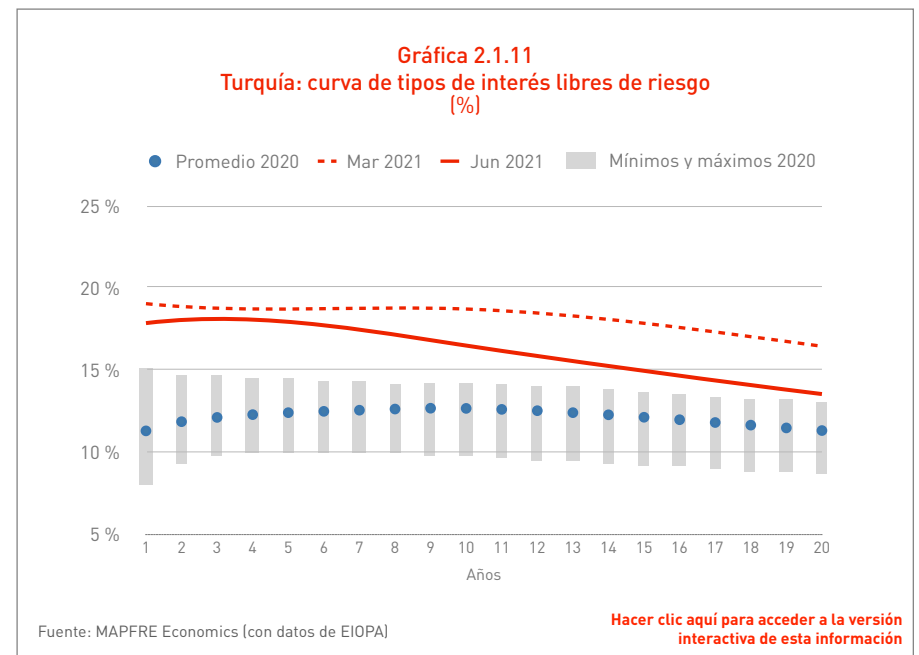
Las expectativas económicas para Argentina en 2021 anticipan un crecimiento real del PIB en el entorno del 5,8% (5,1% en el escenario estresado), frente a la caída estimada en 2020 del -9,9%; crecimiento soportado en la subida del precio de las materias primas y en el aumento de las exportaciones. Las perspectivas de desarrollo del negocio asegurador continúan marcadas por esta situación, ya que esta actividad venía sufriendo por la recesión en que se encontraba su economía antes de la pandemia. La recuperación económica prevista para 2021 puede ayudar a impulsar el crecimiento real del sector asegurador si la evolución de la epidemia lo permite, aunque no termina de estar controlada. La inflación sigue aumentando (46,8% en el segundo trimestre) y la moneda continúa depreciándose, situación 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%, con el fin de controlar la inflación y la depreciación de la moneda. Este entorno de tipos de interés continúa siendo una oportunidad para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro temporales anuales renovables con vencimientos cortos y renegociación del tipo garantizado en cada vencimiento, aunque los límites regulatorios a las inversiones siguen dificultando el desarrollo de este tipo de productos. La recuperación parcial de la economía prevista para este año podría ayudar al negocio de Vida riesgo y llevar a una cierta recuperación del negocio de Vida.

2.1.11 Turquía

Las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB turco en un rango entre el 5,2% (escenario base) y el 4,9% (escenario estresado), frente a un crecimiento real estimado en 2020 del 1,8%. Cabe destacar que la turca fue una de las pocas economías del mundo que no

ha sufrido una contracción económica a consecuencia de la pandemia. Persisten, no obstante, los problemas asociados a los desequilibrios estructurales (principalmente su deuda privada externa en dólares) que la hacen vulnerable a la depreciación de su moneda que continúa débil, con una tasa de inflación que permanece alta. La pandemia no termina de estar controlada y todavía se siguen tomando medidas que afectan a la movilidad. En cualquier caso, el crecimiento económico se ha visto reflejado en el desarrollo del sector asegurador, que ha experimentado crecimientos reales positivos en 2020 en el negocio de No Vida en torno al 4,2% y, en mayor medida, en el de Vida del 13,2% (una vez corregido el efecto de la inflación). El banco central ha mantenido los tipos de interés, los cuales continúan altos con el fin de controlar la inflación y en apoyo de



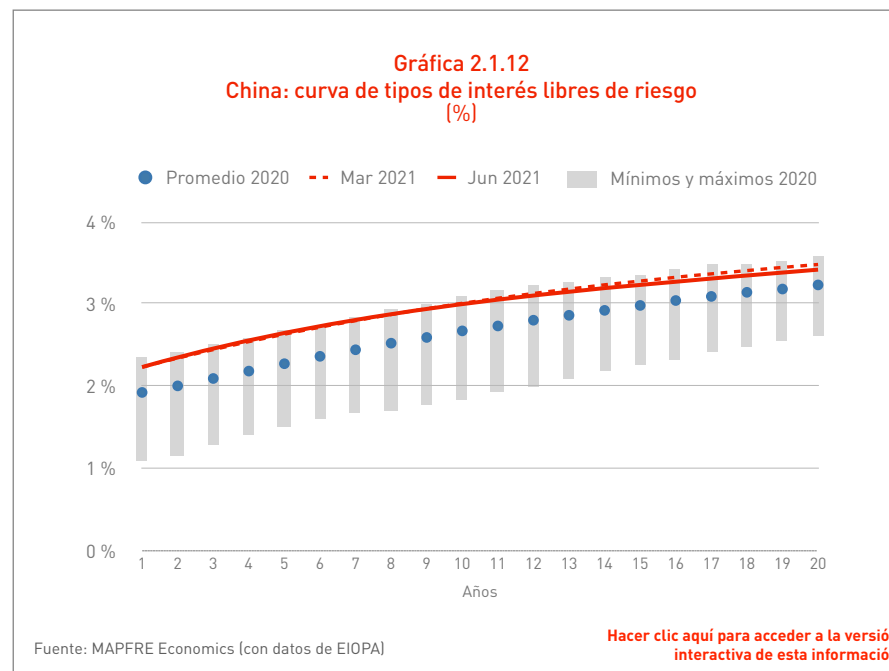
su moneda, lo que ayuda a apuntalar la rentabilidad financiera del negocio asegurador.

En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11) puede observarse un ligero descenso en los tipos de interés libres de riesgo, con una curva que ha ganado cierta pendiente negativa en sus tramos medio y largo. Este escenario de tipos de interés continúa siendo favorable para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados a corto plazo temporales renovables que permitan la revisión de los tipos garantizados en cada renovación. Las buenas expectativas de crecimiento económico favorecen igualmente al negocio de Vida.

2.1.12 China

Por lo que se refiere a la economía de China, las expectativas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 8,4% (escenario base) y el 6,0% (escenario estresado), frente al crecimiento estimado en 2020 del 2,3%, lo que significa un fuerte crecimiento económico apoyado tanto en la demanda interna como en una acusada recuperación de las exportaciones, superando la marcada ralentización de su economía en el año previo, aunque fue de las únicas economías del mundo que crecieron en ese año. El fuerte crecimiento esperado del PIB en 2021 favorecerá al sector asegurador, cuyo negocio se ralentizó en 2020 con un crecimiento del 6,1% (la mitad al de 2019), y puede volver a crecimientos de primas de dos dígitos, ayudado por el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía china. La ralentización del negocio asegurador 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.

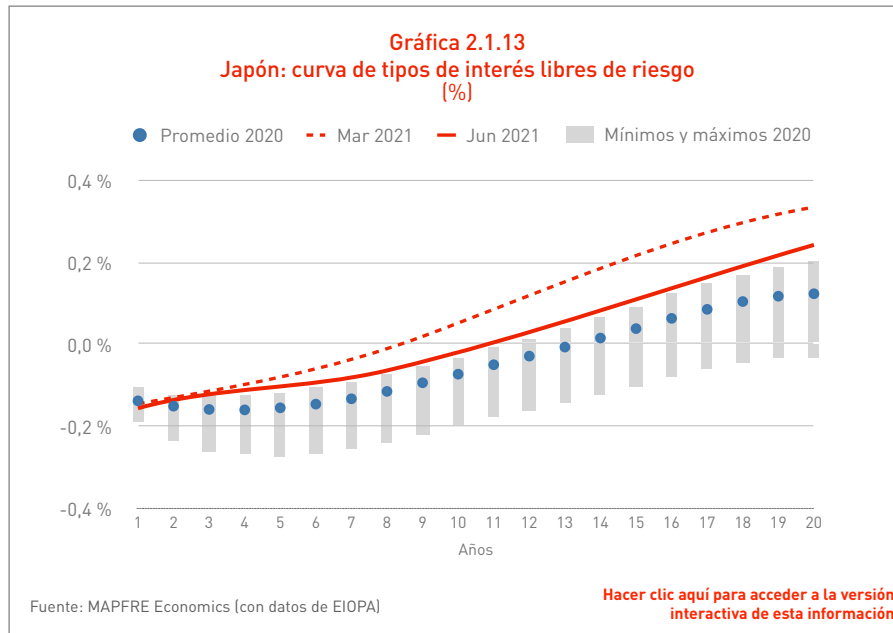
En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12) se observa una estabilización en los tipos de interés tras la recuperación por la fuerte caída en los momentos álgidos de la pandemia, conservando una pendiente positiva, a pesar de haber sufrido un ligero aplanamiento en este trimestre. Este entorno de tipos de interés continúa siendo favorable



para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto, lo que se une al efecto positivo que la recuperación de las altas tasas de crecimiento económico previstas tiene sobre este tipo de negocio, por lo que el entorno continúa siendo altamente favorable para su desarrollo.

