



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2020:
PERSPECTIVAS HACIA
EL TERCER TRIMESTRE

MAPFRE Σconomics

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

2020, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Julio, 2020.

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

Maximilian Antonio Bruno Horn

Verónica Martínez Vera

Almudena Aramburu González

José Luis Pozo Estudillo

Miguel Ángel Martínez Roa

Óscar García García

Contenido

Resumen ejecutivo	9
--------------------------------	---

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global	11
1.1.1 Covid-19 y crisis global: actualización	11
1.1.2 Balance de riesgos	22
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	24
1.2.1 Estados Unidos	24
1.2.2 Eurozona	26
1.2.3 España	27
1.2.4 Alemania	31
1.2.5 Italia	33
1.2.6 Reino Unido	36
1.2.7 Japón	38
1.2.8 Turquía	40
1.2.9 México	42
1.2.10 Brasil	44
1.2.11 Argentina	46
1.2.12 China	48
1.2.13 Indonesia	50
1.2.14 Filipinas	50

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización.	55
2.1.1 Mercados globales	55
2.1.2 Eurozona	63
2.1.3 Alemania	64
2.1.4 Italia	66
2.1.5 España	67
2.1.6 Reino Unido	69
2.1.7 Estados Unidos	70
2.1.8 Brasil	72
2.1.9 México	74
2.1.10 Argentina	76
2.1.11 Turquía	77
2.1.12 China	79
2.1.13 Japón	81
2.1.14 Filipinas	82
2.2 Tendencias regulatorias	84

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas	97
--	----

Índice de gráficas, tablas y recuadros	101
---	-----

Referencias	105
--------------------------	-----

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2020: perspectivas hacia el tercer trimestre

Panorama económico

En esta edición trimestral del *Panorama económico y sectorial* se ha actualizado el análisis respecto a la situación epidemiológica global y se han actualizado los escenarios macroeconómicos en función de la información más reciente. Los datos de contabilidad nacional, así como los de alta frecuencia reales, dibujan una muy notable contracción global de la actividad económica durante la primera mitad de 2020, aunque los datos más adelantados del tercer trimestre apuntan a una cierta estabilización. La suavización de las medidas de supresión implementadas para contener los efectos de la pandemia del Covid-19, más adelantada en los países desarrollados, está permitiendo el deshielo de la demanda contenida durante la primera mitad del año y, con esta, la lenta reversión a la normalidad de variables nominales y reales. Por otro lado, las medidas activadas en materia de política monetaria y fiscal, tanto a nivel nacional como regional, han sido claves para frenar el deterioro económico a corto plazo, gracias a la provisión de liquidez y a la estabilización de los balances del sistema, aunque, en muchos casos, a expensas del aumento de la vulnerabilidad, particularmente fiscal, debido al enorme impulso acometido. De esta forma, avistamos ahora un *escenario base* cuyo punto de partida es una contracción económica global mayor en 2020, sin efectos perma-

nentes y que permite una salida de la recesión en 2021, aunque más suave de lo que se preveía anteriormente.

La incertidumbre actual, sin embargo, se sitúa en la posibilidad de un rebrote global de la pandemia, el cual provocaría nuevas y mayores contracciones de la demanda, seguidas de una batería de medidas monetarias (dado que el espacio fiscal parece agotado). Esta situación implicaría un fallido intento de recuperación en el tercer trimestre del año que devolvería el crecimiento al terreno recesivo también durante 2021, perpetuando no solamente la atonía sino también su efecto en las variables nominales globales, en especial sobre los tipos de cambio que permanecerían muy depreciados frente al dólar. De esta manera, el *escenario estresado* sería uno caracterizado por factores que tendrían efectos no solo en el desempeño económico de corto plazo, sino también en la capacidad de crecimiento de largo plazo. En este contexto de mayor estrés, la salida de la recesión sería compleja y larga, no llegando a los niveles del producto interior bruto de 2019, sino al menos hasta el año 2023.

Debe señalarse que esta visión central (compuesta tanto por el *escenario base* como por el *escenario estresado*) está fuertemente sesgada a la baja, dados los numerosos riesgos latentes conocidos y por conocer; riesgos que podrían llegar a transformar la recesión económica en una depresión, aunque esta no se considera aún dentro de nuestra visión central.

Panorama sectorial

La economía mundial continúa sumida en una situación sin precedentes que, sin duda, tendrá importantes efectos sobre el sector asegurador. Por una parte, los países desarrollados han conseguido, en mayor o menor medida, controlar el desarrollo de la pandemia tras aplicar medidas de alejamiento y confinamiento de la población. Estas medidas, sin embargo, han comenzado a relajarse, centrándose ahora en medidas selectivas que buscan evitar la expansión de los nuevos brotes que vayan surgiendo y, al mismo tiempo, minimizar los efectos sobre el funcionamiento de la economía. Y, por la otra, buena parte de los países emergentes todavía se encuentran en una fase aguda de la pandemia, con sistemas sanitarios más débiles y con una gobernanza que reduce la efectividad de las medidas de confinamiento.

Como respuesta, los bancos centrales a nivel global están ampliando las medidas de expansión a través de reducciones de los tipos de interés y de programas de adquisición de bonos, tanto soberanos como corporativos, con el fin de estabilizar los mercados financieros. A esto se están sumando importantes paquetes de medidas fiscales de apoyo, que tampoco tienen precedentes, lo que está incrementando sustancialmente los déficits fiscales y el nivel de deuda. Todas estas disposiciones, en la medida que tengan efecto sobre la economía real, resultarán de ayuda al sector asegurador que depende en buen grado del adecuado funcionamiento de los mercados financieros y cuyo negocio se encuentra muy ligado al comportamiento económico. Sin embargo, no se espera que esto pueda suceder antes de 2021, con gran incertidumbre en cuanto a las estimaciones dada la propia naturaleza de esta crisis.

Como una forma de avanzar en el análisis del potencial efecto del actual contexto económico sobre la demanda aseguradora, este informe incorpora una revisión de las crisis económicas y sanitarias vividas en las últimas décadas. En principio, este análisis permite anticipar caídas abruptas en las primas del negocio asegurador a nivel agregado. En el

segmento de Vida, se aprecia la influencia de las medidas de política monetaria, que en los casos en que fueron restrictivas ayudaron a suavizar las caídas en esta línea de negocio; en esta ocasión, sin embargo, el sesgo de las políticas monetarias adoptadas está siendo acomodaticio, lo que producirá un efecto negativo sobre este segmento del mercado. Por último, el análisis confirma que, en términos generales, al llegar la recuperación económica las primas de seguros tienden a experimentar crecimientos por encima del aumento del producto interior bruto, especialmente en los mercados emergentes.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global

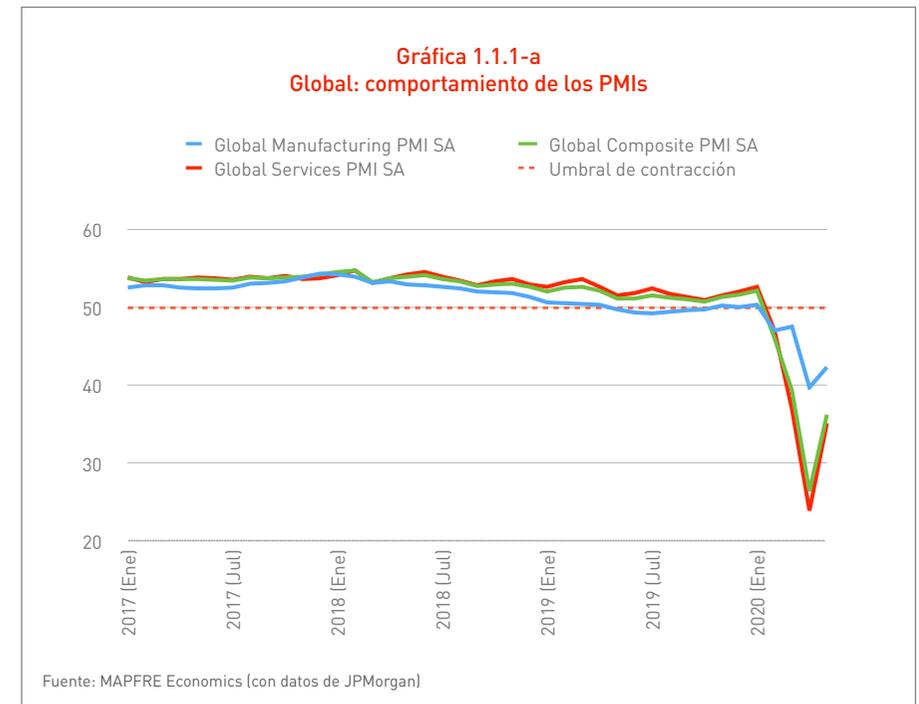
1.1.1 Covid-19 y crisis global: actualización

Como se anticipaba en nuestro informe anterior¹, la contracción global del comercio global de la producción, inversión y consumo durante la primera mitad de 2020 está siendo notable. Con los datos de contabilidad nacional del primer trimestre y los datos de producción industrial, ventas minoristas y comercio global de abril y mayo, puede tenerse la certeza de que la contracción del PIB global será incluso mayor de lo anticipado.

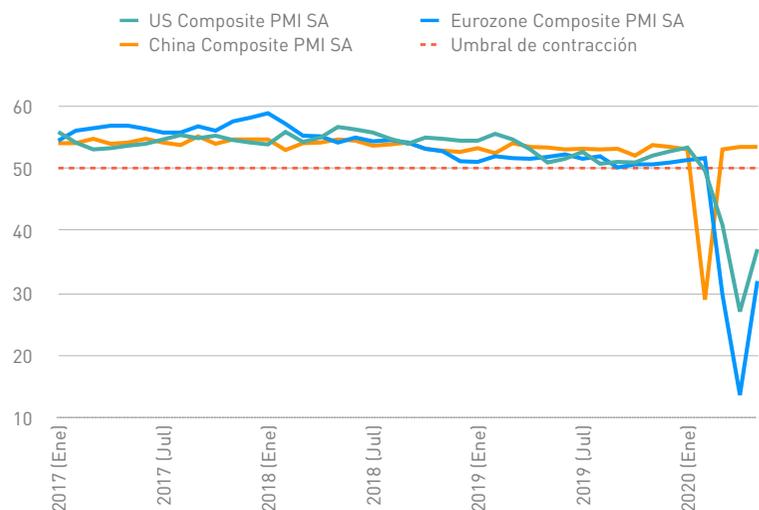
Los datos más recientes de los índices de gestores de compras (PMIs), sin embargo, comienzan a dar señales de estabilización a nivel global, con ligeros repuntes en las mediciones de la actividad manufacturera y de servicios, aunque todavía por debajo del umbral de contracción (véase la Gráfica 1.1.1-a). Regionalmente, las principales economías del mundo muestran también ese signo de reactivación, más claramente en China (primera economía en intentar la reducción de las medidas de supresión) que en Estados Unidos o la Eurozona (véase la Gráfica 1.1.1-b)².

Esta reacción parece ser respuesta a la suavización de las medidas de supresión globales, las cuales, con independencia de la curva de contagios sigue en ascenso, han comenzado a relajarse tanto en los países desarrollados como los emergentes. Si bien es cierto que esta relajación

de las medidas de confinamiento y distanciamiento social está comenzando a dar espacio a la reactivación económica, abre también el espacio a una mayor incertidumbre respecto a la posibilidad de nuevos



Gráfica 1.1.1-b
Economías seleccionadas: comportamiento de los PMIs



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de JPMorgan)

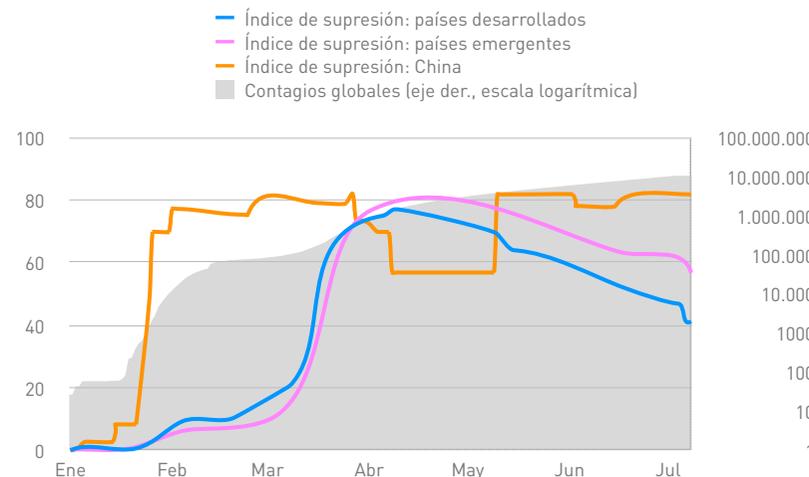
rebotes y, con estos, una nueva afectación a la economía real, como en el caso de China donde diversas medidas de supresión han vuelto a implementarse (véase la Gráfica 1.1.1-c).

Por otra parte, en el mundo emergente los flujos de inversión más volátiles lentamente vuelven a cubrir, al menos parcialmente, las necesidades de financiación de Latinoamérica y Europa emergente, algo que es previsible se vaya traduciendo paulatinamente en una estabilización de sus monedas (véase el Recuadro 1.1.1-a). Este reajuste de los flujos de capital difícilmente llevará a esas economías a la situación previa al Covid-19; en el saldo final influirán los fundamentales

macroeconómicos de cada país y, en buena medida, el grado de afectación que la pandemia haya generado en su estructura económica.

Por lo tanto, en estos momentos se trata de discernir si efectivamente la economía global ha tocado fondo en el segundo trimestre y si ahora, gracias a la implementación de las medidas de política fiscal y monetaria (véase el Recuadro 1.1.1-b), entramos en una gradual fase de normalización que lleve al terreno positivo el crecimiento a inicios del año próximo (escenario base). O si, por el contrario, la incertidumbre biológica respecto a una difícil inmunización colectiva con crecientes rebotes, unida a la insuficiencia de las medidas de política económica implementadas, estén generando una breve recuperación en el tercer trimestre, a la que siga una prolongación de la crisis con efectos más dilatados y efectos

Gráfica 1.1.1-c
Global: contagios Covid-19 e índice de supresión



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

Recuadro 1.1.1-a
Volatilidad cambiaria emergente

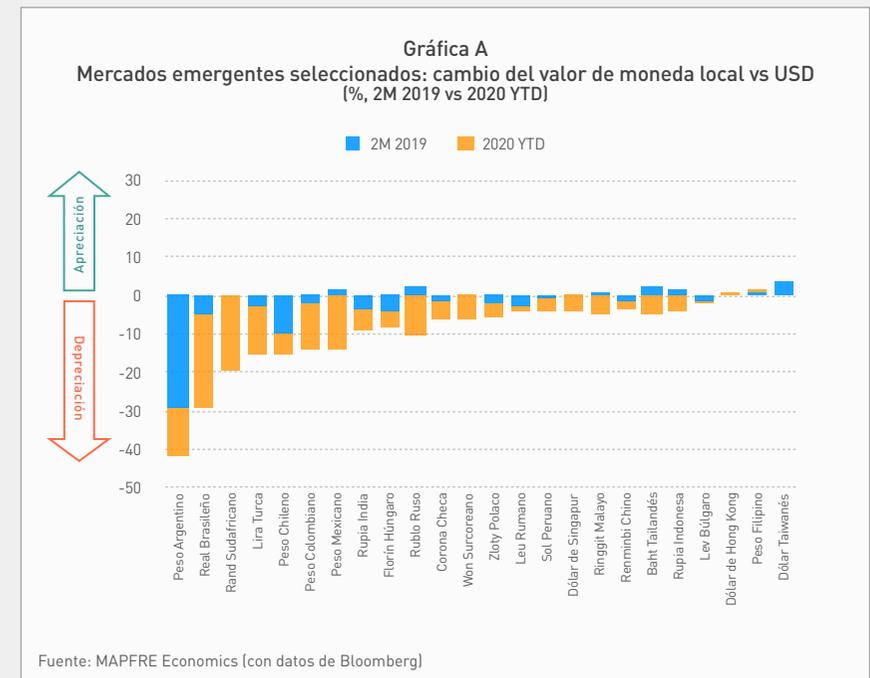
Volatilidad cambiaria emergente

A lo largo de estos últimos doce meses se observan algunos hechos estilizados de desarrollo cambiario, dentro de un amplio grupo de mercados emergentes. La mayoría de estos mercados han sufrido una depreciación de sus monedas, aunque esta se ha concentrado especialmente en América Latina y Europa emergente.

En esta dinámica de las monedas se pueden distinguir dos fases (véase la Gráfica A):

- La primera fase se desarrolla durante la segunda mitad del año 2019. En ella, se aprecia una actividad que se ralentiza cíclicamente en las economías maduras y se acentúa debido a las tensiones comerciales y a un cambio de sesgo de la política monetaria estadounidense, trasladándose en una mejora de las condiciones financieras para los países emergentes, en especial en América Latina. Esta primera fase ha sido muy estable para los países emergentes en cuanto a términos cambiarios se refiere.
- La segunda fase, que se desarrolla en lo que va de 2020 coincidiendo con la crisis del Covid-19, produce una depreciación súbita y pronunciada de las monedas emergentes. Esta crisis ha ocasionado una depreciación generalizada de las monedas que, a diferencia de otras ocasiones, está poco relacionada con las fortalezas o desequilibrios de la balanza de pagos de cada país. En este caso, ha sido el resultado de un doble *shock* activado con la pandemia del Covid-19: por una parte, una caída sin precedentes de la actividad económica como resultado de la aplicación de las medidas de confinamiento y distanciamiento social y, por la otra,

un episodio de aversión al riesgo global solo equiparable en intensidad al de la crisis de Lehman de 2008. Estos dos factores provocaron el repunte de la prima de riesgo emergente y, con ello, la fuga de la financiación de la cuenta corriente que resulta más volátil, esto es, los flujos de cartera y las líneas de crédito internacional; el primero como resultado de una



Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Volatilidad cambiaria emergente

relocalización de la inversión hacia mercados seguros (*safe havens*), y el segundo como consecuencia de mayores exigencias de colateral a los prestatarios. Los mercados más líquidos y fuertemente integrados son los que mayores deterioros han visto en la cuenta financiera y, como consecuencia, los que han tenido que reducir su déficit corriente y emplear reservas para mitigar la erosión de su moneda.

En función de la estructura de la balanza de pagos de los países emergentes, se observa que la cuenta corriente promedio global se sitúa en un déficit cercano al 2% a finales del 2019 y que este se genera fundamentalmente por un déficit perpetuo en la cuenta de capitales, a la que, a su vez, se le suma el déficit comercial, especialmente el derivado de la importación de servicios. Este déficit en cuenta corriente se financia con flujos de inversión extranjera directa, lo que, en promedio, vela por la estabilidad de la balanza de pagos de los mercados emergentes en general. En promedio, los mercados emergentes acumularon reservas en 2019 y no aumentaron sus pasivos en exceso, lo que mantuvo acotado el riesgo de liquidez. En consecuencia, el tipo de cambio se estabilizó e incluso apreció levemente (8% en promedio).

Ahora bien, desgranando el promedio, encontramos cuatro grupos diferenciados dentro de los mercados emergentes: (i) los que tienen superávit corriente y, por lo tanto, estabilidad en su moneda; (ii) los que tienen un déficit con financiación estable; (iii) los que tienen un déficit con financiación dependiente de flujos, y (iv) los que tienen déficits insostenibles.

En el primer grupo están los países exportadores de ahorro y con un superávit en cuenta corriente relevante; en este grupo se mantienen China

(el mayor acreedor soberano del mundo) y los países productores de crudo. Son países que, en 2019, mantenían una cuenta comercial superavitaria y acumulaban reservas; a cambio, son emisores netos de flujos de cartera y crédito. La acumulación de superávits ha hecho que la posición neta de inversión internacional de estos países sea casi neutra dando soporte a sus monedas.

En el polo opuesto, está el grupo de países con déficits corrientes elevados e insostenibles, generalmente derivados de factores estructurales (déficits estructurales altos), con baja productividad y con una fuerte dependencia del ahorro exterior, especialmente en flujos de cartera y crédito. Este grupo se hallaba compuesto por países que atravesaban crisis en su balanza de pagos y ajustes draconianos en la actividad o tipo de cambio a lo largo de 2019, como es el caso de Turquía, Argentina y Sudáfrica. Estos países vieron, en 2019, cómo su economía colapsaba dando un respiro a la cuenta corriente; la depreciación del tipo de cambio devolvía el balance comercial al terreno negativo y las restricciones de liquidez se mitigaban gracias a las exportaciones. La cuenta financiera, por su parte, experimentaba una corrección de flujos de cartera y de inversión extranjera directa.

Los otros dos grupos los componían aquellos países con déficits corrientes relativamente manejables (con financiación estable o dependiente de flujos). Se trata de prácticamente todos los países de Europa emergente, los países asiáticos no exportadores de petróleo (Indonesia, Filipinas, etc.) y los grandes países latinoamericanos como México, Brasil, Colombia y Perú.

Sin embargo, cabe señalar que, entre estos países, el subconjunto de los países altamente dependientes de la financiación de corto plazo son los que protagonizarán las fuertes depreciaciones del 2020. Se trata de países

Recuadro 1.1.1-a (continuación) Volatilidad cambiaria emergente

que, además de haber ido perdiendo su excedente comercial, mantienen un fuerte déficit en la cuenta de capitales. Pese a ello, habían podido financiarse con cierta holgura; sin embargo, en la cuenta financiera la participación de los flujos de inversión directa ha ido perdiendo espacio en aumento de los flujos de cartera. En este contexto, en 2019 representaban una colección de países que transitaban desde la relativa estabilidad de la balanza de pagos hacia una vulnerabilidad y dependencia de la financiación exterior crecientemente inestable y apoyada en flujos.

Es previsible que esta situación excepcional durará lo que dure la incertidumbre global derivada de la pandemia. Los países cuya moneda tiene que ajustar de manera estructural seguirán bajo una doble presión depreciatoria, la de la financiación y la de las vulnerabilidades domésticas. Los países exportadores de ahorro, cuentan con reservas suficientes para

Fuente: MAPFRE Economics

aguantar el episodio de risk off actual, y los emergentes que tenían un déficit sostenible irán, a medida que transcurre la crisis, entrando en el club de monedas con fuertes depreciaciones. Sin embargo, esto es un problema de liquidez, es decir, de flujo, y se podría revertir con la normalización económica global. Lo importante será acotar la crisis y evitar que el problema de liquidez termine siendo un problema de solvencia y de mayor vulnerabilidad de estas monedas.

En el siguiente enlace, puede consultarse la versión interactiva de la información a la que se refiere este recuadro:

[\[Enlace a versión interactiva\]](#)

secundarios financieros que apuntalen una recesión no solo en 2020 sino también durante el 2021.

Por ello, además de revisar las previsiones para los siguientes dos años, hemos adaptado los perfiles de nuestros escenarios centrales. El *escenario base*, nuestro escenario de "U", ahora con un fondo mucho más recesivo cercano al -5% en 2020, pero seguido de una recuperación relativamente ágil que permitiría recuperar el producto perdido antes de terminar 2022. Alternativamente, hemos introducido un *escenario estresado* en el que la recuperación es truncada por el rebrote y el agotamiento de las medidas fiscales, y por el mayor protagonismo de las medidas monetarias de las economías desarrolladas, con efectos sobre la

actividad, pero también sobre los mercados financieros, tales como la reversión de flujos a los mercados emergentes, depreciaciones, correcciones bursátiles severas y compresión de tipos de interés de largo plazo (véase la Gráfica 1.1.1-d).

Escenario base:
la economía se recupera a medida que las restricciones se eliminan

Los datos de abril confirman que el ritmo de la contracción de la economía mundial empeoró notablemente a principios del segundo trimestre. Esto ocurrió no solamente en economías con medidas de supresión severas, sino que se extendió por otras economías como Corea

**Recuadro 1.1.1-b
Actualización de política monetaria**

Banco Central Europeo

El Banco Central Europeo (BCE) anunció el pasado 4 de junio que los tipos de interés se mantendrán constantes (0% en facilidad de préstamo y -0,4% en facilidad de depósito). Asimismo, ha señalado que ampliará el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), el cual aumenta en 600 millardos de euros hasta un total de 1.350 millardos de euros, y se extenderá por lo menos hasta junio de 2021, en tanto que la reinversión de los bonos con vencimientos, al menos hasta junio de 2022. En cuanto al programa de compras de activos (APP), el ritmo de compras se mantiene en 20 millardos de euros mensuales durante el tiempo que sea necesario y hasta alcanzar una convergencia sólida de las perspectivas de inflación.

De la mano de esta decisión, se presentaron previsiones macroeconómicas que vierten en una revisión a la baja tanto del desempeño económico esperado como de las presiones inflacionarias en el horizonte proyectado (véase la Tabla A).

**Tabla A.
Eurozona: escenarios de PIB e inflación**

	Escenario leve			Escenario severo		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
PIB	-5,9 %	6,8 %	2,2 %	-12,6 %	3,3 %	3,8 %
HICP	0,4 %	1,1 %	1,7 %	0,2 %	0,4 %	0,9 %

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE)

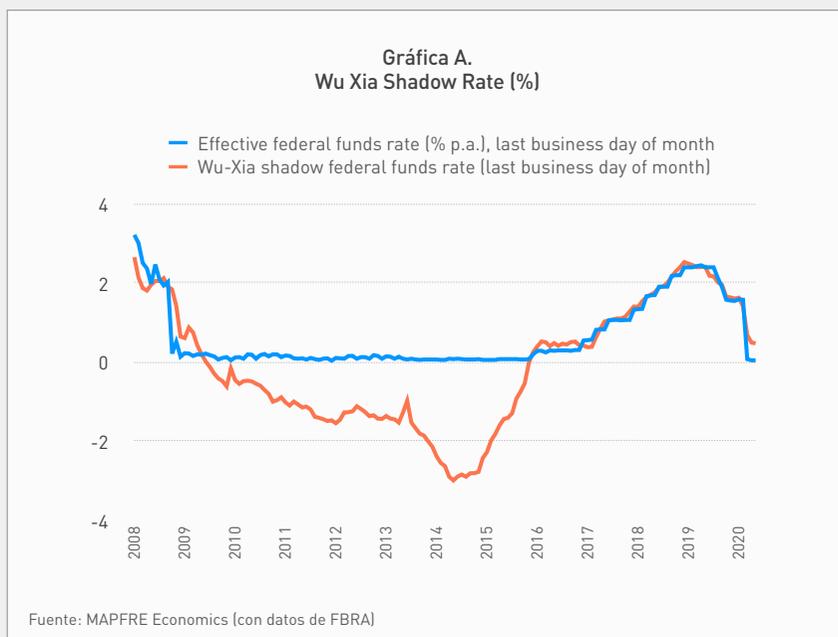
La presidenta del BCE, Christine Lagarde, quien desde diciembre lleva alertando sobre la necesidad de apoyar con esfuerzos contra-cíclicos de corte fiscal a la política monetaria, comienza a recibir cierta receptividad por parte de los gobiernos, muestra de ello es el paquete de estímulo por 750 millardos de euros propuesto por la Comisión Europea. En este sentido, destaca tanto el primer paso hacia el consenso de política europea, como el compromiso por complementar con medidas fiscales las limitaciones monetarias en un momento en el que tanto las peticiones de los tribunales alemanes sobre los programas de compra del BCE como las disrupciones económicas y los problemas de gobernanza ponían de manifiesto la necesidad de un entendimiento entre las partes.

De esta forma, a corto plazo, el rol del BCE y su esfuerzo por disipar las dudas de la Comisión Europea, podrían ser lo suficientemente importantes como para mantener la confianza en la zona euro y dotar de mayor resiliencia a la economía, apuntalando los pilares de una eventual recuperación. Sin embargo, una dilatación en la aprobación del acuerdo o un retraso en la puesta en marcha de estas medidas, podría ejercer nuevas presiones sobre el BCE, otorgándole una mayor responsabilidad para absorber el deterioro económico y renovar la confianza en los países de mayor riesgo por la vía de las ampliaciones de balance.

Reserva Federal

En su reunión de junio, la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo sin cambios los tipos interés, ubicándolos en el rango del 0-0,25%. Tras los tres recortes acometidos desde el inicio de la pandemia del Covid-19, el nivel de tipos de interés se considera adecuado y ha sido respaldado una vez más de forma casi unánime por los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). De esta forma, las expectativas sobre

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Actualización de política monetaria



normalización o la introducción de tipos de interés negativos (cuya probabilidad ha llegado a cotizar en los mercados de futuros) vuelven a alejarse, al menos hasta 2022. No obstante, a diferencia del tipo de interés oficial, de acuerdo con el Wu-Xia Shadow Rate (indicador que combina la tasa efectiva de la Reserva Federal con el impacto de su QE), la tasa de

interés no observable podría volver a capturar un equivalente negativo (véase la Gráfica A).

Con respecto al programa de balance, la Reserva Federal no presentó estímulos adicionales. Desde la reactivación de las compras iniciada en marzo, este se ha incrementado hasta los 7,2 billones de dólares, impulsado principalmente por la compra de bonos del tesoro estadounidense (US Treasuries) y de mortgage backed securities (MBS). Sin embargo, podría compensarse con otros activos a medida que se vayan consolidando a lo largo de junio programas ya anunciados, como el de Term Asset-Backed Loans (TALF), el Municipal Liquidity Facility (MLF), el Main Street Lending (MSL) y el Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF).

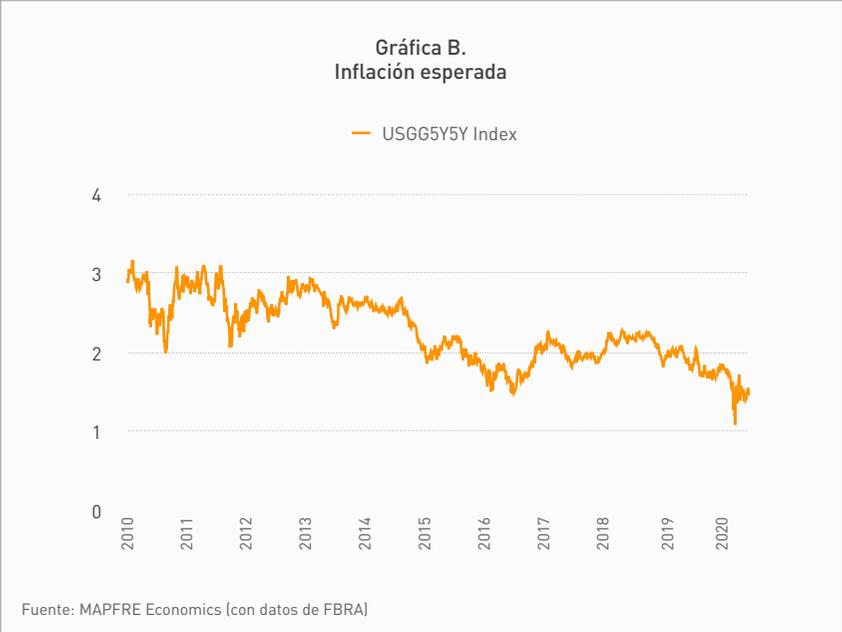
En el plano macroeconómico, las previsiones para el PIB y la inflación de la economía de los Estados Unidos enfrentan un mayor deterioro al inicialmente previsto, indicando que el panorama económico es

Tabla B.
Estados Unidos: proyecciones del FOMC (10/06/2020)

	Diciembre 2019			Junio 2020		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
PIB	2,0 %	1,9 %	1,8 %	-6,5 %	5,0 %	3,5 %
PCE	1,9 %	2,0 %	2,0 %	0,8 %	1,6 %	1,7 %

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

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Actualización de política monetaria



excepcionalmente incierto y los escenarios a los que se enfrenta ampliamente desafiantes (véase la Tabla B). De manera análoga al BCE, la incertidumbre de la Reserva Federal sobre la coyuntura actual provoca que las perspectivas macroeconómicas se encuentren sujetas a hipótesis sobre el desarrollo epidemiológico. En este sentido, la flexibilidad de sus intervenciones continúa anclada a variables atípicas en materia económica,

como son el ritmo de reproducción de la enfermedad (R0), la capacidad del sistema sanitario, el estado de desarrollo de la vacuna, o la trazabilidad de medidas de distanciamiento social.