2.1.13 Japón

En Japón, las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 2,4% (escenario base) y el 0,8% (escenario estresado), lo que supone una ligera revisión a la baja de las anteriores



estimaciones. Este crecimiento contrasta con la fuerte contracción de la economía japonesa en 2020 del -4,7%. Ante este panorama las autoridades niponas continúan extendiendo los amplios paquetes de medidas de expansión fiscal y monetaria, e intentan acelerar la vacunación que va a un ritmo más lento que en otros países desarrollados, lo que les está obligando a aplicar medidas de restricción a la movilidad ante el avance de las nuevas variantes del virus. 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. El negocio de No Vida experimentó una ralentización significativa, pero no llegó a retroceder.

En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13) se aprecia nuevamente una caída en todos los tramos de la curva de tipos de interés libres de

riesgo (que en el trimestre anterior habían experimentado un cierto repunte) y siguen presentando valores negativos para vencimientos hasta diez años (frente a ocho años del trimestre previo), así como un aumento de la prima por plazo a partir de esos vencimientos (aunque menor que en el trimestre previo), lo cual puede favorecer la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias aunque los niveles de los tipos todavía están muy deprimidos y la curva ha sufrido un nuevo aplanamiento en este trimestre. Este entorno sostenido de bajos tipos de interés, que se estima se prolongará por largo tiempo, continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio. El retroceso de los tipos de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, que las entidades aseguradoras de Vida niponas vienen utilizando como inversión alternativa para incrementar la rentabilidad de sus carteras, vuelven a perder atractivo a efectos del desarrollo de este negocio (a diferencia de lo que sucedió en el trimestre anterior).

2.1.14 Filipinas

Las expectativas económicas para Filipinas en 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 5,4% (escenario base) y el 3,3% (escenario estresado), lo que supone una ligera revisión a la baja de las expectativas, en un país que se encuentra en una fase aguda de la pandemia y un nivel de vacunación todavía bajo. Este crecimiento, no obstante, contrasta con la abrupta contracción económica estimada en 2020 del -9,6%, entre las mayores del mundo. Estas perspectivas de recuperación económica parcial en 2021 ayudarán al sector asegurador, particularmente al negocio de No Vida, cuyo comportamiento se encuentra muy ligado al ciclo económico y que, en 2020, sufrió una caída en términos reales superior incluso al porcentaje del retroceso del PIB.

En relación con los seguros de Vida, el Banco Central de Filipinas ha mantenido el tipo de referencia de la política monetaria en el 2% (tras efectuar tres bajadas en el año 2020, desde el 4%) y tiene ya escaso margen de maniobra por el repunte de la inflación. La rentabilidad del

bono soberano a diez años que se situaba en el 2,97% a finales de diciembre ha repuntado a niveles en el entorno del 4%, con lo que la curva de tipos de interés ha vuelto a ganar pendiente, creando una mejora en el entorno de tipos de interés para 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 (prima por plazo).

2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

SFCR de los principales grupos aseguradores de la Unión Europea

Durante el segundo trimestre de 2021, los principales grupos aseguradores de la Unión Europea (UE) han publicado su "Informe sobre la Situación Financiera y Solvencia" (*Solvency and Financial Condition Report*, SFCR) correspondiente al ejercicio de 2020. Se trata del quinto de estos informes que han sido divulgados por dichas entidades desde que se encuentra en vigor el nuevo marco armonizado de regulación de Solvencia II en la UE⁶. Uno de los principales cambios que fueron introducidos por la nueva normativa de solvencia europea consiste en la obligatoriedad de cálculo de un capital de solvencia obligatorio a nivel de grupo (en adelante SCR de grupo, por sus siglas en inglés, *Solvency Capital Requirement*), el cual se aplica a los grupos de entidades aseguradoras localizados en la UE. Antes de la entrada en vigor de Solvencia II, solo existía la obligación de calcular un capital regulatorio a nivel individual por parte de las entidades aseguradoras y, sobre esta base, se desarrollaba el control prudencial por parte de los supervisores nacionales. Además, se articulaba un control complementario para la supervisión de los grupos aseguradores centrado en la detección de operaciones intra-grupo que pudiesen dar lugar al doble cómputo de capitales en diversas entidades de un mismo grupo, o bien la existencia de riesgos adicionales que no resultaran visibles con el control a nivel individual. En el nuevo marco normativo aplicable al caso de los grupos aseguradores, se reproduce el esquema regulatorio basado en tres pilares que busca crear los incentivos

para que no solamente las entidades aseguradoras se gestionen apropiadamente a nivel individual, sino también a nivel de los grupos de los que forman parte. De esta manera, se busca fortalecer el esquema normativo que tiene como propósito proteger los intereses de los asegurados y, al mismo tiempo, garantizar que el sector asegurador contribuya al buen desempeño económico y, por ende, a la estabilidad del sistema financiero.

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

En este contexto, atendiendo a la normativa aplicable al Pilar 3, los grupos de entidades aseguradoras deben publicar anualmente datos acerca de su posición financiera y de solvencia, suministrando información coherente, comparable y de alta calidad al mercado mediante la divulgación del SFCR de grupo. Con este ejercicio de transparencia, la regulación busca que los agentes económicos interesados cuenten con información que les permita comprender el riesgo implícito a nivel de los diferentes grupos aseguradores y, en esa medida, puedan valorar, desde una perspectiva agregada, las características de sus procesos de evaluación y gestión de riesgos, el nivel de suficiencia de las provisiones técnicas y fondos propios y, por tanto, su posición de solvencia.

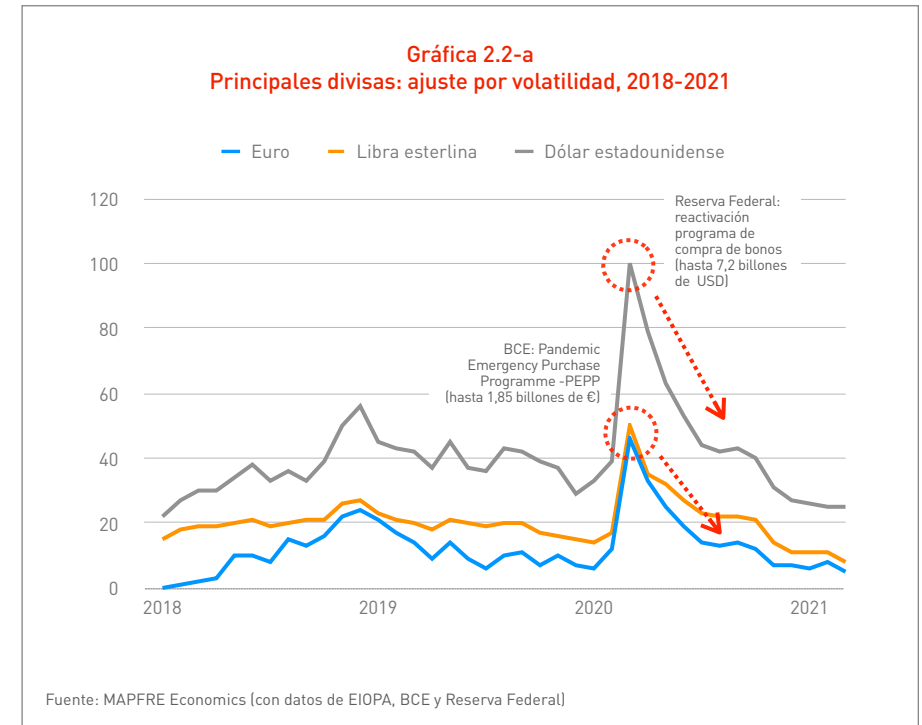
Ratios de solvencia

En primer término, debe destacarse la evolución del ajuste de volatilidad en el ejercicio 2020 para las principales divisas en las que se materializan