En este entorno de incertidumbre, el mandato dual de la Reserva Federal sobre estabilidad de los precios y crecimiento económico que garantice el empleo pareciera proporcionar un mayor margen de maniobra. Dada la experiencia de bajas presiones inflacionarias en respuesta a los QE y las bajas expectativas de que esta tendencia se revierta (véase la Gráfica B), el organismo puede centrarse en recuperar su compromiso con el empleo a través del forward guidance, reflejando su propósito de mantener los tipos de interés bajos por más tiempo y anclar la normalización hasta lograr determinados niveles de paro, o bien, imitando el movimiento del Banco de Japón en 2016, con un mayor control sobre la curva de tipos de interés a través de retomar el rendimiento objetivo en bonos del tesoro estadounidense.

Banco Central de Brasil

El 17 de junio pasado, el Comité de Política Monetaria (Copom), del Banco Central de Brasil redujo la tasa de política monetaria Selic en 75 puntos básicos (pb), a un nuevo mínimo histórico del 2,25%. El comité advirtió que, en principio, se hallaría cerca de los niveles objetivo, pero que aún puede haber espacio para alguna relajación adicional, aunque, en ese caso, esta sería pequeña. Habida cuenta de la previsión de la inflación muy moderada para 2021 (por debajo del objetivo del 3,75%) y de la reiterada referencia a que las medidas de la inflación subyacente están "por debajo del nivel compatible con el cumplimiento del objetivo de inflación en el horizonte pertinente de la política monetaria", es probable que se produzca un

Recuadro 1.1.1-b (continuación) Actualización de política monetaria

recorte adicional en la reunión del 5 de agosto, salvo que se produzcan nuevos aumentos de la prima de riesgo fiscal y/o una desvalorización importante de la moneda.

De esta forma, la orientación futura deja la puerta abierta para un posible recorte adicional más pequeño en la próxima reunión (-25 pb, o incluso -50 pb). El Copom juzga que, con el recorte al 2,25%, el estímulo monetario "parece compatible con el impacto económico de la pandemia Covid-19". El comité pasará ahora a un modo de vigilancia y dependiente de los datos, y será hasta la próxima reunión cuando evalúe el impacto de la pandemia y del conjunto de medidas de estímulo crediticio.

El Copom también ha hecho un llamamiento explícito para que se hagan nuevos progresos en las reformas estructurales de la economía y ha expresado su preocupación por un posible deterioro de la trayectoria fiscal estructural, algo que podría acabar reduciendo el espacio de políticas para los recortes de las tasas o acortar el plazo del elevado nivel actual de estímulo (es decir, podría conducir a una normalización más temprana de la política monetaria).

Banco de México

En su reunión del 25 de junio, el Banco de México (Banxico) bajó los tipos de interés a un día en 50 pb, hasta el 5,00%. Cabe señalar que el banco central mexicano ha recortado ya 225 pbs desde diciembre. Banxico ha señalado que se espera una mayor holgura económica en los próximos meses y que el balance de los riesgos para el crecimiento sigue estando sesgado de manera significativa a la baja, lo que muestra que el banco central está preocupado por el crecimiento. Sin embargo, a pesar de la mayor debilidad

económica, Banxico considera que los riesgos para la inflación son inciertos. De una parte, la inflación de los servicios responde básicamente a la brecha de producción, en tanto que la inflación de las mercancías tiende a verse fuertemente afectada por los movimientos del peso mexicano. En principio, cuanto más se contrae la economía, más débil es el tipo de cambio, lo que contrarresta el impacto de una brecha productiva negativa en la inflación subyacente.

Banxico tiene como único mandato el mantenimiento de la inflación, cuya banda objetivo oscila en torno al 3%. Tanto la inflación general como la subyacente están actualmente por encima del objetivo (3,2% y 3,7%, respectivamente, utilizando el dato quincenal más reciente). De esta forma, pareciera difícil continuar recortando los tipos de interés, a menos que la inflación subyacente muestre una clara tendencia a la baja. Dada la dinámica de precios en México, una contracción económica más profunda puede reducir la inflación subyacente, pero una mayor depreciación del peso la hará subir.

Banxico ha dejado abierta la puerta abierta a nuevos recortes, lo que significa que hay una probabilidad de que ocurran, especialmente si sigue la contracción de la actividad económica. No obstante, los nuevos recortes dependerán de los datos económicos, en particular de la evolución de la inflación y tipo de cambio.

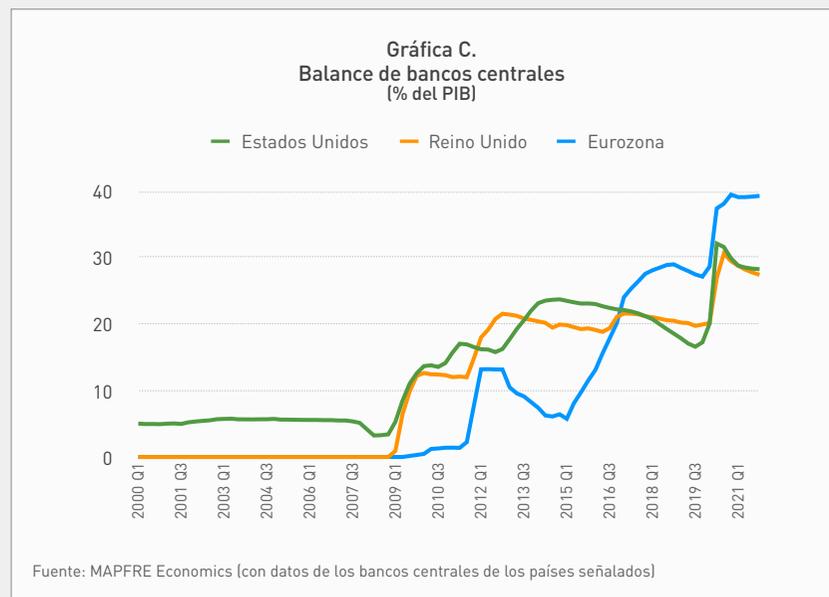
Incertidumbre condicional y QE

En estos momentos, tanto la profundidad de la contracción económica como el ritmo de recuperación continúan condicionados a niveles de incertidumbre muy elevados. A medida que la retirada gradual de las

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Actualización de política monetaria

medidas de contención y distanciamiento social se generaliza entre los principales países de la zona euro, los niveles de actividad económica muestran signos de soporte y disposición para tornar hacia niveles previos al shock. Sin embargo, tanto la relativa estabilidad como la probabilidad de iniciar la senda de la recuperación continúan condicionadas a la evolución epidemiológica del virus.

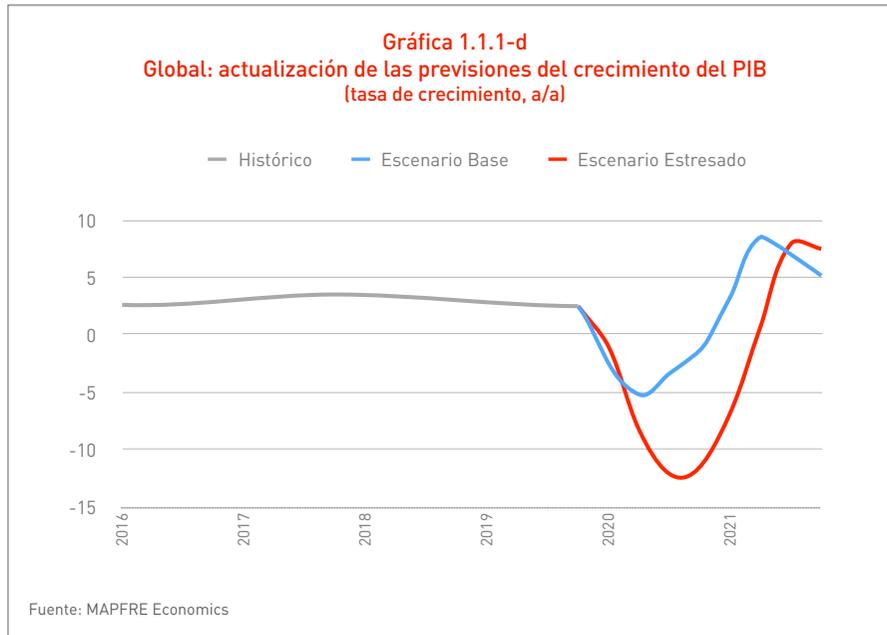
En este contexto, la iniciativa de los principales bancos centrales para afrontar el shock pivota fundamentalmente en la vía para relanzar el tamaño de sus balances a través de los distintos programas de compras de activos cuya acumulación, en términos de PIB, podría continuar extendiéndose hacia nuevos máximos históricos, aunque moderando el fuerte ritmo de expansión inicial (véase la Gráfica C).



Fuente: MAPFRE Economics

del Sur o Japón. Sin embargo, el repunte de las encuestas de empresas y consumidores en mayo, junto con la mejora de algunos indicadores de actividad alternativos (Google movilidad, reservas en restaurantes y pasajes aéreos) apunta a una relativa mejora. En este nuevo escenario, solamente hemos estresado el crecimiento del segundo trimestre dejando prácticamente el resto igual. El resultado es una recuperación en forma de "U" más profunda y duradera, pero temporal.

El Covid-19 dejará cicatrices en la economía y socavará su recuperación más adelante, en especial porque empresas, gobiernos y familias tendrán que dar prioridad a estabilizar sus balances, lo que limitará la expansión de la demanda que hoy esta contenida, pero no la eliminará. Este esquema ofrece posibilidades siempre que el empleo y las expectativas sigan manteniendo perspectivas de mejora, algo para lo que los planes de ayuda nacional y regional están siendo cruciales.



Escenario estresado:
la recuperación se desvanece en medio de una nueva ola de infecciones

En este escenario alternativo, una segunda ola de infecciones por coronavirus provocaría un regreso al bloqueo global. Así, un aumento de contagios a nivel global se generalizaría desde el cuarto trimestre de 2020, alcanzando un pico en el primer trimestre de 2021. En este escenario estresado, la demanda interna se tambalearía a medida que se introduzcan nuevas restricciones para terminar cayendo incluso por debajo de los niveles de actividad producidos por la primera ola. El daño financiero debilitaría los balances de las familias y empresas impidiendo una recuperación del consumo, el cual se mantendría persistentemente por debajo de 2019 a lo largo del horizonte previsible, al estilo de lo que lo hizo durante la crisis de Lehman. En este caso, el desempleo global se

incrementaría especialmente por factores estructurales y la recuperación de los niveles de empleo anteriores se volvería mucho más tortuosa. De esta forma, el PIB potencial no recupera su senda original sino hasta pasado 2023.

Es importante destacar que este escenario estresado resulta de particular importancia en la medida en que rápidamente puede ganar probabilidad. Su materialización implicaría varios elementos causales que conviene destacar:

- La vuelta al confinamiento y a un distanciamiento social más severos provocaría una contracción inmediata del consumo de los hogares y de la actividad empresarial hasta niveles inferiores a los observados en la primera ola de la pandemia.
- El comercio global, en valor y volumen, volvería a reducirse bruscamente con efectos en la demanda, pero también en las rentas de los países productores de materias primas. El precio del Brent podría volver a situarse por debajo de los 25 USD/bl, poniendo en un aprieto a países emergentes exportadores de petróleo.
- Las condiciones financieras globales volverían a deteriorarse, en la medida en que el USD se aprecia con fuerza. Los flujos de cartera y crédito a mercados emergentes podrían desvanecerse nuevamente, haciendo que quiebras secuenciales y problemas de balanza de pagos comiencen a extenderse por países emergentes más relevantes, en especial en América Latina y Europa emergente.
- La renta variable volvería a acusar el cambio de expectativas de largo plazo (también la inversión real), y fuertes correcciones en el ratio precio-beneficio (P/E ratio) activarían ajustes en los balances del sector corporativo real y financiero. El valor de la renta variable global volvería a los niveles de mediados de marzo de 2020.

- Los rendimientos de los activos refugios volverían a comprimirse, con efectos en la prima temporal de los activos en el balance del sistema financiero.
- La aversión al riesgo (recogida por el VIX a nivel global y por el EMBI a nivel de los mercados emergentes) volvería a repuntar, provocando nuevas salidas de flujos de cartera de los mercados emergentes. Este alto y persistente nivel de aversión al riesgo, contribuiría a una recuperación lenta.
- El apoyo fiscal sería más limitado y menos eficaz que en la primera oleada. Después de una primera costosa ola, la respuesta política estaría más sesgada hacia medidas monetarias, con la Reserva Federal llevando los tipos de interés al límite inferior efectivo hasta finales de 2024, y el Banco Central Europeo congelando cualquier expectativa de desarrollar una eventual y tímida agenda de normalización monetaria.

Finalmente, cabe reiterar que estos dos escenarios (*base* y *estresado*) son escenarios centrales y están fuertemente sesgados a la baja debido al balance de riesgos que perduran en el horizonte y que pueden convertir la recesión actual en una depresión de efectos más permanentes.

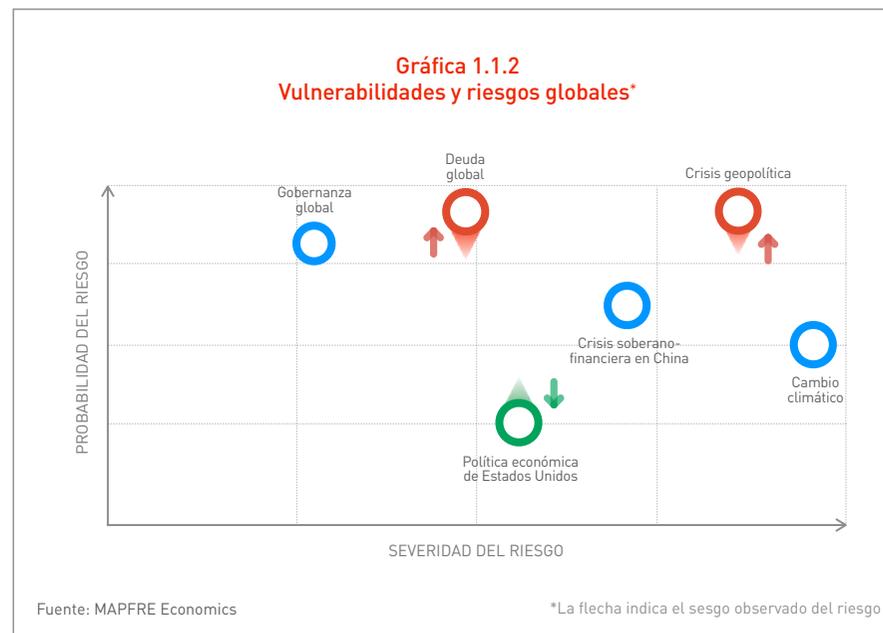
1.1.2 Balance de riesgos

Dada la situación desde inicios del trimestre anterior provocada por los efectos de la implementación de las medidas de contención y distanciamiento social para enfrentar la pandemia del Covid-19, el mapa de riesgos actual, más que una colección de situaciones extremas que puedan llegarse a dar con probabilidad y una severidad definidas, representa ahora una lista de posibles catalizadores que podrían convertir la actual recesión global en una depresión con efectos de más largo plazo (véase la Gráfica 1.1.2).

Gobernanza global

Como se consignó en nuestro informe anterior, la implementación de las medidas para enfrentar la propagación de la pandemia del Covid-19 siguen teniendo la potencialidad de generar un aumento de las tensiones sobre la gobernabilidad en el mundo, en especial en las regiones emergentes donde los sistemas de salud son más débiles y están demostrando hallarse menos preparados para enfrentar la emergencia.

Estas tensiones, sin embargo, parecen haberse reducido en el caso particular de la Eurozona. La implicación de una política monetaria acomodaticia implementada por el Banco Central Europeo, acompañada por la coordinación de una política fiscal expansiva (fruto de los avances de la Comisión Europea), ha supuesto un paso importante desde la



perspectiva tanto de la futura recuperación como de la bienvenida convergencia hacia una integración estructural de la zona Euro. En este sentido, el compromiso de establecer mecanismos comunes efectivos renueva la confianza en la zona Euro en un momento de elevada incertidumbre económica.

Deuda global

En términos generales, aunque con diferentes grados de intensidad, los bancos centrales y gobiernos de todo el mundo han fortalecido sus estabilizadores automáticos con expansiones sin precedentes de las políticas monetaria y fiscal, a fin de amortiguar un *shock* global. Esta reacción, sin embargo, se ha traducido en un récord para la deuda soberana y corporativa, tanto en mercados emergentes como en mercados desarrollados, lo que plantea fragilidades que pueden convertir la actual crisis de liquidez en una crisis de solvencia. Entre los mercados emergentes, el elevado apalancamiento en dólares podría llevar las necesidades de financiación a niveles que pueden resultar insostenibles si la crisis se prolonga, dando lugar a *defaults* selectivos y contracciones de mercado, con efectos sobre la cuenta corriente (como las crisis en Brasil de los años ochenta, o la de México en los noventa).

En cuanto a las economías desarrolladas, el incremento de la deuda soberana puede llevar la sostenibilidad fiscal al límite, en especial si no se llega a elevar la capacidad de crecimiento potencial de la economía y si la actual recesión no produce una dinámica de deuda deflacionaria (como lo ocurrido en Japón en los años noventa), situación que, además, podría estar estructuralmente más cerca que nunca dado el efecto del envejecimiento de la población. Adicionalmente, el sur de Europa podría encontrarse (si los actuales mecanismos europeos de contención no funcionan) en una situación en la que el *spread* soberano conduzca a una situación de dominancia fiscal.

En los Estados Unidos, así como en varios países de la Unión Europea, una de las mayores vulnerabilidades continúa asociada al segmento de deuda corporativa de los denominados *Collateralized Debt Obligations* (CDOs), en los que la exposición en cascada al posible incumplimiento de los subyacentes aumenta a medida que las revisiones de calificación crediticia se consolidan a la baja y las perspectivas sobre los tramos de menor calidad se deterioran.

Crisis soberano-financiera en China

Luego de haber sido el epicentro de la pandemia del Covid-19, la economía china continúa recuperándose, acompañada por una batería de políticas económicas expansivas que permiten reactivar la acumulación de indicadores positivos tanto en la actividad manufacturera como en servicios, situación que, en conjunto, ha permitido volver a equilibrar el balance de riesgos. Sin embargo, y ante la ausencia de datos sobre las posibles consecuencias estructurales de la pandemia, la economía de ese país continúa enfrentándose al problema del sobre-endeudamiento y al de la transformación de su economía en un entorno de tensiones geopolíticas crecientes tanto con Estados Unidos como por la reciente degradación de sus relaciones con los países del este de Asia.

Política económica de Estados Unidos

La respuesta de la política monetaria y fiscal ante la crisis del Covid-19 ha sido, en general, muy positiva, tanto en apoyo efectivo (el apoyo monetario y fiscal ha llegado a superar el 15% del PIB) como en la gestión de las expectativas de los consumidores y de las pequeñas y medianas empresas. No obstante, aún será necesario plantear cuáles han de ser las líneas de política económica para garantizar un crecimiento sostenido y duradero que, además, esté alineado con los objetivos de sostenibilidad y reducción de la desigualdad. Por ello, este vector de riesgo no se refiere tanto al corto plazo, sino a las consecuencias de largo plazo de no abordar esta transición.

Crisis geopolítica

La polarización social y los disturbios en una parte del mundo desarrollado y emergente muestran una tendencia creciente, cuya corriente podría acelerarse a medida que la brecha de desigualdad se acrecienta por el impacto de la pandemia. A medida que las previsiones de confinamiento y distanciamiento social disminuyen, sus secuelas exponen una desafección política por parte de los estratos más castigados por estas, ante perspectivas de deterioro económico y social. De forma análoga, por el lado institucional, la crisis sanitaria está revelando una dinámica de confrontación apoyada por las posiciones proteccionistas gestadas durante los últimos años, donde las externalidades positivas de la globalización y los avances en la construcción de mecanismos internacionales se debilitan, sumergiéndose en una dinámica inversa o desglobalizadora en la que las externalidades negativas podrían volverse más significativas.

Cambio climático

La crisis sanitaria global ha revelado las fragilidades de un mundo interconectado, avivando la visión holística de los impactos de un fenómeno natural. La principal lección de la vulnerabilidad observada en esta pandemia podría servir para agilizar el debate sobre la necesidad de transitar hacia un modelo de economía sostenible que impulse la expansión hacia energías renovables, modelos circulares y el surgimiento de más catalizadores para hacer frente al desafío climático.

1.2 Perspectivas y riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

Disonancia entre mercados y economía real

La economía de Estados Unidos se contrajo -5,0% (t/t, anualizado) en el primer trimestre de 2020 (+0,2% a/a). La caída trimestral es semejante a la de otros países en la medida que solo refleja el inicio de los confinamientos a final de marzo. El consumo privado cayó -6,8% t/t y la inversión -10,5% t/t. Se prevé que las caídas en abril y mayo habrían sido muy superiores (20-25%), como muestran datos de otros países que hacen un seguimiento mensual. Un síntoma de ello es que las exportaciones e importaciones, para las cuales hay datos mensuales, cayeron -28% y -22%, respectivamente (vs -10,8% y -11,3% en marzo). Hemos revisado nuestra estimación de crecimiento del PIB para 2020 a una contracción del -8,0% en el escenario base (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b). No obstante, cabe señalar que las proyecciones están condicionadas a que no se produzca rebrote de la pandemia, en cuyo caso será necesario efectuar una nueva revisión.

- Los mercados ha comenzado a anticipar el regreso a la nueva normalidad de la economía.
- No obstante, la reapertura es lenta y la pandemia aún no está controlada.
- Los índices bursátiles recuperan 20% en el trimestre.
- Se estima una contracción de la economía estadounidense del -8,0% en 2020.

Las encuestas empiezan a mejorar, con el PMI manufacturero de junio en 49,8 acercándose a la zona de optimismo (>50), y el ISM Manufacturero superando ya esa barrera y alcanzando los 52,6 puntos. La encuesta de

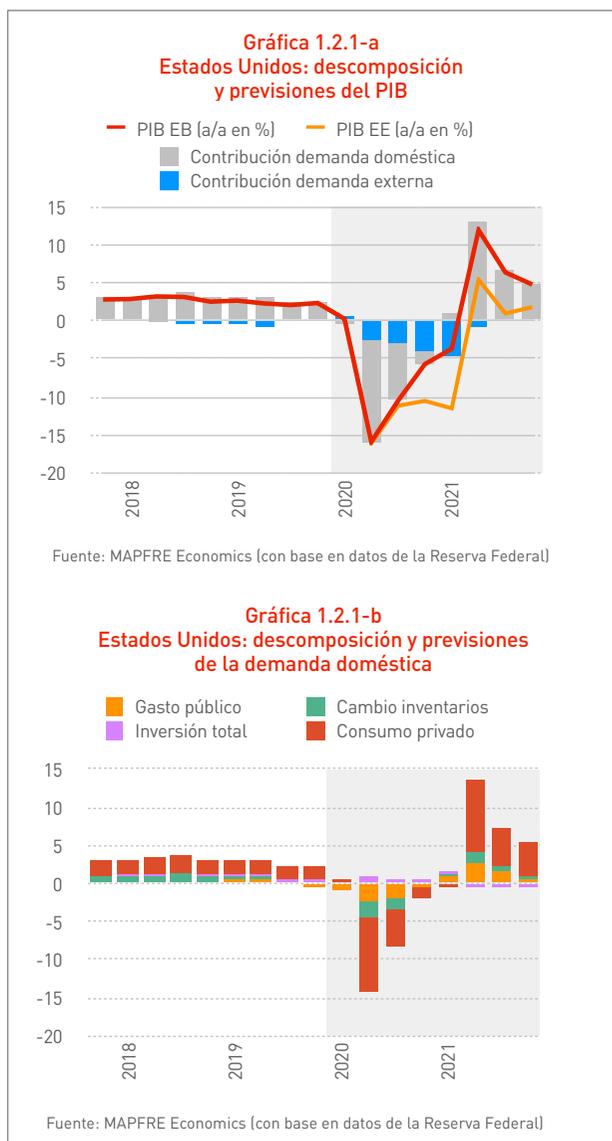


Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 _(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 _(p)	2021 _(p)	2020 _(p)	2021 _(p)
PIB (% a/a, media)	2,9	1,6	2,4	2,9	2,3	-8,0	4,8	-9,4	-0,8
Contribución de la demanda doméstica	3,7	1,9	2,7	3,3	2,5	-5,8	6,3	-7,2	-4,9
Contribución de la demanda externa	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-2,2	-1,5	-2,2	4,0
Contribución del consumo privado	2,5	1,9	1,8	2,1	1,8	-4,1	4,5	-5,6	-3,8
Contribución de la inversión total	0,7	0,4	0,8	0,9	0,4	-0,9	0,7	-1,1	-0,9
Contribución del gasto público	0,3	0,3	0,1	0,2	0,3	0,5	-0,4	0,5	-0,4
Consumo privado (% a/a, media)	3,7	2,7	2,6	3,0	2,6	-5,8	6,3	-8,0	-5,4
Consumo público (% a/a, media)	1,8	1,8	0,6	1,7	1,8	3,9	-2,1	3,9	-2,1
Inversión total (% a/a, media)	3,3	1,9	3,7	4,1	1,8	-4,2	3,2	-5,3	-4,1
Exportaciones (a/a en %)	0,5	-0,0	3,5	3,0	0,0	-15,5	10,7	-15,9	1,0
Importaciones (a/a en %)	5,3	2,0	4,7	4,4	1,0	-13,0	8,6	-14,5	-5,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,0	4,8	4,1	3,8	3,5	9,1	6,8	13,6	10,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,7	2,1	2,1	1,9	2,3	0,7	1,6	-1,0	-0,6
Balance fiscal (% PIB)	-4,8	-5,4	-4,2	-6,5	-7,2	-14,5	-9,4	-15,2	-13,7
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-4,4	-4,2	-4,3	-4,4	-4,1	-3,9	-3,7	-3,8	-3,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,3	-2,7	-2,6	-2,5	-1,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,75	1,50	2,50	1,75	0,20	0,20	0,20	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,61	1,00	1,69	2,81	1,91	0,33	0,33	0,33	0,01
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,27	2,45	2,40	2,69	1,92	0,87	1,29	0,21	0,45
Tipo de cambio vs USD (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,13	1,13	1,13	1,14
Crédito privado (% a/a, media)	2,4	3,5	6,9	4,7	5,7	16,0	0,0	15,3	-1,1
Crédito familias (% a/a, media)	1,9	2,2	3,5	3,5	3,2	3,9	4,8	3,9	5,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,7	5,3	6,4	8,8	6,5	-3,1	6,0	-3,3	5,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,1	4,3	2,9	2,2	2,2	1,6	2,4	1,8	2,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	7,6	6,8	7,0	7,7	7,9	13,9	6,9	15,6	15,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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

servicios de la Reserva Federal de Nueva York se situó en -75,8, cerca del mínimo de la serie de -76,5 en abril, debido al cierre de los negocios. La encuesta *Empire Manufacturing* de la Reserva Federal de Nueva York subió al -0,2, en tanto que el índice de sentimiento de la Universidad de Michigan rebotó al 78,9.

En el mercado de trabajo, las peticiones de subsidio paro semanales, dato muy vigilado por los mercados, se situó cerca de 1,5 millones (25 junio), elevando el total de parados a 19,5 millones. Así, la tasa de paro en mayo se situó en el 13,3%, bajando de los 14,7% de abril. La trayectoria del paro dependerá del grado en que se vayan reabriendo los negocios y de cuántos entrarán en insolvencia y cerrarán definitivamente. Se prevé una tasa de paro del 9,2% a final de 2020, más del doble del 3,5% de final de 2019, aunque recientemente la creación de empleo ha más que duplicado lo estimado por el mercado, rozando casi los 5 millones en junio.

En su reunión del 10 de junio, la Reserva Federal dejó los tipos de interés sin cambios en el rango de 0-0,25%. Indicó que, posiblemente, seguirán así de bajos hasta 2022, pero evitando los tipos negativos. Asimismo, estableció un mínimo de compras de bonos del Tesoro de 80 millardos de USD al mes y 40 millardos de USD para los bonos respaldados por hipotecas. Esto mandó una clara señal de que la Reserva Federal está decidida a proveer un fuerte apoyo monetario a la economía durante un largo periodo de tiempo. En la conferencia de prensa, el presidente del Sistema de la Reserva Federal, Jerome Powell, trató de enfatizar los riesgos que corre la economía y actualizó las proyecciones económicas a una contracción económica del -6,5% este año y una recuperación del 5% en 2021.

La inflación (0,1% a/a en mayo) está con una trayectoria similar al resto del mundo, influenciada por la baja de la presión en la demanda obligada por los cierres. Aunque el petróleo ya repuntó en mayo y junio, la inflación de mayo aún no reflejaba este hecho en la generalidad de los precios. En cualquier caso, debe tenerse en cuenta que la medición de la inflación en

estos meses se ha dificultado por los cierres. La inflación deberá situarse a final de año cerca de 0,5%.

En marzo, el congreso de los Estados Unidos aprobó el *CARES Act*, un paquete de apoyo económico de 2 billones de USD, para reducir las tensiones financieras de hogares y negocios. A lo largo de este verano, el congreso va a negociar otro paquete adicional significativo. Las cuestiones principales son si habrá nuevas ayudas de estímulo a los hogares, y si se mantendrán o ampliarán los beneficios de desempleo, las ayudas a los pequeños comercios y el alivio fiscal para los estados y gobiernos locales.

Los riesgos para la economía estadounidense se han agravado con esta crisis. La pandemia no está controlada y aparentemente no remitirá mientras no se cuente con medicamentos y vacunas eficaces. Los cierres han provocado un aumento de paro histórico de más de 20 millones de personas, y muchos cerrarán definitivamente. Esas insolvencias se traducirán en una mayor morosidad bancaria, mientras que el nivel más alto de paro también tendrá implicaciones en el volumen de crédito al consumo y su morosidad, así como en el mercado inmobiliario. La crisis afectará también a los ingresos fiscales de los estados, muchos de los cuales ya estaban en una situación límite en sus cuentas públicas. Al déficit fiscal del gobierno federal estimado en el 15%, se añadirá también la elevada deuda que acumula el país.

1.2.2 Eurozona

Activación de paquetes para la recuperación

La Eurozona se contrajo en el primer trimestre un -3,1%, cuando solo habían transcurrido unas pocas semanas de confinamiento. Los cierres más duros han sido en abril, y en mayo ya algunas economías los empezaban a relajar. El consumo ha caído un 4,7% t/t, y la inversión un -4,3% t/t, en tanto que el gasto de los gobiernos ha subido un 1,0% t/t. La caída principal se verá en los datos del segundo trimestre, donde se

- **La Comisión Europea activa el Programa de Recuperación por 750 millardos de euros.**
- **En junio, el Banco Central Europeo amplió el programa de compras de emergencia hasta 1.350 millardos euros.**
- **En 2020, se prevé una caída del PIB de la Eurozona del -10,0%.**

espera una caída interanual del 15%. Para la totalidad del 2020, se prevé una caída del PIB del -10,0% (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

La actividad económica en junio sigue rebotando con la gradual reapertura de las economías, con el PMI compuesto en 47,5 puntos, después de un mínimo de 13,6 en

abril, con el PMI manufacturero y el de servicios en niveles de 47,4 y 47,3 respectivamente. Aunque rebotan, el nivel de los índices de gestores de compras muestra que todavía hay una mayoría que espera un empeoramiento.

En junio, la inflación se situó en 0,3% a/a, rebotando desde el 0,1% de mayo, con la subyacente en 0,8% a/a. Esta baja inflación se debe a la debilidad de la demanda en general y a las perspectivas. El rebote se explica por la recuperación de los precios de los combustibles, pero aun así siguen en niveles bajos, ya que estos son reflejo de las expectativas de demanda futura. La inflación se recuperará al nivel objetivo del 2% en la medida que se recupere la actividad y el empleo.

El 4 de junio, el Banco Central Europeo (BCE) amplió su Programa de Compra para la Emergencia Pandémica (PEPP) en 600 millardos de euros. Esto hace que el importe total del programa ascienda a 1.350 millardos de euros, que se suman al programa de expansión cuantitativa (QE) ya existente de 20 millardos de euros al mes y a los 120 millardos de euros de compras netas de activos anunciados el 12 de marzo. Asimismo, el BCE indicó que va a continuar con las compras del PEPP hasta fin de junio 2021

y a reinvertir los bonos que vayan venciendo hasta por lo menos el fin de 2022.