las inversiones de los grupos aseguradores europeos, la cual refleja el elevado nivel de incertidumbre que vivieron los mercados financieros en los primeros momentos de la crisis sanitaria y económica provocada por la pandemia del Covid-19 (véase la Gráfica 2.2-a). En el mes de marzo de 2020, el ajuste por divisa para el euro, el dólar estadounidense y la libra esterlina alcanzaron el máximo nivel al que se han encontrado estos indicadores desde que entró en vigor la normativa de Solvencia II, por el fuerte repunte de la volatilidad al que se encontraron expuestas las carteras de inversiones de los referidos grupos aseguradores como resultado del inicio de la crisis producida por la pandemia. El ajuste refleja también el potente efecto que tuvieron los mensajes lanzados por el Banco Central Europeo (BCE), la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco de Inglaterra en el mes de marzo de 2020, al aprobar amplios programas de adquisición de activos, lo que supuso el recurso al uso masivo de medidas de política monetaria no convencionales para dotar de liquidez a los mercados de bonos (soberanos y corporativos). A consecuencia de estas medidas, el nivel del ajuste de volatilidad por divisa para las carteras de inversiones de los grupos aseguradores al cierre del ejercicio 2020 era similar al del final del año previo, por lo que su efecto sobre los ratios de solvencia en 2020 ha sido prácticamente neutro.

Cabe destacar que lo sucedido a lo largo del ejercicio 2020 pone de relieve la relevancia de este ajuste como mecanismo para compensar (parcialmente) el efecto que esos repuntes puntuales de volatilidad de los mercados financieros pueden llegar a tener sobre la posición de solvencia de las entidades aseguradoras y sus grupos, teniendo en cuenta su naturaleza de inversores institucionales a medio y largo plazo.

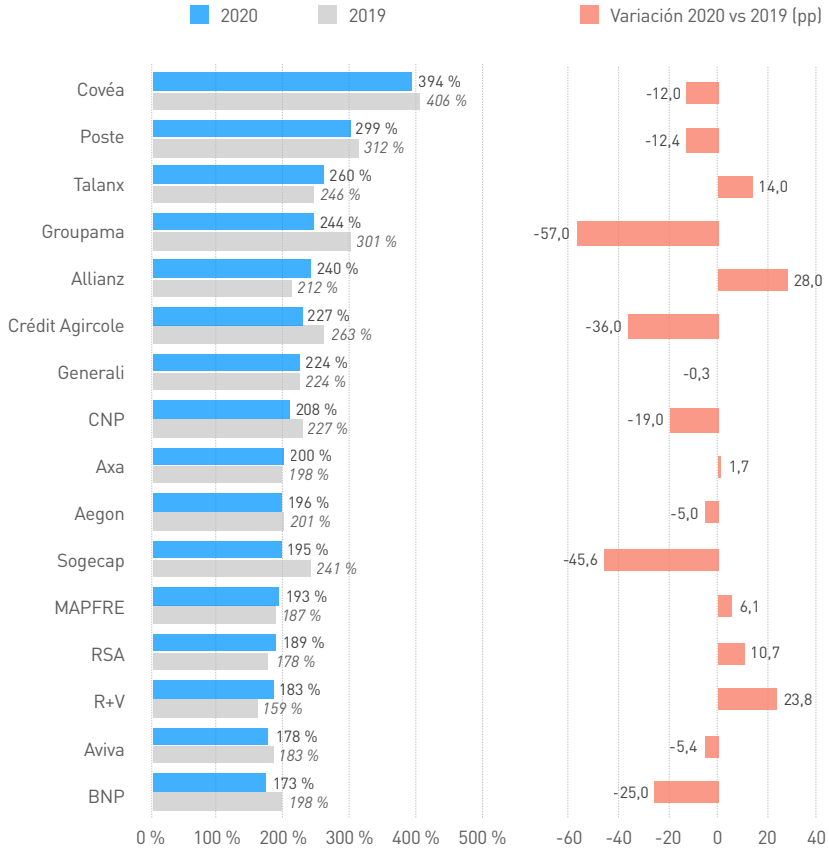
La Gráfica 2.2-b muestra los ratios de solvencia correspondientes al ejercicio 2020, publicados en los SFCR presentados en 2021 por los principales grupos aseguradores de la UE. En la referida gráfica, dichos ratios se comparan con los que fueron publicados en su oportunidad respecto al ejercicio de 2019, así como la variación entre ambos años. Como se desprende de esta información, Covéa sigue presentando el



mayor ratio de solvencia con el 394% (frente al 406% de 2019). Los grupos que han visto mayores incrementos en sus ratios de solvencia durante 2019-2020 fueron Allianz y R+V, aumentando en 28,0 y 23,8 puntos porcentuales (pp), respectivamente (estos dos mismos grupos fueron los que en el año anterior presentaron las mayores caídas). Cabe señalar que ambos grupos han hecho uso en 2020 de la medida transitoria de provisiones técnicas que no habían utilizado en el año previo.

De manera complementaria, la Tabla 2.2-a muestra la información de las principales cifras financieras y de solvencia correspondientes al ejercicio 2020 declaradas por los grupos aseguradores en sus respectivos SFCR. A

Gráfica 2.2-b
Ratios de solvencia 2020 y variación vs 2019



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

Tabla 2.2-a
Principales cifras financieras y de solvencia, 2020
(millones de euros)

	Primas	Provisiones técnicas	Fondos propios admisibles	SCR requerido	Ratio de solvencia
Allianz	137.153	647.707	98.470	40.950	240,5 %
Axa	94.269	545.817	55.000	27.460	200,3 %
Generali	70.704	421.637	44.428	19.850	223,8 %
Aviva	47.597	421.021	32.729	18.390	178,0 %
Talanx	41.106	123.450	23.074	8.874	260,0 %
Crédit Agricole	29.442	353.068	31.857	14.015	227,3 %
CNP	27.654	373.717	34.080	16.370	208,2 %
Aegon	21.800	167.296	18.582	9.473	196,2 %
BNP	20.747	228.424	17.291	9.990	173,1 %
MAPFRE	20.482	37.617	8.917	4.622	192,9 %
R+V	19.210	104.657	15.161	8.295	182,8 %
Poste	16.901	147.435	11.194	3.740	299,3 %
Covéa	16.566	89.647	25.985	6.593	394,1 %
Groupama	14.256	79.395	13.044	5.343	244,1 %
Sogecap	11.417	143.876	9.073	4.651	195,1 %
RSA	9.330	11.712	3.680	1.950	188,7 %
Total	598.634	3.896.476	442.563	200.566	220,7 %

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

partir de esta información, se observa que las primas totales en ese año para el conjunto de los principales grupos aseguradores de la UE, ascendieron a 598,6 millardos de euros (633,2 en 2019), en tanto que las provisiones técnicas se situaron en 3,9 billones de euros (3,8 en 2019). Asimismo, los fondos propios totales se situaron en 442,6 millardos de euros (435,7 en 2019), en tanto que el SCR agregado sumó 200,6 millardos de euros (196,6 en 2019), dando como resultado un ratio de solvencia agregado de la muestra que se situó en el 220,7% (frente al 221,6% de 2019).

Métodos de cálculo del SCR

La información relativa al método empleado por los grupos aseguradores considerados en este análisis para efectos del cálculo del SCR en 2020 se presenta en la Tabla 2.2-b. De esa información se desprende que los 16 grupos analizados, 7 (CNP, Crédit Agricole, BNP, Sogecap, Poste, Covéa y R+V) emplearon la *fórmula estándar*, en tanto que los 9 restantes (Allianz, Axa, Generali, RSA, Aviva, Talanx, Aegon, MAPFRE y Groupama) utilizaron diferentes modalidades de *modelos internos*. Cabe señalar que el grupo MAPFRE ha pasado a emplear un modelo interno parcial para el submódulo del riesgo de longevidad dentro del riesgo de suscripción. Asimismo, Aegon ha pasado a calcular el riesgo operacional de alguno de sus negocios conforme a un modelo interno (parcial), y el grupo Generali ha recibido autorización para efectuarlo a partir del 31 de diciembre de 2020. Asimismo, puede destacarse que ninguno de los grupos aseguradores analizados aplica un modelo interno puro para el cálculo del SCR. Los grupos que realizan algún tipo de modelización interna han optado por aplicar modelos internos parciales, combinando el cálculo de la fórmula estándar para determinados módulos, con modelos internos para determinadas categorías de riesgos. De igual forma, puede señalarse que la mayor parte de los modelos internos que se emplean se concentran en los riesgos financiero (de mercado y de crédito) y de suscripción.