La Unión Europea (UE), a través de la Comisión Europea, puso en marcha el Programa de Recuperación, el cual asciende a 750 millardos de euros. La Comisión pedirá prestado este valor en el mercado, respaldado por los presupuestos comunes. De dicho importe, 500 millardos de euros serán en forma de ayuda y 250 millardos de euros en forma de préstamos. Cabe señalar que este paquete aún no ha sido aprobado unánimemente por los miembros de la UE.

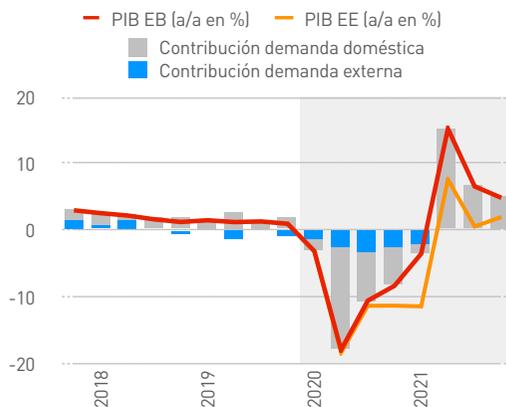
Los riesgos para la economía de la Eurozona son los de una recesión más profunda y duradera, en la medida que esta crisis va a dejar cicatrices tanto en el nivel de empleo como en la quiebra de compañías. La demanda y la oferta seguramente no volverán a la trayectoria anterior a la pandemia, y solo volverá al nivel de 2019 en 2022. Todos los países de la UE terminarán con déficits y deudas más elevadas, y también más endeudado el sector privado, por lo que será necesaria una cuidadosa gestión para evitar problemas de solvencia de los países y también en el sector financiero. El riesgo de rebrote de la pandemia es alto y las economías no se pueden permitir nuevos cierres totales; en cualquier caso, podrían optar por confinamientos selectivos y cierres parciales.

1.2.3 España

El confinamiento agrava la recesión

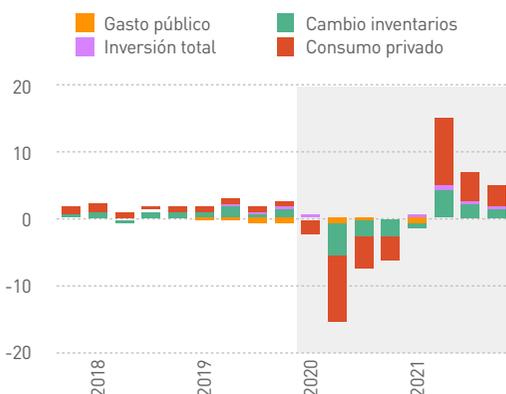
La economía española se contrajo en el primer trimestre de 2020 un -5,2%t/t (-4,1 a/a), según el dato definitivo publicado a 30 de junio por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Este dato reflejaba ya los efectos del confinamiento, que entró en vigor el 14 de marzo, con el cierre temporal de muchos negocios y con limitaciones muy altas a la movilidad de la población. El consumo privado se redujo un -6,6% t/t, la inversión -5,7% t/t, las exportaciones -8,2%t/t y las importaciones -6,6% t/t. El gasto

Gráfica 1.2.2-a
Eurozona: descomposición
y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE)

Gráfica 1.2.2-b
Eurozona: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE)

Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	2,0	1,9	2,7	1,9	1,2	-10,0	5,8	-11,1	-0,3
Contribución de la demanda doméstica	2,1	2,3	2,2	1,5	1,8	-7,6	6,4	-8,2	-3,2
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,4	0,5	0,4	-0,5	-2,4	-0,6	-2,8	2,8
Contribución del consumo privado	1,0	1,0	1,0	0,7	0,7	-5,1	4,3	-5,4	-2,6
Contribución de la inversión total	0,9	0,8	0,8	0,5	1,2	-2,3	1,7	-2,7	-0,9
Contribución del gasto público	0,3	0,4	0,3	0,2	0,4	0,1	0,5	0,1	0,6
Consumo privado (% a/a, media)	1,8	1,9	1,9	1,4	1,3	-9,6	8,0	-10,0	-4,9
Consumo público (% a/a, media)	1,3	1,9	1,3	1,1	1,8	0,6	2,2	0,3	2,4
Inversión total (% a/a, media)	4,5	4,0	3,8	2,4	5,8	-10,7	8,3	-12,3	-4,1
Exportaciones (a/a en %)	6,4	2,9	5,8	3,5	2,5	-11,2	9,0	-11,7	-1,2
Importaciones (a/a en %)	7,5	4,2	5,3	3,0	4,0	-11,3	9,1	-12,4	-0,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,5	9,7	8,7	7,9	7,4	9,7	8,4	10,5	12,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,3	0,7	1,4	1,9	1,0	0,5	1,3	-0,3	-2,1
Balance fiscal (% PIB)	-2,0	-1,4	-1,0	-0,5	-0,7	-9,3	-4,5	-9,5	-8,8
Balance fiscal primario (% PIB)	0,3	0,7	1,0	1,4	1,0	-7,5	-2,8	-7,8	-6,9
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)	2,8	3,2	3,1	3,1	2,7	2,9	3,0	2,9	3,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,36	-0,36	-0,86	-0,87
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,26	0,93	1,13	1,17	0,32	0,48	0,84	0,38	0,29
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,13	1,14	1,13	1,14
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	0,9	1,5	2,3	2,7	3,3	2,7	3,4	2,6	0,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	8,9	2,9	2,1	2,9	2,2	-3,0	2,3	-3,3	-3,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	17,0	3,6	1,2	0,6	1,4	-1,5	2,2	-1,5	1,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	12,3	12,3	12,0	12,3	13,0	17,8	14,6	18,0	22,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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

público, por su parte, ha subido (+1,8%), en línea con las necesarias respuestas del gasto a la situación de desempleo temporal y con los estímulos puestos en marcha para absorber el impacto del parón económico.

Según el índice de la Universidad de Oxford, que analiza qué tan estrictos han sido los cierres (*Stringency Index – Government Response Tracker*), el de España ha sido particularmente estricto, especialmente en los primeros 10 días de abril cuando se prohibieron todas las actividades no esenciales. Debido a los cierres impuestos, la actividad en el segundo trimestre sufrirá una caída sustancial, la cual se estima superior al 20% interanual. De esta forma, hemos revisado nuestra estimación de la contracción económica para el 2020 al -12,1% (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b). Esta estimación está sujeta a un elevado grado de incertidumbre debido a la dificultad de evaluar el impacto del regreso a la actividad por fases, en diferentes momentos y escalonado por provincias. Incluso una vez abiertas las actividades habrá que tener en cuenta el impacto de las normas de distanciamiento en la capacidad de utilización en los negocios.

En el mercado laboral, se produjeron unos despidos temporales de 3,4 millones (Expedientes de reducción temporal de empleo, ERTes), que representa el 14,7% de la fuerza laboral (23,1 millones), a lo que hay que añadir los despidos permanentes (menor afiliación a la Seguridad Social) de casi 1 millón de personas, y de 1,2 millones de autónomos que solicitaron prestación por cese de actividad. La tasa de desempleo ha subido al 14,8% en abril, pero si se incluyen los ERTes, esta tasa sería del doble. A final de junio, habían vuelto al trabajo 1,2 millones de los 3,4 millones de trabajadores afectados por ERTE. Sin embargo, está aún por verse qué porcentaje de trabajadores en ERTE podrán volver a sus puestos de trabajo. En la economía española, el turismo y la hostelería tienen un elevado peso, y seguramente estos sectores tardarán en volver al nivel de actividad anterior con los consecuentes efectos en el empleo.

Por su parte, la inflación se ha situado en junio en -0,3% a/a, desde los -0,9% a/a de mayo. Es el tercer mes consecutivo de caída de precios, aunque estos datos están afectados por la situación anormal de menor demanda por el confinamiento. Aunque se espera una recuperación, es posible que la presión de la demanda se mantenga en niveles inferiores a los de antes.

Las medidas fiscales de soporte a la economía activadas por el gobierno ascienden a alrededor del 3% del PIB, 36 millardos de euros, en los que figuran el apoyo presupuestario del fondo para imprevistos al Ministerio de Salud (1.400 millones de euros), la transferencia anticipada a las regiones de los servicios de salud regionales (2.800 millones de euros), la financiación adicional para la investigación relacionada con el desarrollo de medicamentos y vacunas para el Covid-19 (46 millones de euros), y el derecho al subsidio de desempleo para los trabajadores despedidos temporalmente en el marco de los planes de ajuste del empleo temporal (17.800 millones de euros).

Además, el gobierno ha concedido hasta 100.000 millones de euros de garantías públicas a empresas y trabajadores autónomos, que cubren tanto los préstamos como los pagarés de empresas medianas; hasta 2.000 millones de euros de garantías públicas para los exportadores a través de la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE); garantías para la ampliación de los plazos de los préstamos a los agricultores mediante las líneas de crédito especiales; una línea de garantías para prestar asistencia financiera para los gastos de vivienda de

- En un escenario de vuelta a la normalidad sin rebrote, se prevé una contracción del PIB español del -12,1% en 2020.
- La vuelta a la normalidad será lenta por las restricciones impuestas y por las cautelas necesarias.
- La economía española, muy dependiente de la hostelería, turismo y ocio, se verá afectada por la selectiva y lenta apertura de fronteras y por el recelo de los turistas.

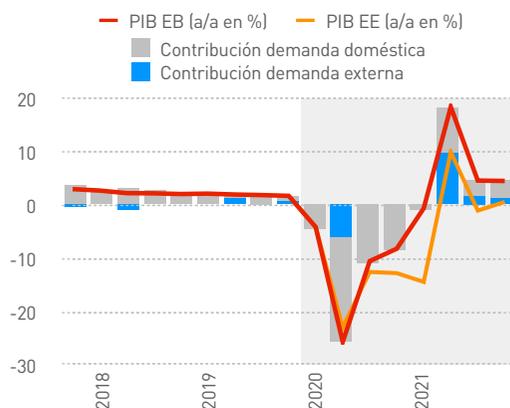
Tabla 1.2.3

España: principales agregados macroeconómicos

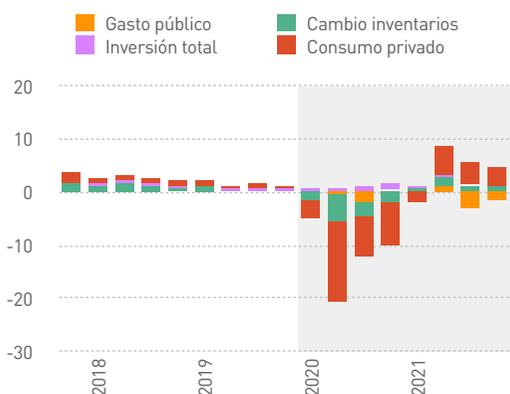
	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	3,8	3,0	2,9	2,4	2,0	-12,1	6,8	-13,1	-1,2
Contribución de la demanda doméstica	3,9	2,0	3,0	2,6	1,5	-10,8	3,7	-10,5	-5,2
Contribución de la demanda externa	-0,1	1,0	-0,1	-0,3	0,5	-1,3	3,1	-2,6	4,0
Contribución del consumo privado	1,7	1,6	1,7	1,1	0,6	-8,6	3,0	-8,8	-3,0
Contribución de la inversión total	0,9	0,4	1,1	1,0	0,3	-2,6	1,1	-2,9	-1,7
Contribución del gasto público	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,9	0,4	0,9	0,4
Consumo privado (% a/a, media)	2,9	2,7	3,0	1,9	1,1	-15,0	5,3	-15,2	-5,2
Consumo público (% a/a, media)	2,0	1,0	1,0	1,9	2,3	4,8	1,8	4,8	1,8
Inversión total (% a/a, media)	4,9	2,4	5,9	5,3	1,8	-13,9	5,7	-15,4	-9,2
Exportaciones (a/a en %)	4,3	5,4	5,6	2,2	2,6	-18,0	9,2	-16,7	-2,4
Importaciones (a/a en %)	5,1	2,7	6,6	3,3	1,2	-19,3	4,4	-19,0	-5,8
Tasa de paro (% último trimestre)	20,9	18,6	16,6	14,5	13,8	17,2	14,3	20,4	21,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,0	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,1	0,8	-1,2	-4,4
Balance fiscal (% PIB)	-5,2	-4,3	-3,0	-2,5	-2,8	-12,8	-7,2	-13,3	-12,0
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,2	-1,5	-0,5	-0,1	-0,5	-10,3	-4,7	-10,7	-9,1
Balance comercial (% PIB)	-1,9	-1,3	-1,9	-2,4	-2,3	0,0	0,1	0,5	0,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,0	3,2	2,7	1,9	2,0	1,9	2,6	2,0	2,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,53	-0,80	-0,86	-0,87
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,77	1,35	1,51	1,41	0,46	0,84	1,48	1,63	1,82
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,13	1,13	1,13	1,14
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-3,7	-2,5	-1,4	-0,3	-0,2	0,8	3,4	0,7	-0,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,0	-2,7	-1,2	-1,3	-0,2	1,5	-4,3	0,5	-23,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-7,7	-17,1	-9,7	-3,5	-5,4	-0,6	3,3	-0,4	4,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	7,7	7,5	5,9	6,3	7,6	15,4	16,7	14,9	20,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
 Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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

 Gráfica 1.2.3-a
 España: descomposición y previsiones del PIB


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INE)

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


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INE)

los hogares vulnerables (1.200 millones de euros); y garantías de préstamo adicionales para las pequeñas y medianas empresas y trabajadores autónomos a través de la Compañía Española de Reafianzamiento (1.000 millones de euros). Estas garantías públicas podrían llegar hasta 83.000 millones de euros de apoyo a la liquidez de las empresas a través del sector privado. Otras medidas incluyen la financiación adicional de las líneas de crédito del Instituto de Crédito Oficial, ICO (10.000 millones de euros); la introducción de una línea de crédito especial para el sector turístico a través del propio ICO (400 millones de euros); una línea de garantías del ICO para el sector de la automoción (500 millones de euros); y préstamos para el sector industrial para promover la transformación y modernización digital (123,5 millones de euros).

Los riesgos para la economía ahora se centran en el nivel de recuperación de la actividad. Con el estado de alarma terminado el 22 de junio, la vuelta a la normalidad se deberá procesar de forma muy gradual habiendo mucha incertidumbre en las actividades de turismo y ocio. Las líneas aéreas están volviendo a reinstalar su capacidad, pero van respondiendo al ritmo de las reservas de sus clientes. En la primera semana después del estado de alarma, solo estaban autorizados los vuelos dentro de la UE. El 1 de julio se abrieron las fronteras a un conjunto de países más que han sido definidos por la UE, en el que se excluyeron los países aún muy afectados por la pandemia. A la larga, los riesgos para España son: el elevado aumento de deuda, posiblemente superando 124% del PIB en 2020, y no solo la deuda pública sino también la privada por las líneas de liquidez activadas (más adelante, habrá que ver en qué se traducen las garantías y avales del estado concedidas al sector privado); el déficit fiscal que, en 2020, podría ascender al 13% del PIB, por la caída de la recaudación, aumento de gasto, y reducción del PIB; y el efecto final de las ayudas de la UE (140.000 millones de euros), que finalmente vendrán en forma de préstamo y con una fuerte condicionalidad a realizar reformas estructurales que permitan equilibrar las cuentas públicas.

1.2.4 Alemania

El sentimiento mejora con la vuelta a la actividad, pero no se recuperará el nivel previo de PIB hasta 2022.

El PIB de Alemania se contrajo -2,3% a/a saar (-1,9% a/a nsa) en el primer trimestre de 2020, como consecuencia del impacto de la pandemia del Covid-19 y de las medidas de contención implementadas. El consumo se contrajo un -3,2% t/t, las exportaciones un -3,1% t/t y las importaciones un -1,6% t/t. Esto tuvo lugar en un contexto en el que la crisis solo afectó a parte del mes de marzo. Por ello, el impacto en el segundo semestre se espera mucho mayor.

- Se ha revisado a la baja el crecimiento de la economía alemana para 2020 al -7,5%.
- Las exportaciones permanecerán en contracción mientras dure la incertidumbre global.
- Alemania ha sido uno de los países más ambiciosos en el apoyo contra el Covid-19, en términos de ayudas directas, garantías y avales.

Los indicadores adelantados anticipan una estabilización durante el tercer trimestre del año. Las encuestas de los gestores de compras (PMI) de junio han recuperado de 32 a 46 puntos (el compuesto y el de servicios), y el manufacturero de 37 a 45, en línea con la reanudación de la actividad, pero aún en zona de contracción. Los índices de sentimiento económico, por su parte, han rebotado visiblemente, con el optimismo de la vuelta a la actividad (expectativas ZEW a 63,4, y expectativas IFO a 91,4). Queda aún por confirmar si estos indicios son algo eventual o si, por el contrario, se trasladarán a una gradual recuperación del pulso económico.

Nuestra estimación para la totalidad de 2020 es de una contracción del PIB del -7,5% (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b). Siendo

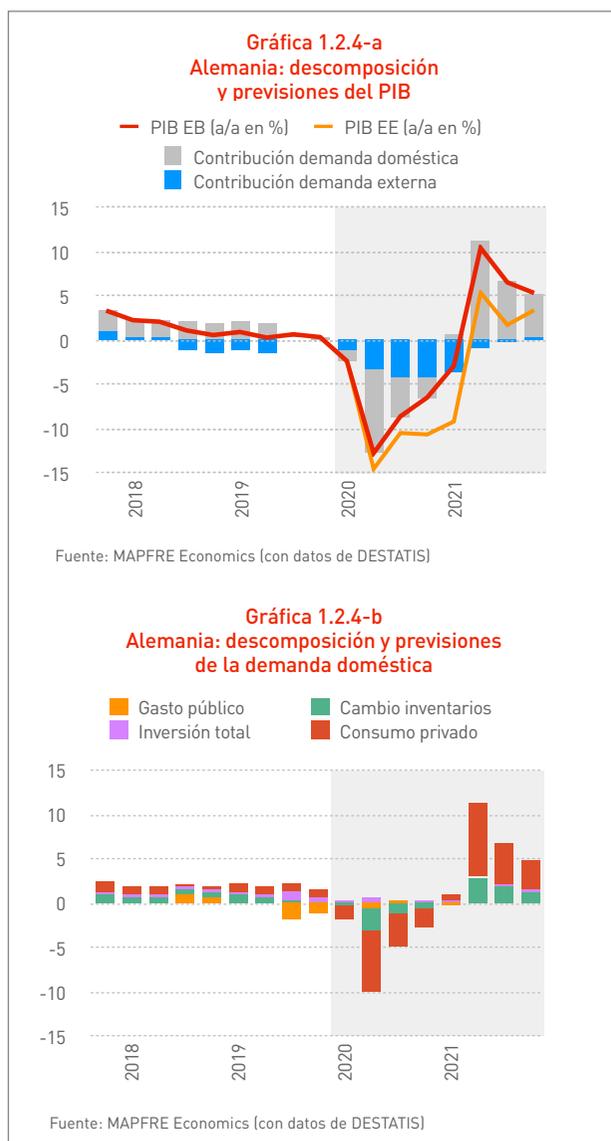
Tabla 1.2.4

Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	1,5	2,1	2,8	1,6	0,6	-7,5	4,9	-9,4	0,4
Contribución de la demanda doméstica	1,3	2,8	2,4	2,0	1,2	-4,4	5,9	-4,8	-2,1
Contribución de la demanda externa	0,2	-0,6	0,3	-0,4	-0,6	-3,1	-1,1	-4,6	2,4
Contribución del consumo privado	1,0	1,1	0,9	0,6	0,9	-3,6	4,2	-3,9	-1,3
Contribución de la inversión total	0,2	0,7	0,6	0,7	0,5	-1,1	1,5	-1,2	-1,0
Contribución del gasto público	0,5	0,8	0,5	0,3	0,5	0,3	0,2	0,3	0,2
Consumo privado (% a/a, media)	1,8	2,1	1,6	1,2	1,7	-6,8	8,0	-7,4	-2,4
Consumo público (% a/a, media)	2,8	4,1	2,4	1,4	2,7	1,7	1,0	1,7	1,0
Inversión total (% a/a, media)	1,2	3,6	3,1	3,5	2,6	-5,1	7,0	-5,5	-4,6
Exportaciones (a/a en %)	4,9	2,2	5,5	2,3	1,0	-11,1	10,5	-11,7	1,3
Importaciones (a/a en %)	5,4	4,2	5,7	3,8	2,5	-8,5	12,6	-8,9	3,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,3	6,0	5,5	5,0	5,0	5,7	5,3	6,1	8,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,7	1,4	1,4	1,6	1,5	1,0	1,4	0,3	-1,2
Balance fiscal (% PIB)	0,9	1,2	1,2	1,9	1,5	-6,6	-2,4	-6,8	-6,2
Balance fiscal primario (% PIB)	2,3	2,4	2,3	2,8	2,2	-5,8	-1,7	-6,0	-5,5
Balance comercial (% PIB)	8,1	8,0	7,8	6,8	6,5	6,2	5,3	6,1	6,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	8,7	8,4	7,8	7,5	7,3	6,2	5,6	6,1	6,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,36	-0,36	-0,86	-0,87
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,63	0,21	0,43	0,25	-0,19	-0,14	0,10	-1,04	-0,97
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,13	1,14	1,13	1,14
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,9	2,8	3,2	3,6	4,4	5,1	5,4	5,2	2,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,9	4,1	5,2	7,5	5,4	5,0	-1,0	5,0	-1,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	5,1	2,2	0,7	3,9	6,3	-4,7	4,0	-4,6	3,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	10,0	10,3	10,3	10,9	10,8	13,6	10,1	14,1	17,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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



una economía fuertemente exportadora, la recuperación será en gran medida dependiente de la recuperación de la demanda externa. En 2021, la economía aún no habrá llegado a los niveles de 2019, solo en 2022 se habrá recuperado totalmente, y todo esto dependerá de que la actividad pueda regresar a la normalidad, algo solamente viable cuando la incertidumbre se diluya al albor de una vacuna o un tratamiento médico eficaz contra el Covid-19.

Por otra parte, la inflación se aceleró levemente en junio (0,9% a/a, provisional), pero es previsible que esto se haya debido a la recuperación del precio del petróleo y una subida de los alimentos del 4,4%. La inflación subyacente sigue dando signos de una posible senda deflacionista en el corto plazo como consecuencia de la atonía en la actividad.

Alemania ha accionado unos de los mayores paquetes de estímulo (después de Estados Unidos y Japón), con medidas fiscales del 10% del PIB, y garantías y avales hasta el 32% del PIB. En aras de estabilizar la economía, el gobierno federal ha activado estas medidas fiscales en forma de presupuesto suplementario por valor de 4,9% del PIB, que incluyen gasto sanitario, subsidios para preservación de puestos de trabajo, apoyo a las pequeñas y medianas empresas, y subsidio de desempleo. Este paquete fue ampliado el 3 de junio, cuando el gobierno anunció un paquete de estímulo fiscal adicional por valor de otros 4,5% del PIB, que comprende una reducción temporal del IVA, apoyo a los ingresos de las familias, subvenciones para las pequeñas y medianas empresas más afectadas, apoyo financiero a los gobiernos locales, y subvenciones/inversiones en energía ecológica y digitalización. A su vez, a través del recién creado fondo de estabilización económica (WSF) y del banco público de desarrollo KfW, el Gobierno está ampliando el volumen y el acceso a las garantías públicas para empresas de diferentes tamaños y aseguradoras de crédito, algunas de las cuales pueden obtener hasta el 100% de las garantías, aumentando el volumen total en al menos 757.000 millones de euros (24% del PIB). Además del paquete fiscal del gobierno federal, muchos gobiernos locales (Länder y municipios) han anunciado

medidas propias para apoyar sus economías, que ascienden a 141.000 millones de euros en apoyo directo y 63.000 millones de euros en garantías de préstamos a nivel estatal.

Los riesgos para la economía alemana, además de los sanitarios, se sitúan principalmente en lo relacionado con una débil demanda exterior para sus productos de exportación, lo que retrasaría la recuperación.

1.2.5 Italia

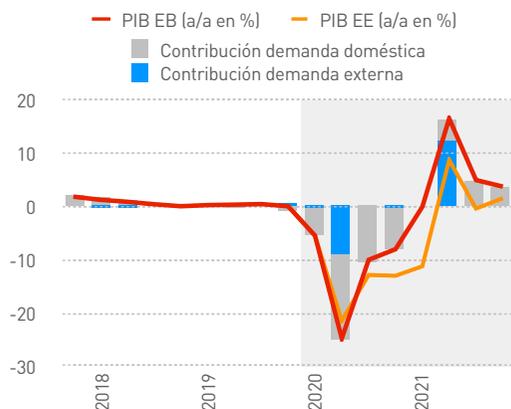
Refuerzo de medidas fiscales de “relanzamiento” para evitar daños más graves

Italia terminó oficialmente el confinamiento el 4 de mayo, abriendo progresivamente las actividades por sectores. La apertura de fronteras a los países de la UE ocurrió el 3 de junio, aunque muchos países de la zona solo las abrieron el 21 de junio. Italia iba por delante en el ciclo de la pandemia, y así también en la reapertura; no obstante, esta se está revelando más lenta de lo esperado por las obligadas precauciones de salud.

- Se ha revisado la previsión de crecimiento del PIB italiano en 2020 al -12,1%.
- Fuerte paquete de medidas fiscales y de provisión de liquidez.
- Las medidas de apoyo, junto con la caída de la actividad, vuelven a poner el foco de los inversores en la sostenibilidad de la deuda.

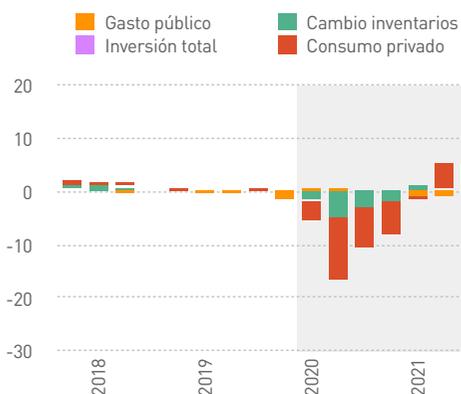
El PIB del primer trimestre cayó -5,3% t/t (-5,4 a/a), con el consumo privado disminuyendo el -6,6%(t/t), la inversión el -8,1%, las exportaciones el -8,1% y las importaciones el -6,2%. Los PMI de mayo aún se encontraban en zona de contracción, el de servicios en 28,9 puntos, el manufacturero en 45,4 y el compuesto en 33,9. Los de junio se espera que reboten, pero seguramente aún por debajo de 50 puntos, el nivel que

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)

Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	0,7	1,4	1,7	0,7	0,3	-12,1	6,3	-13,2	-0,3
Contribución de la demanda doméstica	1,1	1,9	1,7	1,0	-0,2	-9,7	3,1	-9,2	-4,0
Contribución de la demanda externa	-0,4	-0,5	-0,0	-0,3	0,5	-2,3	3,2	-4,0	3,7
Contribución del consumo privado	1,1	0,7	0,9	0,6	0,3	-7,2	2,6	-7,0	-2,8
Contribución de la inversión total	0,3	0,7	0,6	0,5	0,3	-2,9	0,9	-2,6	-0,5
Contribución del gasto público	-0,1	0,1	-0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Consumo privado (% a/a, media)	1,9	1,2	1,5	0,9	0,4	-11,9	4,3	-11,6	-4,6
Consumo público (% a/a, media)	-0,6	0,7	-0,1	0,1	-0,4	0,1	0,7	0,1	0,7
Inversión total (% a/a, media)	1,6	4,2	3,4	3,0	1,4	-15,6	5,3	-14,1	-2,6
Exportaciones (a/a en %)	4,1	2,0	6,0	1,7	1,4	-15,1	15,4	-15,4	4,2
Importaciones (a/a en %)	6,3	4,1	6,5	2,8	-0,2	-14,8	14,0	-14,5	5,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,5	11,8	11,0	10,5	9,6	12,7	11,0	13,4	14,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	0,5	0,9	1,1	0,5	0,2	0,0	-0,7	-3,6
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-2,4	-2,4	-2,2	-1,6	-11,5	-5,9	-11,6	-9,8
Balance fiscal primario (% PIB)	1,5	1,5	1,4	1,5	1,8	-7,9	-2,4	-7,9	-5,7
Balance comercial (% PIB)	3,3	3,5	3,1	2,6	3,2	4,3	5,0	4,1	4,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,5	2,6	2,6	2,5	3,0	3,7	4,4	3,4	3,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,53	-0,80	-0,86	-0,87
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,61	1,82	2,00	2,77	1,43	1,69	2,06	3,87	2,95
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,13	1,13	1,13	1,14
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-0,3	0,4	1,3	1,8	2,1	0,7	1,4	0,7	-2,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,9	-2,1	-2,9	-0,3	-0,9	-8,2	-2,7	-6,0	-16,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-3,0	-3,9	-11,5	25,7	13,4	-5,1	-2,9	-4,9	-12,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	10,2	10,2	9,7	9,5	9,7	15,5	15,1	15,3	21,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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

separa las expectativas de contracción y las de expansión. Se prevé que el PIB del segundo trimestre sea igual de contractivo que el primero. De esta forma, hemos revisado nuestra previsión de crecimiento para el PIB de 2020 hasta el -12,1%, con una recuperación más lenta de lo previsto hace tres meses. La recuperación en 2021 será de solo el 6,3%, obligando al PIB a retrasar su nivel del 2019 hasta el año 2022 (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

En mayo, los precios han caído en zona de deflación (-0,2% a/a), fuertemente influidos por la depresión de la demanda. Es previsible que el aumento del desempleo mantenga las tasas en terreno negativo durante un tiempo, algo que resulta poco conveniente con el elevado volumen de deuda pública actual y del que se desprenderá por la aplicación de medidas fiscales para enfrentar los efectos económicos de la pandemia.

A nivel de dichas medidas fiscales, el 17 de marzo, el gobierno adoptó un paquete de emergencia de 25.000 millones de euros (1,4% del PIB) que incluye: fondos para fortalecer el sistema italiano de atención de la salud y la protección civil (3.200 millones de euros); medidas para preservar los empleos y apoyar los ingresos de los trabajadores despedidos y los trabajadores por cuenta propia (10.300 millones de euros); otras medidas para apoyar a las empresas, incluidos los aplazamientos fiscales y el aplazamiento del pago de las facturas de servicios públicos en los municipios más afectados (6.400 millones de euros); y medidas para apoyar la oferta de crédito (5.100 millones de euros).

El 6 de abril, el Decreto de Liquidez permitió garantías estatales adicionales de hasta 400.000 millones de euros (25% del PIB). La dotación de garantías de este y otros planes anteriores tiene por objeto desbloquear más de 750.000 millones de euros (cerca del 50% del PIB) de liquidez para las empresas y los hogares. Asimismo, el 15 de mayo, el gobierno acordó otro paquete de medidas fiscales de "relanzamiento" por 55.000 millones de euros (3,2% del PIB). Entre otras cuestiones, prevé un

mayor apoyo a los ingresos de las familias (14.500 millones de euros), fondos para el sistema de salud (3.300 millones de euros) y otras medidas de apoyo a las empresas, incluidas subvenciones para las pequeñas y medianas empresas, y aplazamientos de impuestos (16.000 millones de euros).

Por otra parte, entre las principales medidas monetarias y financieras figuran: una moratoria en el reembolso de los préstamos para algunos hogares y pequeñas y medianas empresas, incluidas las hipotecas y los descubiertos; garantías estatales sobre los préstamos a todas las empresas; incentivos para las empresas financieras y no financieras en forma de actividades de impuestos diferidos; garantía estatal para el banco estatal de desarrollo (*Cassa Depositi e Prestiti*) para apoyar los préstamos y la liquidez a los bancos a fin de que puedan financiar a las empresas medianas y grandes; y un plan de seguros para los exportadores.

El Banco de Italia ha anunciado una serie de medidas para ayudar a los bancos y a los intermediarios no bancarios que están bajo su supervisión, de acuerdo con las iniciativas emprendidas por el BCE y la Autoridad Bancaria Europea (EBA). Entre ellas, figuran la posibilidad de operar temporalmente por debajo de determinados requisitos de capital y liquidez, la ampliación de algunas obligaciones de presentación de informes y la reprogramación de las inspecciones *in situ*. El 20 de mayo, con el fin de promover la utilización de los derechos de crédito como garantía y de incentivar la concesión de préstamos a las pequeñas y medianas empresas, el Banco de Italia ha ampliado los marcos adicionales de derechos de crédito para incluir los préstamos respaldados por las garantías del sector público relacionadas con el Covid-19.