Tabla 2.2-b
Métodos de cálculo del SCR, 2020

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

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

Fondos propios admisibles

La Tabla 2.2-c presenta la información relativa a la calidad de los fondos propios admisibles de los que dispusieron para cubrir sus requerimientos de capital los diferentes grupos aseguradores considerados en este análisis. De acuerdo con esta información, a nivel agregado, el 85,0% de los fondos propios admisibles eran de máxima calidad o tier 1, el 13,4% tier 2, y el 1,6% correspondía al nivel tier 3.

Estos porcentajes son similares a los que presentaba la muestra de grupos analizada en el estudio de 2019⁷, aunque se aprecia un ligero aumento de 0,3 pp de los fondos tier 3, en detrimento de los fondos tier 2. Como el año anterior, siguen destacando los casos de Covéa y R+V, para los cuales los fondos propios admisibles de máxima calidad se sitúan en niveles cercanos al 100%. Para complementar esta información, las Gráficas 2.2-c, 2.2-d y 2.2-e ilustran una comparativa del importe de los fondos propios admisibles en relación con algunas magnitudes relevantes del balance y del negocio (activos, provisiones técnicas y primas) de los distintos grupos aseguradores considerados en el análisis, así como las variaciones registradas en esas referencias relativas con respecto a 2019. En la relación entre fondos propios y activos, destacan los casos de Covéa, RSA y MAPFRE, con una proporción del 20,8%, 20,2% y 15,3%, respectivamente; en la relación entre los fondos propios y las provisiones técnicas, por su parte, las primeras tres posiciones son también ocupadas por RSA, Covéa y MAPFRE, con una proporción del 31,4%, 29,0% y 23,7%, en cada caso; y finalmente, en la relación entre fondos propios y primas, Covéa, CNP y Crédit Agricole se sitúan en los primeros lugares, con el 156,9%, 123,2% y 108,2%, respectivamente.

Medidas transitorias y de ajuste

En el análisis del nivel de los ratios de solvencia de los grupos aseguradores, un aspecto relevante tiene que ver con el efecto derivado de las *medidas transitorias y de ajuste* que fueron introducidas en la Directiva

de Solvencia II, con el propósito de aliviar el potencial perjuicio para el negocio derivado de la existencia de carteras de productos con garantías a largo plazo. Este grupo de medidas establecieron un régimen transitorio amplio para la entrada vigor completa de Solvencia II, considerando la naturaleza de inversores institucionales a largo plazo que tienen las entidades aseguradoras y sus grupos, que pueden hacer frente a volatilidades de los mercados financieros, con incrementos de los *spreads* de mercado, sin necesidad de realizar ventas forzadas (ajuste por volatilidad) y la adecuada gestión de riesgos activos-pasivos (ajuste por casamiento). Así, este régimen transitorio ha permitido una transición suave hacia los requisitos del nuevo sistema, para los que decidan hacer uso de este. De manera específica, las medidas adoptadas por la Directiva en este sentido fueron las siguientes:

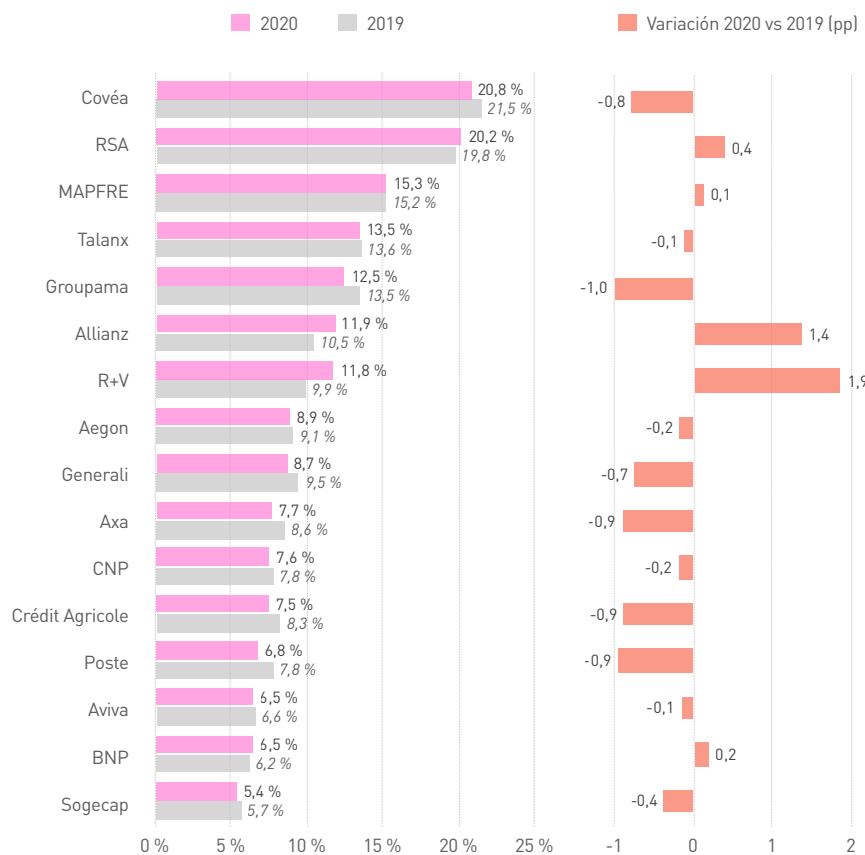
- *Medida transitoria de provisiones técnicas.* Esta medida permite diferir gradualmente la diferencia existente entre la provisión técnica estimada bajo los parámetros de Solvencia II y la calculada conforme a las anteriores normas de Solvencia I, en un plazo inicial de 16 años, hasta el 1 de enero de 2032 (habiendo transcurrido ya cinco años). Es aplicable solo a las carteras existentes en el momento de entrada en vigor del nuevo sistema, el 1 de enero de 2016.
- *Medida de ajuste por volatilidad.* Este ajuste permite corregir el tipo de interés de descuento de las provisiones técnicas para amortiguar los efectos de volatilidades puntuales en los diferenciales de las carteras de inversiones.
- *Medida de ajuste por casamiento entre activos y pasivos.* Esta medida permite, cumpliendo ciertos requisitos, ajustar la curva de descuento de las provisiones técnicas a aquellas entidades que mantienen activos de renta fija a vencimiento con similares duraciones a sus pasivos y, por tanto, no se encuentran expuestas a las oscilaciones de mercado de los diferenciales de los referidos activos.

Tabla 2.2-c
Calidad de los fondos propios admisibles, 2020

	Fondos propios admisibles	Tier 1		Tier 1r		Tier 2		Tier 3	
		miles de euros	(%)	miles de euros	(%)	miles de euros	(%)	miles de euros	(%)
Allianz	98.469.800	80.573.531	81,8 %	5.510.593	5,6 %	11.238.640	11,4 %	1.147.036	1,2 %
Axa	54.999.730	38.970.396	70,9 %	6.550.567	11,9 %	9.219.867	16,8 %	258.900	0,5 %
Generali	44.428.107	36.048.484	81,1 %	2.142.471	4,8 %	6.142.298	13,8 %	94.854	0,2 %
CNP	34.079.728	24.849.069	72,9 %	2.308.661	6,8 %	5.151.938	15,1 %	1.770.060	5,2 %
Aviva	32.729.048	23.320.101	71,3 %	1.473.402	4,5 %	7.538.609	23,0 %	396.934	1,2 %
Crédit Agricole	31.856.792	24.536.739	77,0 %	1.896.805	6,0 %	5.324.889	16,7 %	98.359	0,3 %
Covéa	25.984.665	25.934.193	99,8 %	42.472	0,2 %	8.000	0,0 %	0	0,0 %
Talanx	23.073.703	19.845.470	86,0 %	391.961	1,7 %	2.538.427	11,0 %	297.845	1,3 %
Aegon	18.581.994	12.971.445	69,8 %	2.570.654	13,8 %	2.340.195	12,6 %	699.700	3,8 %
BNP	17.291.247	11.647.151	67,4 %	1.613.001	9,3 %	2.784.439	16,1 %	1.246.655	7,2 %
R+V	15.161.110	15.145.410	99,9 %	500	0,0 %	15.200	0,1 %	0	0,0 %
Groupama	13.043.774	10.055.960	77,1 %	1.175.488	9,0 %	1.741.500	13,4 %	70.826	0,5 %
Poste	11.193.573	9.323.403	83,3 %	0	0,0 %	1.870.170	16,7 %	0	0,0 %
Sogecap	9.072.517	5.897.230	65,0 %	963.258	10,6 %	1.570.575	17,3 %	641.454	7,1 %
MAPFRE	8.916.910	7.698.540	86,3 %	0	0,0 %	1.218.380	13,7 %	0	0,0 %
RSA	3.680.047	2.488.383	67,6 %	472.185	12,8 %	521.091	14,2 %	198.388	5,4 %
Total	442.562.745	349.305.505	78,9 %	27.112.019	6,1 %	59.224.218	13,4 %	6.921.011	1,6 %