Los riesgos de la economía italiana son el alto nivel del déficit fiscal (-11,3%), que será agravado doblemente por la caída de recaudación y la contracción del PIB, y unos niveles de deuda que superarán el 160% del

PIB en 2020 y 2021. Habrá que vigilar de cerca la trayectoria de la deuda para la evaluación de su sostenibilidad.

1.2.6 Reino Unido

Impacto de la pandemia e incertidumbre tarifaria con la Unión Europea

La economía del Reino Unido se contrajo -1,6% a/a en el primer trimestre de 2020 (-2,0% t/t), un trimestre en el que las medidas de confinamiento solo habían entrado en vigor el 23 de marzo. El consumo privado ha caído -1,7% t/t, el gasto del gobierno -2,6% t/t, la inversión -1,0%, las exportaciones -10,8% t/t y las importaciones -5,3% t/t. La economía carecía de impulso incluso antes de que surgiera la pandemia y la actividad del primer trimestre no refleja aún la profundidad del parón, que habrá sido mucho mayor en el segundo trimestre del año. Por ello, hemos ajustado nuestra estimación de contracción económica al -10,8% en 2020 (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

- **Los efectos de la pandemia obligan a revisar la previsión de crecimiento del PIB del Reino Unido en 2020 hasta -10,8%.**
- **Incertidumbre en máximos y confianzas en mínimos.**
- **El gobierno publicó su régimen general de tarifas de importación, a la espera de conocerse el desenlace con la Unión Europea cuando termine el período de transición en diciembre de 2020.**

Las encuestas de PMIs de mayo rebotaron ligeramente desde los mínimos de abril, pero claramente aún en zona de contracción; el PMI compuesto se situó en los 30,0 puntos, el de servicios en 29,0, y el manufacturera en 40,7. Por su parte, la confianza de los consumidores (GfK), sigue muy

negativa, en -30 puntos en junio, y la producción industrial del mes de abril se había reducido -24,4% a/a.

La inflación sigue moderándose. Se situó en el 0,5% en mayo, con la subyacente en 1,2%, mostrando una tendencia descendente en los últimos 3 años. Por otra parte, a pesar de los estímulos monetarios y fiscales, en abril y mayo el número de desempleados ha aumentado en 1,5 millones, lo que seguramente hará que la inflación siga muy baja, pero por ahora sin un riesgo de deflación.

En su reunión de junio, el Comité de Política Monetaria (CPM) del Banco de Inglaterra votó mantener los tipos de interés en 0,10%, y aumentar la compra de activos en 100.000 millones de libras esterlinas, a 745.000 millones de libras esterlinas. Sin embargo, se espera que el ritmo de las compras se ralentice; el Banco señaló que se propondría completar el programa a finales de año, pero está dispuesto a aumentar el ritmo de nuevo si las condiciones del mercado se deterioran. Las compras serán sólo de bonos del Estado, no de bonos corporativos como en la última ronda. Las actas también reiteraron el mensaje de que el CPM está listo para tomar más medidas si fuera necesario. Se argumenta que "es probable que el apoyo fiscal existente proporcionado a los trabajadores y a las empresas siga desempeñando un papel fundamental para evitar una mayor caída del gasto y las quiebras generalizadas de empresas". Asimismo, la dureza de la pandemia en el Reino Unido ha golpeado fuerte a la libra británica y, aunque ha recuperado algo en abril, su tendencia contra el Euro sigue siendo negativa.

Con la irrupción de la pandemia, la cuestión del Brexit parecía haber quedado para segundo plano. Sin embargo, estamos a seis meses del fin del periodo de transición fijado para el 31 de diciembre. Hasta ahora, el Reino Unido no ha solicitado la extensión del periodo de transición, cuya posibilidad se extiende hasta el 30 de junio. Las negociaciones con la UE sobre los términos del acuerdo siguen siendo complejas, así que se mantiene la incertidumbre "acuerdo/no-acuerdo" que se ha mantenido

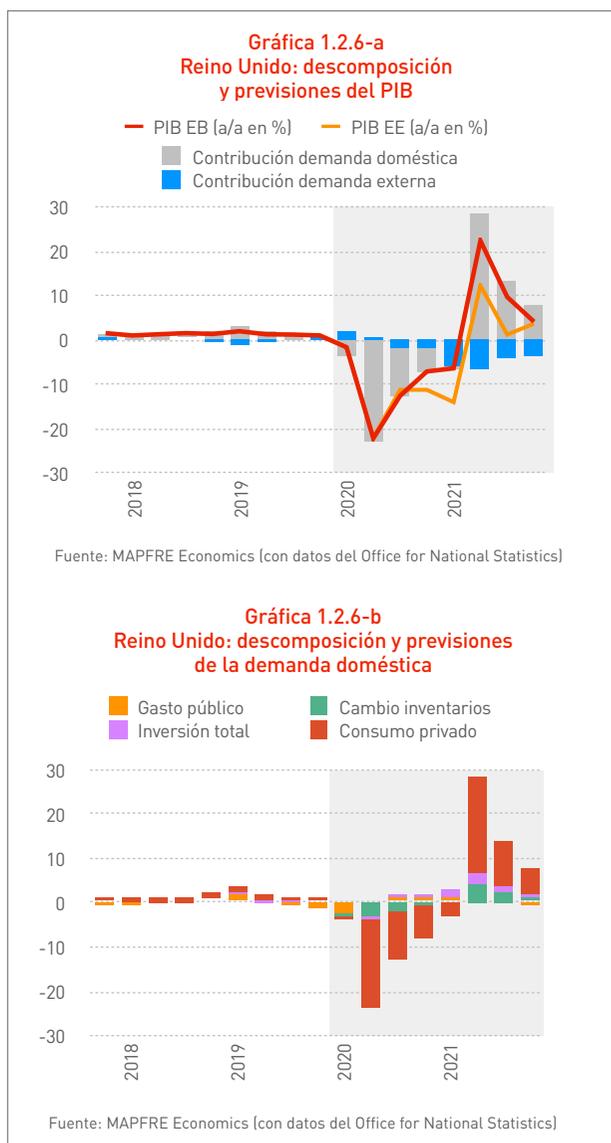


Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020(p)	2021(p)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	2,4	1,9	1,9	1,3	1,4	-10,8	7,5	-11,5	0,8
Contribución de la demanda doméstica	2,5	2,5	1,1	1,2	1,6	-10,8	12,5	-8,7	-2,9
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,6	0,7	0,1	-0,2	0,0	-5,0	-2,8	3,8
Contribución del consumo privado	1,8	2,4	1,4	1,0	0,7	-9,5	8,7	-7,3	-3,3
Contribución de la inversión total	0,6	0,6	0,3	-0,0	0,1	-1,6	2,0	-1,3	-1,0
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,0	0,1	0,7	0,3	1,5	0,3	1,5
Consumo privado (% a/a, media)	2,9	3,8	2,3	1,6	1,1	-15,0	15,2	-11,5	-5,2
Consumo público (% a/a, media)	1,8	1,0	0,3	0,4	3,5	1,5	6,9	1,5	6,9
Inversión total (% a/a, media)	3,7	3,6	1,6	-0,2	0,6	-9,4	11,7	-7,7	-5,8
Exportaciones (a/a en %)	3,8	2,7	6,2	1,2	5,1	-22,6	19,2	-17,9	4,5
Importaciones (a/a en %)	5,5	4,4	3,5	2,0	4,7	-23,4	24,8	-17,5	1,8
Tasa de paro (% último trimestre)	5,1	4,7	4,4	4,0	3,8	6,5	4,4	6,4	8,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,5	1,8	2,7	2,0	1,3	0,3	1,7	0,4	-0,1
Balance fiscal (% PIB)	-4,5	-3,2	-2,4	-2,2	-2,1	-14,4	-3,4	-14,0	-8,2
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,8	-0,4	0,6	0,6	0,4	-12,2	-1,2	-11,8	-5,8
Balance comercial (% PIB)	-6,1	-6,7	-6,6	-6,5	-5,9	-5,1	-5,0	-4,5	-3,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,9	-5,2	-3,5	-3,8	-3,8	-3,1	-3,7	-3,3	-2,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	0,10	0,10	0,10	0,10
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,59	0,37	0,52	0,91	0,79	0,20	0,20	0,07	0,06
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,02	1,28	1,25	1,33	0,91	0,35	0,64	-0,64	-0,12
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,48	1,23	1,35	1,28	1,32	1,26	1,29	1,31	1,34
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,36	1,17	1,13	1,11	1,18	1,12	1,13	1,15	1,17
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,9	4,0	3,9	3,7	3,6	1,7	2,1	1,7	0,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,9	6,2	9,5	5,6	-0,5	21,7	9,9	3,0	1,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-13,9	7,3	9,4	5,6	3,0	2,2	5,3	2,2	4,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	10,0	7,2	5,3	5,8	5,7	16,6	7,9	13,1	16,5

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

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

desde 2016. Mientras tanto, el Reino Unido publicó el 19 de mayo su nuevo régimen global de tarifas (*UK Global Tariff*); este régimen sustituirá, a partir del 1 de enero de 2021 (fin del periodo transitorio), el régimen común de la UE a las tarifas externas. Con independencia del acuerdo final sobre el Brexit, la economía británica seguramente será impactada por el fin del régimen tarifario con su principal socio comercial, la UE; efecto que, sin embargo, será menor que el impacto de la pandemia, pero lo empeorará. Es posible que el tipo de cambio de la Libra siga sufriendo, y ya no se puede dar por garantizado que un debilitamiento de la moneda sea totalmente compensado por aumento de exportaciones, lo que, seguramente, llevará a una mayor inflación.

1.2.7 Japón

Japón se enfrenta a una posible depresión con deflación

La economía de Japón está ya en recesión, al haberse contraído el PIB, en el primer trimestre del año, por segundo trimestre consecutivo (-0,6% t/t, -1,9% a/a saar, -1,7% a/a nsa), lastrado: primero, por las exportaciones a consecuencia del *shock* del Covid-19 que actuó sobre las cadenas de valor; segundo, incipientemente aunque con severidad también, por la contracción de consumo a medida que la supresión avanzaba, y, tercero, por la fuerte caída de la inversión, arrastrada por un visible deterioro de las expectativas y de la reducción de los ingresos. La contracción alcanzaría su mayor expresión durante el se-

- **El gobierno consideraría un incremento de estímulos ante insuficiencia del plan actual.**
- **Se espera una contracción del PIB japonés del -6,0% en 2020.**
- **El Banco de Japón se ha sumado a la compra de activos sin límite con el objetivo de controlar la curva de tipos de interés.**
- **Pese a ello, se prevé una nueva deflación en 2020.**

gundo trimestre del año, sobre el cual aún no hay datos disponibles, pero sí indicadores de alta frecuencia, como los componentes del Indicador Coincidente que muestran que en abril y mayo las caídas se agravaron (producción industrial -15,0%, ventas centros comerciales -71,6%, ventas mayoristas -17,2%). Las expectativas siguen muy deterioradas, por lo que se espera que el tercer trimestre solo acuse una mejora marginal (sentimiento del consumidor en negativo y PMIs aún en zona de contracción). Ante las evidencias de que el parón económico está siendo más profundo y la recuperación más lenta de lo originalmente previsto, hemos revisado nuestra previsión de crecimiento para el 2020 al -6,0%, desde los -4,8% de nuestra previsión anterior (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

En este contexto de atonía de la actividad, la inflación se ha debilitado todavía más (0,1% en mayo), y estimamos que va a entrar en deflación en los siguientes trimestres del año (-0,5% promedio del año, -0,8% en el cuarto trimestre).

En su reunión junio, el Banco de Japón mantuvo los tipos de interés en el -0.10%, con la mirada de puesta en el objetivo de control de la curva. Comprará una cantidad ilimitada de bonos del tesoro para asegurar que los rendimientos de los JGB (*Japanese Government Bond*) a 10 años se mantengan alrededor del cero por ciento. Además, ha anunciado estar dispuesto a comprar fondos cotizados en bolsa (ETF) y fideicomisos de inversión inmobiliaria de Japón (J-REIT), de modo que sus cantidades pendientes aumenten a ritmos anuales con el límite superior de unos 12 billones de yenes y unos 180.000 millones de yenes, respectivamente. En cuanto al papel comercial y los bonos corporativos, el Banco mantendrá sus cantidades en circulación en unos 2 billones de yenes y unos 3 billones de yenes, respectivamente. Además, hasta finales de marzo de 2021, realizará compras adicionales con el límite superior de las cantidades en circulación de 7,5 billones de yenes para cada activo.

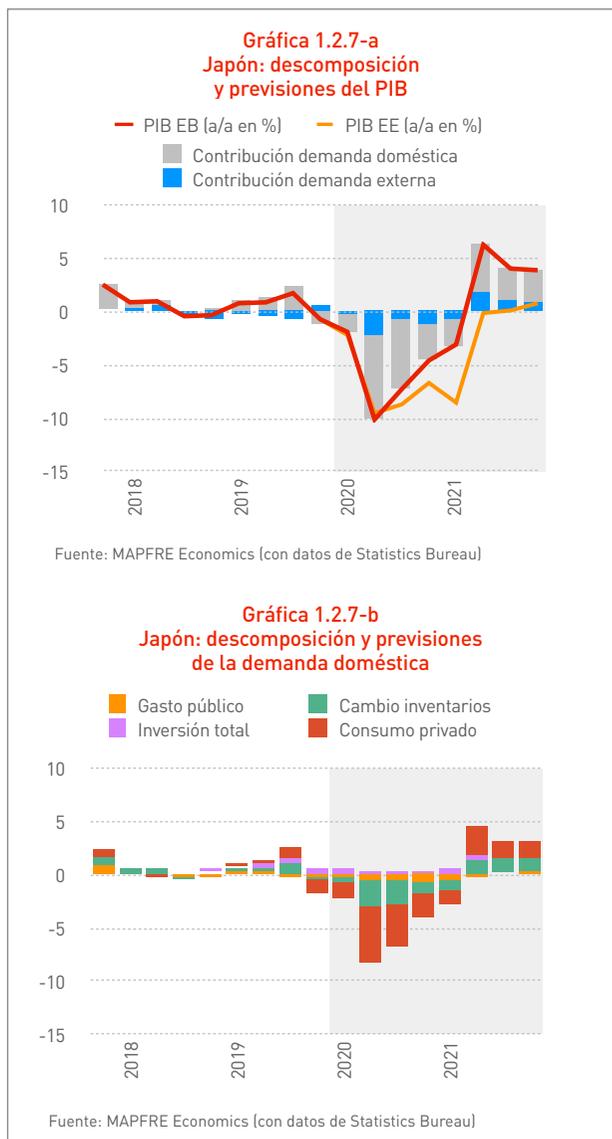


Tabla 1.2.7
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	1,3	0,5	2,2	0,3	0,7	-6,0	2,8	-6,8	-1,9
Contribución de la demanda doméstica	0,9	-0,1	1,6	0,3	0,9	-4,9	2,0	-5,9	-1,4
Contribución de la demanda externa	0,4	0,6	0,6	0,0	-0,2	-1,1	0,8	-0,9	-0,5
Contribución del consumo privado	-0,1	-0,2	0,8	-0,0	0,1	-3,2	1,1	-3,5	-1,3
Contribución de la inversión total	0,4	-0,1	0,7	0,1	0,3	-1,6	0,7	-1,8	-0,7
Contribución del gasto público	0,3	0,3	0,0	0,2	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3
Consumo privado (% a/a, media)	-0,2	-0,3	1,3	-0,0	0,2	-5,8	1,9	-6,3	-2,4
Consumo público (% a/a, media)	1,5	1,4	0,1	0,9	1,9	1,9	1,3	1,9	1,3
Inversión total (% a/a, media)	1,7	-0,3	3,0	0,6	1,3	-6,5	2,9	-7,6	-3,1
Exportaciones (a/a en %)	3,0	1,7	6,8	3,5	-1,6	-18,1	12,1	-22,3	2,7
Importaciones (a/a en %)	0,7	-1,6	3,4	3,7	-0,6	-11,8	5,4	-16,8	4,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,3	3,0	2,7	2,4	2,3	3,0	2,3	3,1	3,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	0,3	0,6	0,9	0,5	-1,1	0,2	-1,5	-2,8
Balance fiscal (% PIB)	-3,6	-3,5	-3,0	-2,4	-2,7	-12,6	-8,8	-12,8	-10,5
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-0,2	1,0	0,9	0,2	0,1	-0,1	0,2	-0,0	0,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,1	3,9	4,2	3,6	3,6	2,6	3,6	2,8	3,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,04	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,06	-0,05	-0,05	-0,05
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,08	-0,05	-0,02	-0,07	-0,05	-0,07	-0,06	-0,07	-0,06
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,27	0,04	0,05	0,01	-0,02	-0,09	-0,06	-0,11	-0,06
Tipo de cambio vs USD (fin período)	120,50	116,80	112,90	110,83	109,12	106,00	106,00	104,00	105,10
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	131,19	123,12	135,40	126,90	122,59	119,78	120,84	117,95	120,10
Crédito privado (% a/a, media)	2,0	2,2	4,2	2,9	2,4	5,4	1,9	4,4	-5,1
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	1,3	2,2	2,8	1,7	0,0	-0,0	0,0	-0,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,4	1,8	2,4	1,9	3,8	1,9	1,3	1,9	1,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,8	-0,2	8,0	5,9	2,3	2,0	1,7	2,1	2,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	1,2	2,9	2,5	4,3	4,9	9,2	7,0	10,1	10,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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

El apoyo al primer ministro, Shinzō Abe, ha disminuido debido a la insatisfacción con su manejo de la pandemia, su intento de ampliar la edad de jubilación de los fiscales superiores, el arresto de un ex ministro de justicia y las sospechas de un derroche del gasto público en programas de apoyo al turismo y a las pequeñas empresas. En medio de un daño cada vez mayor a su popularidad, se ha especulado que Abe podría convocar elecciones anticipadas antes de septiembre que es cuando termina su mandato. Se espera que el gobierno prepare un paquete de estímulo económico a gran escala este otoño para apoyar el crecimiento.