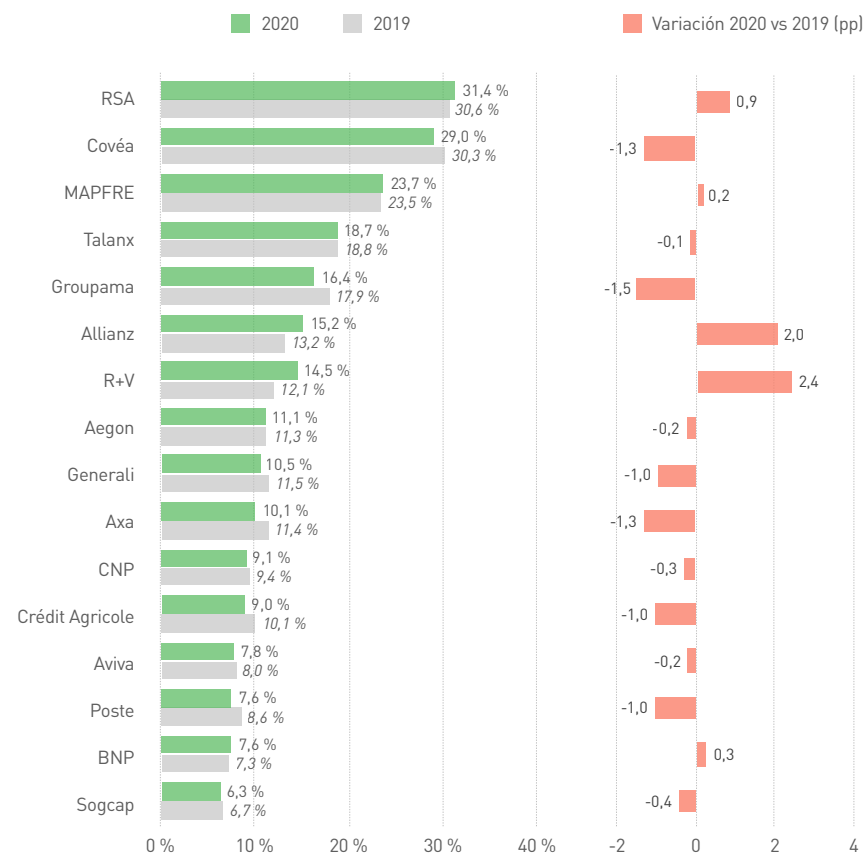
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Gráfica 2.2-c
Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2020 y variación vs 2019

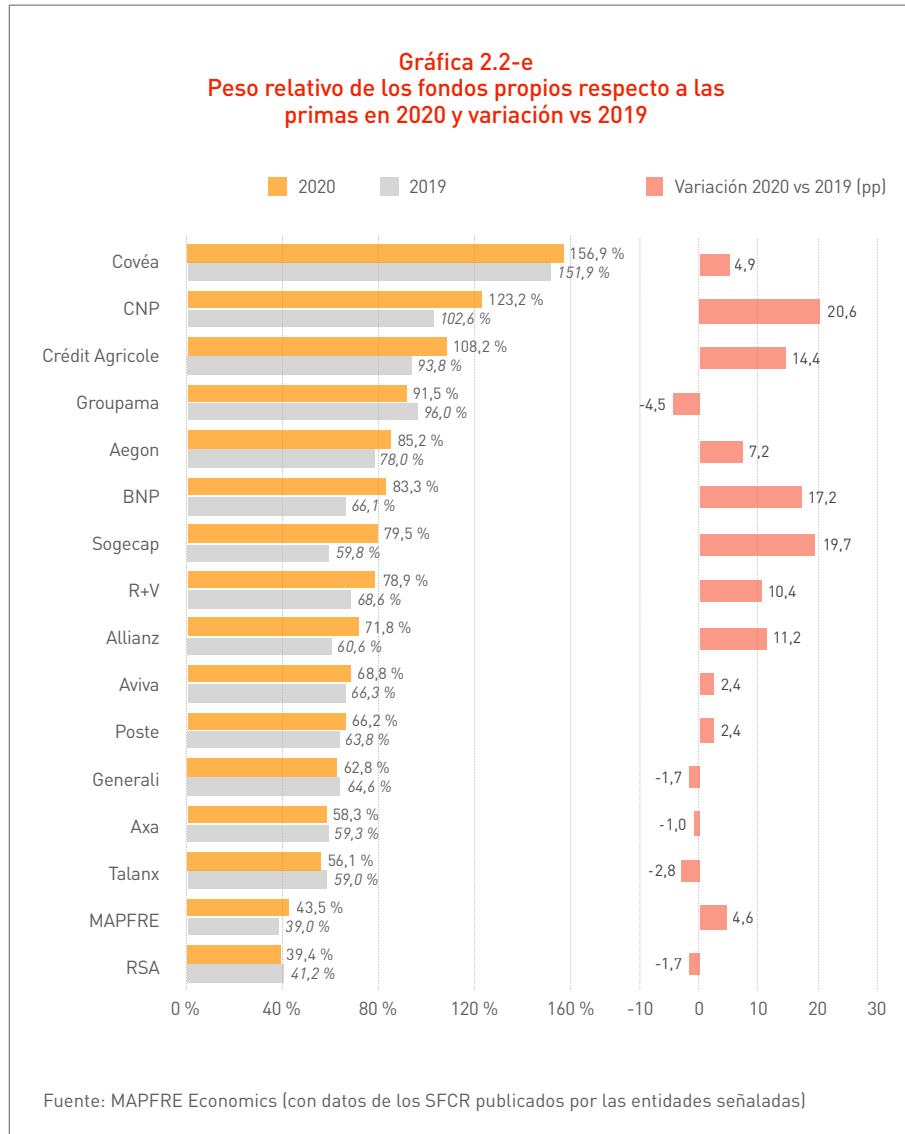


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Gráfica 2.2-d
Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2020 y variación vs 2019



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



Impacto de las medidas transitorias y de ajuste

Por su naturaleza, las medidas transitorias y de ajuste antes señaladas tienen un diferente efecto sobre el nivel de los fondos propios admisibles y el SCR y, por ende, sobre el ratio de solvencia de los grupos aseguradores incluidos en este análisis. La dimensión de este impacto en cada caso tiene que ver, entre otros factores, con la estructura de la cartera de riesgos de cada grupo asegurador y con las características de su proceso de gestión de riesgos. Estos efectos fueron dados a conocer por cada uno de ellos en la publicación del SFCR respectivo, y se presentan en las Tablas 2.2-d y 2.2-e. Asimismo, dichos impactos se ilustran (junto con su variación respecto a 2019) en las Gráficas 2.2-f y 2.2-g.

Peso relativo de los componentes del SCR

Por último, las Gráficas 2.2-h y 2.2-i ilustran la composición agregada de los distintos módulos y demás componentes del SCR en 2020 para los grupos aseguradores analizados, distinguiendo entre aquellos que calculan el SCR a partir del empleo de la fórmula estándar y los que utilizan diferentes modalidades de modelos internos para ese propósito. Como se desprende de esta información, para el caso de los grupos aseguradores que calculan el SCR empleando la fórmula estándar (Gráfica 2.2-h), se observa que entre 2019 y 2020 se registró un aumento en el peso relativo del módulo de riesgo de mercado (+0,5 pp) y, en menor medida, del de crédito (+0,1 pp), con una reducción del correspondiente al riesgo de suscripción (-0,6 pp). Asimismo, para este subconjunto de grupos aseguradores, se registra una reducción del efecto positivo de la diversificación (-0,3 pp) con relación al observado el año previo. Finalmente, respecto a 2020, se observa un menor beneficio relativo derivado de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas e impuestos diferidos (-4,2 pp).

En el caso del subconjunto compuesto por los grupos aseguradores que emplean diferentes modalidades de modelos internos (Gráfica 2.2-i), se

Tabla 2.2-d
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste
sobre los fondos propios, 2020
(miles de euros)

	Fondos propios admisibles	Efecto en fondos propios por el ajuste transitoria PT	Efecto en fondos propios por el ajuste por volatilidad	Efecto en fondos propios por el ajuste por casamiento
Allianz	98.469.800	-13.554.697	3.219.747	
Axa	54.999.730		-2.341.431	
Generali	44.428.107	-113.456	-1.085.318	
CNP	34.079.728		-946.437	
Aviva	32.729.048	-3.910.908	-313.752	-8.378.379
Crédit Agricole	31.856.792		-935.644	
Covéa	25.984.665			
Talanx	23.073.703	-4.197.931	285.633	
Aegon	18.581.994		-453.429	-30.016
BNP	17.291.247		-98.845	
R+V	15.161.110	-3.122.493	124.490	
Groupama	13.043.774	-3.069.052	-173.558	
Poste	11.193.573	-1.210.016	-384.836	
Sogecap	9.072.517		-60.381	
MAPFRE	8.916.910	-610.040	-36.200	-268.580
RSA	3.680.047		-35.857	

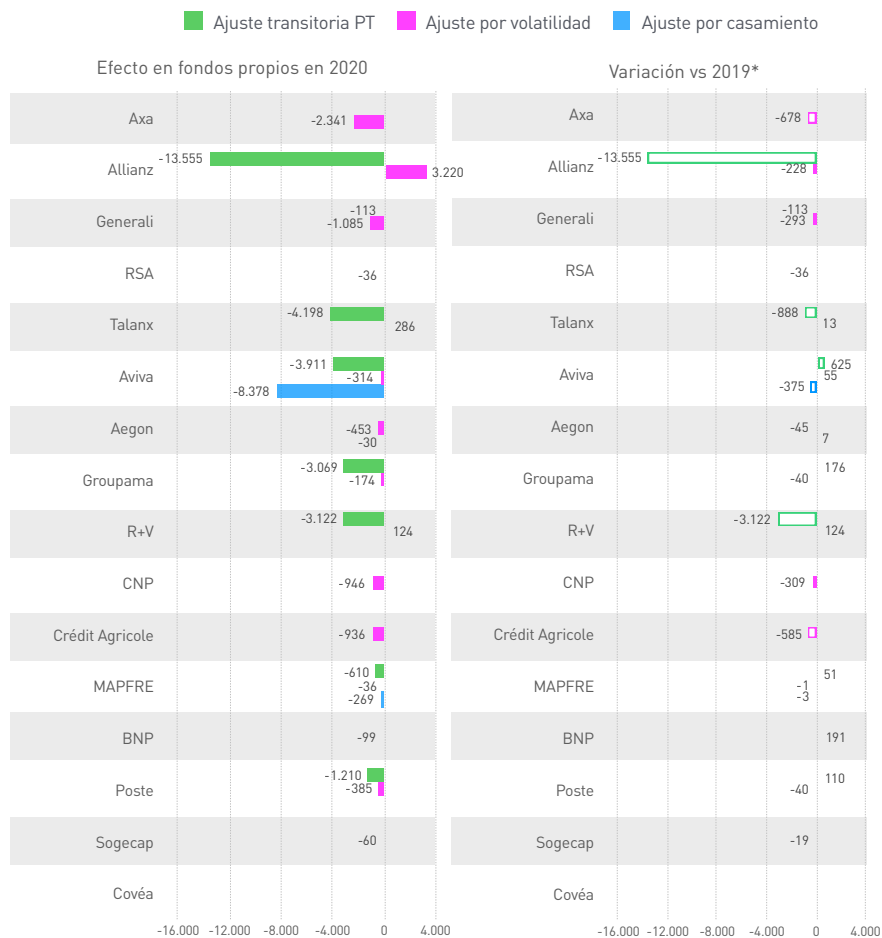
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Tabla 2.2-e
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste
sobre el SCR, 2020
(miles de euros)

	SRC requerido	Efecto en fondos propios por el ajuste transitoria PT	Efecto en fondos propios por el ajuste por volatilidad	Efecto en fondos propios por el ajuste por casamiento
Allianz	40.949.661		9.668.409	
Axa	27.460.262		10.414.805	
Generali	19.849.613	13.353	7.931.439	
Aviva	18.389.647	692.400	2.391.455	7.830.659
CNP	16.369.864		287.182	
Crédit Agricole	14.014.716		1.144.262	
Aegon	9.473.178		1.468.455	64.179
BNP	9.989.967		174.331	
Talanx	8.874.227	304.891	2.827.313	
R+V	8.295.330	382.220	132.168	
Covéa	6.593.106			
Groupama	5.342.835	1.238.242	87.569	
Sogecap	4.650.827		119.562	
MAPFRE	4.622.330	25.800	5.050	-157.090
Poste	3.740.340	2.926	156.920	
RSA	1.950.443			

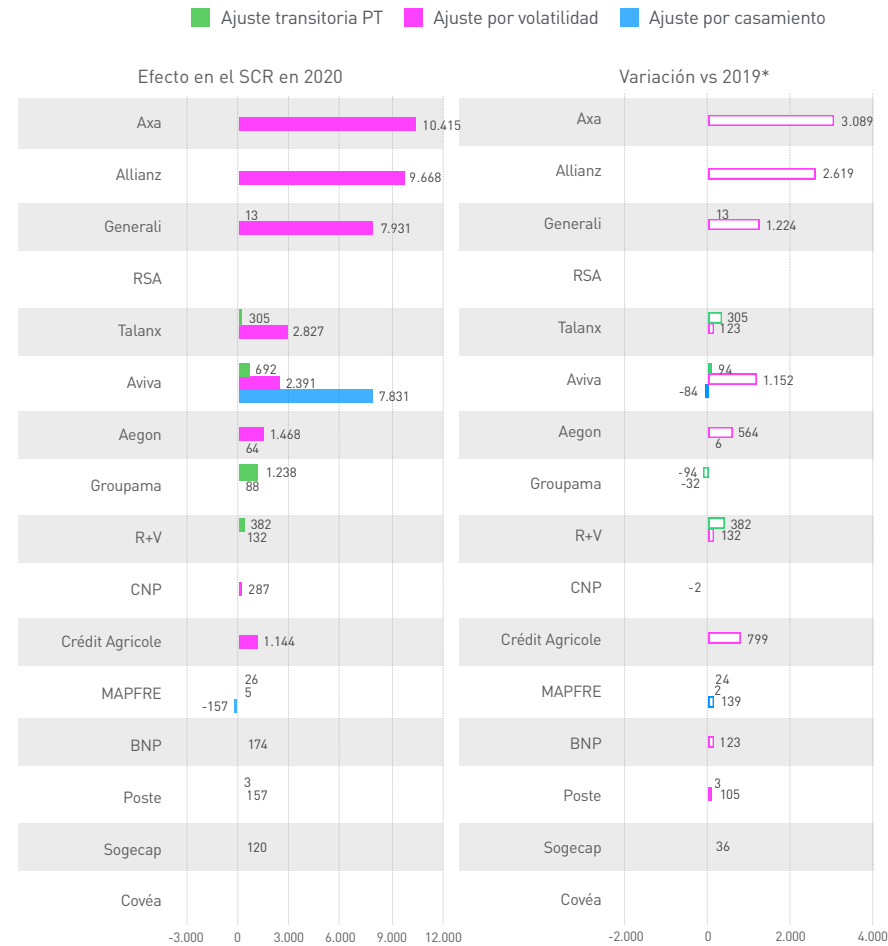
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Gráfica 2.2-f
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2020
 (millones de euros)



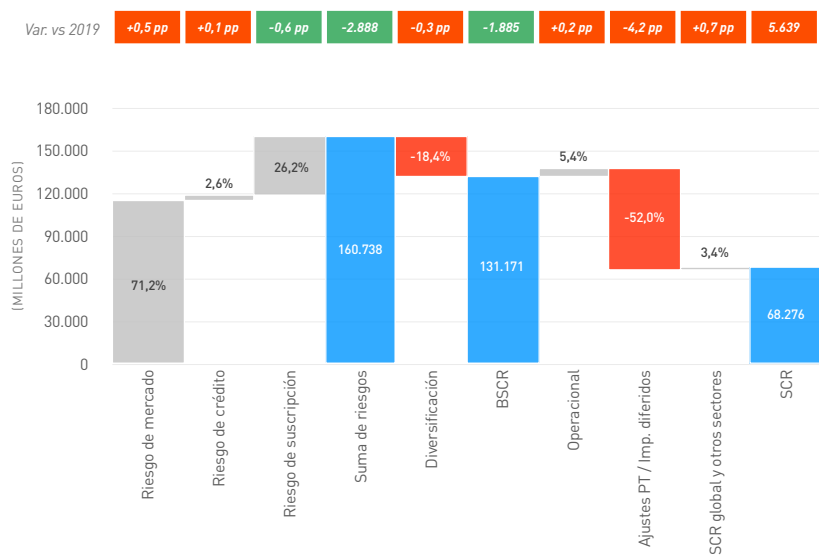
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)
 * La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

Gráfica 2.2-g
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2020
 (millones de euros)



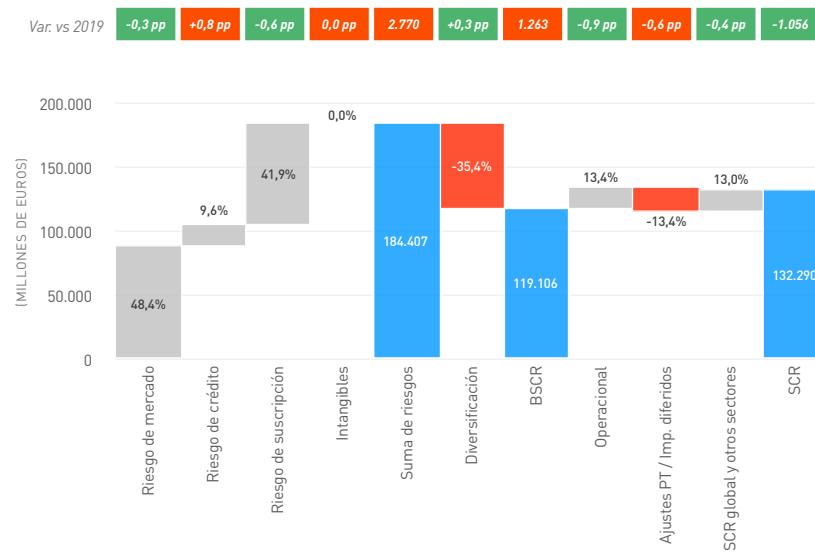
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)
 * La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

Gráfica 2.2-h
Peso relativo de los distintos componentes del SCR
para grupos que emplean la fórmula estándar en 2020 y variación vs 2019
 (millones de euros y porcentajes)



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

Gráfica 2.2-i
Peso relativo de los distintos componentes del SCR
para grupos que emplean modelos internos parciales en 2020 y variaciones vs 2019
 (millones de euros y porcentajes)



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

observa que, entre 2019 y 2020, se presentó un aumento en el peso relativo del componente de riesgo de crédito (+0,8 pp), mientras que el componente de riesgo de mercado registra una ligera disminución respecto al año previo (-0,3 pp), al igual que ocurrió con el riesgo de suscripción (-0,6 pp). Por otro lado, en este subconjunto se registró en 2020 un aumento de los beneficios derivados de la diversificación (+0,3 pp), y una reducción del peso del riesgo operacional (-0,9 pp). Asimismo, respecto al efecto de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas y de los impuestos diferidos, es conveniente recordar que en el caso de los grupos aseguradores que aplican modelos internos, dicha métrica está mostrando solo el efecto de los ajustes que han sido modelizados, pero no incorporados a otros componentes del SCR.

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	3,0	2,2	-3,5	6,6	4,5	2,3	3,0	2,2	-3,5	5,0	-1,3
Eurozona	2,7	1,9	1,3	-6,7	4,5	4,5	2,7	1,9	1,3	-6,7	2,3	-0,3
Alemania	2,9	1,3	0,6	-5,1	3,7	4,4	2,9	1,3	0,6	-5,1	1,2	-1,1
Francia	2,3	1,8	1,5	-8,1	5,6	4,0	2,3	1,8	1,5	-8,1	2,6	0,9
Italia	1,7	0,8	0,3	-8,9	4,9	4,6	1,7	0,8	0,3	-8,9	3,1	0,7
España	3,0	2,4	2,0	-10,8	6,0	6,0	3,0	2,4	2,0	-10,8	3,8	0,8
Reino Unido	1,7	1,3	1,4	-9,8	5,1	5,3	1,7	1,3	1,4	-9,8	4,9	0,8
Japón	1,7	0,6	0,0	-4,7	2,4	2,9	1,7	0,6	0,0	-4,7	0,8	-0,8
Mercados emergentes	4,8	4,5	3,6	-2,2	6,7	5,0	4,8	4,5	3,6	-2,2	4,7	2,0
América Latina¹	1,3	1,2	0,2	-7,0	4,6	3,1	1,3	1,2	0,2	-7,0	3,8	1,3
México	2,3	2,2	-0,2	-8,5	5,4	2,9	2,3	2,2	-0,2	-8,5	3,9	-0,4
Brasil	1,6	1,7	1,4	-4,4	5,1	2,2	1,6	1,7	1,4	-4,4	4,6	-1,2
Argentina	2,8	-2,6	-2,1	-9,9	5,8	2,6	2,8	-2,6	-2,1	-9,9	5,1	-0,5
Emergentes europeos²	4,1	3,4	2,4	-2,0	4,4	3,9	4,1	3,4	2,4	-2,0	1,5	1,1
Turquía	7,5	3,0	0,9	1,8	5,2	3,4	7,5	3,0	0,9	1,8	4,9	-1,3
Asia Pacífico³	6,6	6,4	5,3	-1,0	8,6	6,0	6,6	6,4	5,3	-1,0	4,9	1,8
China	6,9	6,8	6,0	2,3	8,4	5,7	6,9	6,8	6,0	2,3	6,0	1,7
Indonesia	5,1	5,2	5,0	-2,1	4,7	5,5	5,1	5,2	5,0	-2,1	3,3	1,5
Filipinas	6,9	6,3	6,1	-9,6	5,4	6,9	6,9	6,3	6,1	-9,6	3,3	2,9
Mundo	3,8	3,6	2,8	-3,3	6,0	4,4	3,8	3,6	2,8	-3,3	3,7	1,3

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: 12 julio 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	4,3	2,3	2,1	1,9	2,3	1,4	5,4	3,0
Eurozona	1,4	1,9	1,0	-0,3	2,7	1,3	1,4	1,9	1,0	-0,3	3,7	1,8
Alemania	1,4	1,6	1,5	-0,2	3,4	1,3	1,4	1,6	1,5	-0,2	4,4	1,8
Francia	1,2	2,1	1,3	0,5	1,3	1,1	1,2	2,1	1,3	0,5	1,9	2,1
Italia	0,9	1,1	0,5	-0,2	2,4	1,2	0,9	1,1	0,5	-0,2	3,3	1,4
España	1,1	1,2	0,8	-0,5	2,8	1,3	1,1	1,2	0,8	-0,5	3,8	1,4
Reino Unido	2,7	2,0	1,3	0,8	2,3	2,1	2,7	2,0	1,3	0,8	3,2	2,7
Japón	0,6	0,9	0,5	-0,8	1,0	0,1	0,6	0,9	0,5	-0,8	1,3	0,1
Mercados emergentes	4,4	4,9	5,1	5,1	4,9	4,4	4,4	4,9	5,1	5,1	5,4	5,8
América Latina ¹	6,3	6,6	7,7	6,4	7,2	6,6	6,3	6,6	7,7	6,4	13,3	11,2
México	6,8	4,8	2,8	3,2	5,4	3,3	6,8	4,8	2,8	3,2	6,3	5,2
Brasil	2,9	3,7	4,3	4,5	5,4	3,7	2,9	3,7	4,3	4,5	6,7	5,4
Argentina	23,3	47,4	52,2	36,1	44,9	30,3	23,3	47,4	52,2	36,1	49,2	32,7
Emergentes europeos ²	5,6	6,4	6,6	5,4	6,5	5,4	5,6	6,4	6,6	5,4	5,6	5,9
Turquía	11,9	20,3	11,8	14,6	15,2	10,2	11,9	20,3	11,8	14,6	18,0	11,5
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	4,4
China	1,8	2,2	4,3	0,1	2,7	2,4	1,8	2,2	4,3	0,1	3,9	3,2
Indonesia	3,5	3,3	2,7	1,6	2,7	3,0	3,5	3,3	2,7	1,6	4,2	5,6
Filipinas	3,0	5,9	1,5	3,1	3,8	2,7	3,0	5,9	1,5	3,1	5,6	4,3
Mundo	3,2	3,6	3,5	3,2	3,5	3,2	3,2	3,6	3,5	3,2	4,0	3,8

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: 12 julio 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	2,08	2,50	2,40	2,69	1,92	0,93	2,09	2,63
Eurozona	1,13	1,17	0,32	-0,19	0,52	0,73	1,13	1,17	0,32	-0,19	1,77	1,81

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 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	0,81	0,81	0,83	0,87	0,89	0,81	0,81	0,81
EUR-USD	1,20	1,15	1,12	1,23	1,23	1,24	1,20	1,15	1,12	1,23	1,23	1,24
GBP-USD	1,35	1,28	1,32	1,36	1,43	1,44	1,35	1,28	1,32	1,36	1,42	1,43
USD-JPY	112,90	110,83	109,12	103,54	109,96	107,61	112,90	110,83	109,12	103,54	108,27	105,72
USD-CNY	6,51	6,88	6,99	6,52	6,53	6,51	6,51	6,88	6,99	6,52	6,63	6,57

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 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	0,25	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	3,00	3,25	3,30	3,25	2,95	2,65	2,75

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 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: aversión al riesgo (VIX)	15
Gráfica 1.1.1-e	Global: comportamiento de los PMIs	15
Gráfica 1.1.1-f	Global: comercio global (índice de coste medio del transporte)	16
Gráfica 1.1.1-g	Global: evolución del volumen de comercio	16
Gráfica 1.1.1-h	Global: política monetaria	16
Gráfica 1.1.2	Vulnerabilidades y riesgos globales	26
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	30
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	30
Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva	31
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	33
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	33
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva	34
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	36
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	36
Gráfica 1.2.3-c	España: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva	37
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	39
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	39
Gráfica 1.2.4-c	Alemania: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva	40
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	42
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	42
Gráfica 1.2.5-c	Italia: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva	43

Gráfica 1.2.6-a Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB 44

Gráfica 1.2.6-b Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 44

Gráfica 1.2.6-c Reino Unido: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 45

Gráfica 1.2.7-a Japón: descomposición y previsiones del PIB 47

Gráfica 1.2.7-b Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 47

Gráfica 1.2.7-c Japón: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 48

Gráfica 1.2.8-a Turquía: descomposición y previsiones del PIB 49

Gráfica 1.2.8-b Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 49

Gráfica 1.2.8-c Turquía: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 50

Gráfica 1.2.9-a México: descomposición y previsiones del PIB 52

Gráfica 1.2.9-b México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 52

Gráfica 1.2.9-c México: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 53

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

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

Gráfica 1.2.10-c Brasil: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 56

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

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

Gráfica 1.2.11-c Argentina: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 58

Gráfica 1.2.12-a China: descomposición y previsiones del PIB 60

Gráfica 1.2.12-b China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 60

Gráfica 1.2.12-c China: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 61

Gráfica 1.2.13-a Indonesia: descomposición y previsiones del PIB 63

Gráfica 1.2.13-b Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 63

Gráfica 1.2.13-c Indonesia: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 64

Gráfica 1.2.14-a Filipinas: descomposición y previsiones del PIB 65

Gráfica 1.2.14-b Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 65

Gráfica 1.2.14-c Filipinas: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva 66

Gráfica 2.1.2 Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo 68

Gráfica 2.1.6 Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo 79

Gráfica 2.1.7 Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo 80

Gráfica 2.1.8 Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo 81

Gráfica 2.1.9 México: curva de tipos de interés libres de riesgo 90

Gráfica 2.1.11 Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo 91

Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	92
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	93
Gráfica 2.2-a	Principales divisas: ajuste por volatilidad, 2018-2021	95
Gráfica 2.2-b	Ratios de solvencia 2020 y variación vs 2019	96
Gráfica 2.2-c	Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2020 y variación vs 2019	100
Gráfica 2.2-d	Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2020 y variación vs 2019	100
Gráfica 2.2-e	Peso relativo de los fondos propios respecto a las primas en 2020 y variación vs 2019	101
Gráfica 2.2-f	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2020	103
Gráfica 2.2-g	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2020	103
Gráfica 2.2-h	Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean la fórmula estándar en 2020 y variación vs 2019	104
Gráfica 2.2-i	Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean modelos internos parciales en 2020 y variaciones vs 2019	104

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	30
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	33
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	36
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	39
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	42
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	44
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	47
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	49
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	52
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	55
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	57
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	60
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	63
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	65

Tabla 2.2-a	Principales cifras financieras y de solvencia, 2020	96
Tabla 2.2-b	Métodos de cálculo del SCR, 2020	97
Tabla 2.2-c	Calidad de los fondos propios admisibles, 2020	99
Tabla 2.2-d	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2020	102
Tabla 2.2-e	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2020	102
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto	107
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación	108
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	109
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio	109
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia	109

Recuadros

Recuadro 1.1.1-a	Volatilidad cambiaria emergente	17
Recuadro 1.1.1-b	Actualización de política monetaria	22
Recuadro 2.1.5	Desempeño del sector asegurador español: provisiones de crecimiento de primas	70
Recuadro 2.1.8	Desempeño del sector asegurador brasileño: provisiones de crecimiento de primas	82

Referencias

- 1/ Véase: MAPFRE Economics (2021), *Panorama económico y sectorial 2021: perspectivas hacia el segundo 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/ La Gráfica 2.1.2-a muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2020 así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de marzo y junio de 2021. Pueden visualizarse otros meses y divisas en el gráfico interactivo en: <https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa>
- 5/ Datos de ICEA, extraídos de una muestra de 129 entidades con una cuota de mercado del 94,9%.
- 6/ Los Informes sobre la Situación Financiera y Solvencia (SFCR) correspondientes a 2020 que sirvieron de base para la preparación de este reporte, fueron consultados, en su oportunidad, en los siguientes enlaces:
 - Allianz: https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/investor-relations/en/results-reports/sfcr/2021/en-Allianz-Group-SFCR-2020.pdf
 - Axa: https://www-axa-com.cdn.axa-contento-118412.eu/www-axa-com/d87a089b-4f7b-42d9-8167-65168a7f7937_axa_sfcr_2020_va.pdf
 - Generali: https://www.generali.com/doc/jcr:51062ddb-528c-468c-bf91-d2947a5fdbba/SFCR%20Generali%20Group%202020%20ENG.PDF/lang:en/SFCR_Generali_Group_2020_ENG.PDF
 - Aviva: <https://www.aviva.com/content/dam/aviva-corporate/documents/investors/pdfs/regulatoryreturns/2020/aviva-plc-group-sfcr-2020.pdf>
 - Talanx: https://www.talanx.com/media/Files/investor-relations/pdf/geschaeftsberichte/risikoberichte/2020_sfcr_hdi_gruppe_en.pdf
 - Crédit Agricole: https://www.ca-assurances.com/previewPDF/22096/CAA_%20SFCR%202020_FR.pdf
 - CNP: <https://www.cnp.fr/en/cnp/content/download/9644/file/CNP-Assurances-SFCR-Groupe-2020-VA.pdf>

BNP: https://www.bnpparibascardif.com/c/document_library/get_file?uuid=09509602-57a5-ad17-5579-aeb307a9733e&groupId=348001

Aegon: <https://www.aegon.com/contentassets/93133cb175974c9eb139d0b00bf6455e/2020-sfcr-aegon-group.pdf>

MAPFRE: <https://www.mapfre.com/media/accionistas/2021/2020-sfcr-grupo-mapfre.pdf>

R+V: <https://www.ruv.de/dam/jcr:228f74ff-e273-4542-8bf8-f3b3faf79034/2020-SFCR-Gruppe.pdf>

Covéa: https://www.covea.eu/sites/default/files/2021-05/sfcr_covea_2020_fr.pdf

Sogecap: https://www.assurances.societegenerale.com/uploads/tx_bisgnews/08_GROUPESOGECAP_SFRCR2021_VA_PLANCHE.pdf

Groupama: <https://www.groupama.com/wp-content/uploads/2021/05/SFCR-2020-Groupe-Groupama-1.pdf>

RSA: <https://www.rsagroup.com/media/3uedkvar/rsa-group-sfcr-2020.pdf>

Poste Vita: https://www.poste.it/files/1476538733185/RelazioneUnicaSolvibilita_CondizioneFinanziaria_31122020.pdf

7/ Véase: MAPFRE Economics (2020), *Panorama económico y sectorial 2020: perspectivas hacia el tercer trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE, pp. 84-96.

Otros informes de MAPFRE Economics

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

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

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

Servicio de Estudios de MAPFRE (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