El riesgo principal a la vista es ahora que la recesión sea profunda, con daños estructurales a la economía y con una deflación que parece ya inevitable, a pesar de todos los estímulos tanto del banco central como del gobierno.

1.2.8 Turquía

Reapertura de la actividad acompañada de un rebrote de contagios

En el primer trimestre del año, la economía turca mostró una cierta resiliencia, con un crecimiento del 0,6% t/t, aunque en términos interanuales se vio beneficiada por efecto de base (+4,5% a/a en el primer trimestre de 2020 vs -2,3% en el mismo período del año anterior) y cierto *carry over* de demanda tanto pública como privada. Los indicadores de alta frecuencia, sin embargo, muestran una imagen mixta: una fuerte contracción de la demanda doméstica derivada de las restricciones del Covid-19 sobre la

- Se ha revisado la estimación de crecimiento de la economía turca a una contracción de -4,6% en 2020.
- Las salidas netas de capitales han llevado la Lira a acercarse a los 7,0 TRY/USD.
- Los indicadores de alta frecuencia muestran que la vuelta a la normalidad será lenta.

demanda en abril y mayo, seguida de una fuerte recuperación al levantarse el confinamiento en junio. Toda vez que no se puede descartar la reimplantación del confinamiento a medida que los rebrotes se multiplican, anticipamos una contracción del PIB cercana al -4,6% en 2020, lo que supone una fuerte revisión a la baja sustancial con respecto a nuestra estimación de nuestro anterior informe que era del -1,2% (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

A pesar de la atonía de la demanda y de la abrupta corrección de los precios del crudo, la inflación se mantiene lejos del objetivo del banco central (CBRT), marcando 11,4% en mayo. La principal causa es el *pass through* que origina la debilidad de su moneda, que rondó, en promedio, los 7 TRY/USD durante el trimestre, a consecuencia de la contracción de la cuenta financiera de la balanza de pagos, básicamente por la salida de inversiones de cartera. Las vulnerabilidades domésticas son un elemento para considerar a la hora de establecer el tiempo que la Lira se mantendrá deprimida.

El 25 de junio, el CBRT redujo su tasa repo a 1 semana en 25 puntos básicos hasta el 8,00%, en territorio de tipos de interés reales negativos. No se espera que el banco central tenga espacio para bajar más los tipos de interés por los riesgos para la estabilidad financiera y la salida de capitales, poniendo más presión en la moneda (las reservas se han erosionado significativamente) y sobre la inflación.

Los riesgos en los próximos meses residen principalmente en cómo evolucionará la pandemia con la apertura de la movilidad y la vuelta a la actividad, especialmente la turística que es unas de las grandes contribuidoras al PIB turco. Por otro lado, está también el desafío de la estabilidad de la moneda ante el crecimiento de la masa monetaria e inflación, dado la fuerte dependencia del sector corporativo a la deuda externa en dólares.

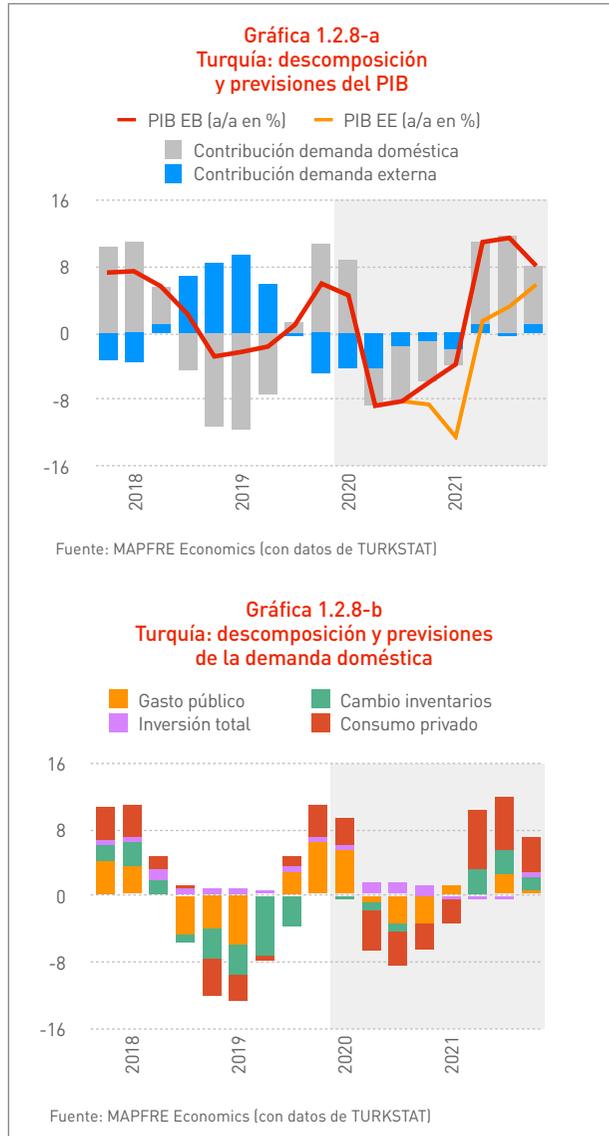


Tabla 1.2.8
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	6,0	3,3	7,4	3,1	0,8	-4,6	6,7	-5,2	-0,5
Contribución de la demanda doméstica	5,5	4,6	7,1	-0,0	-1,8	-1,9	6,7	-2,7	0,1
Contribución de la demanda externa	0,5	-1,3	0,3	3,2	2,5	-2,7	0,0	-2,6	-0,6
Contribución del consumo privado	3,4	2,2	3,8	0,3	0,3	-2,2	3,7	-2,8	-1,0
Contribución de la inversión total	2,7	0,7	2,4	0,0	-3,6	-0,6	2,0	-0,7	0,3
Contribución del gasto público	0,5	1,3	0,7	0,9	0,6	1,4	-0,1	1,4	-0,4
Consumo privado (% a/a, media)	5,5	3,6	6,2	0,4	0,6	-3,7	6,2	-4,9	-1,6
Consumo público (% a/a, media)	3,5	9,8	5,2	6,6	4,6	9,6	-0,8	9,4	-2,5
Inversión total (% a/a, media)	9,1	2,4	8,2	0,1	-12,2	-2,4	7,8	-2,7	1,3
Exportaciones (a/a en %)	4,3	-1,7	12,0	7,6	6,6	-13,7	15,2	-14,3	4,9
Importaciones (a/a en %)	1,8	3,7	10,2	-6,3	-2,3	-3,0	16,7	-3,9	8,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,5	12,1	10,3	12,3	13,3	15,0	11,9	15,5	13,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	8,8	8,5	11,9	20,3	11,8	9,6	9,0	9,5	5,7
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-1,3	-1,6	-1,9	-2,9	-5,4	-2,8	-5,6	-4,5
Balance fiscal primario (% PIB)	1,2	0,7	0,2	0,0	-0,6	-2,3	0,3	-2,5	-0,8
Balance comercial (% PIB)	-5,7	-4,6	-6,9	-5,2	-2,2	-2,6	-3,1	-2,3	-2,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,2	-3,1	-4,8	-2,7	1,2	-2,2	-2,6	-2,0	-3,0
Tipo de interés oficial (final período)	8,81	8,31	12,75	24,06	11,43	7,50	9,75	6,03	6,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	11,47	9,90	14,61	24,07	10,76	7,55	9,80	6,64	7,08
Tipo de interés a 10 años (final período)	10,74	11,40	11,72	16,53	11,95	11,06	11,20	13,50	11,93
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,92	3,52	3,79	5,29	5,95	6,84	7,14	7,29	7,32
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3,18	3,71	4,55	6,06	6,68	7,73	8,14	7,91	8,48
Crédito privado (% a/a, media)	22,9	13,1	20,9	20,2	8,5	20,2	7,5	20,5	6,2
Crédito familias (% a/a, media)	12,5	7,1	17,5	9,8	3,3	13,9	8,2	14,1	7,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	29,9	14,7	24,3	20,9	5,4	-11,7	22,9	-12,3	8,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	26,4	9,0	27,2	25,1	18,3	12,5	16,8	11,7	8,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	28,3	32,8	30,9	30,0	28,6	27,3	28,1	28,1	30,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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

1.2.9 México

Pesará la dependencia del petróleo, el turismo y demanda estadounidense.

La economía mexicana se contrajo -1,4% a/a en el primer trimestre del año (-1,2%/t), lo que ha significado el cuarto trimestre consecutivo de crecimiento negativo. En el primer trimestre, el consumo privado ha acusado ya una caída cuando todavía estaba empezando la pandemia (-1,3% a/a), por lo que se espera una caída mucho más pronunciada en el segundo trimestre como resultado del confinamiento. La inversión sigue sin levantar cabeza y las perspectivas siguen sin ser buenas, al menos en 2020. Las exportaciones cayeron un 2,6% en el primer trimestre y podrán caer hasta el 15% en el segundo.

- **La recesión se agudizará y se prevé que la economía mexicana caiga un -10,5% en 2020.**
- **Una menor demanda externa, especialmente de Estados Unidos, afectará a las exportaciones.**
- **El bajo precio del petróleo reduce los ingresos fiscales, limitando el margen para eventuales estímulos fiscales.**
- **El contagio del virus está aún en fase de expansión, así que el regreso a la normalidad será lento y riesgoso.**

El efecto de los cierres en la actividad como resultado de las medidas de confinamiento, las divergencias entre gobierno y empresarios, el efecto de la pandemia en el sector turístico y en el sector petrolero, harán de 2020 un año especialmente difícil para la economía mexicana. Los precios del petróleo se han recuperado a niveles de 40 USD/bl (Brent), pero aun así están un 30% por debajo de los niveles de 2019. Por la estructura de la producción de petróleo en México, los ingresos por la venta de crudo son especialmente importantes en el presupuesto del gobierno.

Por otra parte, el índice global de actividad económica (IGAE) de abril cayó 17,3% respecto a marzo, y 19,7% con relación al mismo mes del año anterior. La producción industrial cayó un 29,3% a/a en abril, y los nuevos pedidos industriales también han caído abruptamente. Los PMIs (encuesta de gestores de compras) de mayo siguen deprimidos, indicando que la tendencia todavía es a peor (39,2 puntos el manufacturero y 38,0 en no-manufacturero). La entrada en vigor del nuevo tratado comercial entre México, Estados Unidos y Canadá (sucesor del NAFTA) podrá tener efectos positivos para la economía mexicana en el medio y largo plazo, pero difícilmente modificará la dinámica previsible de la recuperación en el corto plazo.

A diferencia de las principales economías del mundo, gobierno mexicano ha proporcionado fondos de apoyo de emergencia cercanos apenas al 0,7% del PIB, monto que resulta ser insuficiente para impulsar el crecimiento, mientras que sigue defendiendo una postura de austeridad fiscal y limitación a los niveles de endeudamiento. Así, es previsible una profundización de la recesión de la economía mexicana por tres motivos: menores ingresos del petróleo, reducción de la actividad económica y reducción de las exportaciones por menor demanda externa. De esta forma, hemos revisado nuestra estimación de crecimiento del PIB en 2020 a una contracción de -10,5% (desde -3,9% de nuestra previsión base del informe anterior) y con una recuperación relativamente más lenta (4,4% en 2021), tanto por la falta de visibilidad en la normalización del precio del petróleo como por una lenta vuelta a la normalidad (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Por otra parte, en mayo la inflación se situó en 2,84%, mostrando un ligero repunte desde los 2,15% de abril, con la subyacente ubicándose en 3,64%. La tendencia ahora estará sujeta a diferentes fuerzas en conflicto. Por un lado, está la desvalorización de la moneda y la recuperación de los precios de la energía que son inflacionarias y, por la otra, la menor demanda (como consecuencia del *shock* por el parón) junto con cierta holgura en la capacidad de producción que son deflacionarias. De esta

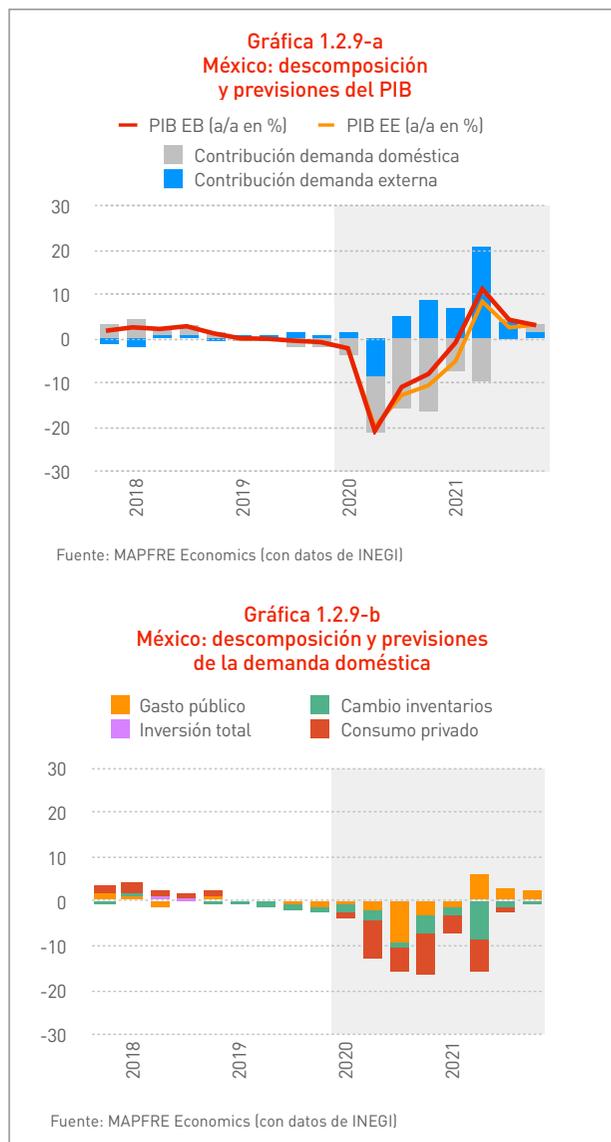


Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	3,3	2,4	2,3	2,2	-0,3	-10,5	4,4	-11,3	2,2
Contribución de la demanda doméstica	2,5	2,0	3,3	2,2	-1,1	-12,1	-3,7	-8,2	-9,8
Contribución de la demanda externa	0,8	0,4	-0,9	-0,0	0,8	1,6	8,1	-3,1	12,0
Contribución del consumo privado	1,8	2,3	2,3	1,6	0,4	-6,0	-3,2	-5,4	-1,8
Contribución de la inversión total	1,1	0,2	-0,3	0,2	-1,0	-2,5	-3,1	-1,9	-0,6
Contribución del gasto público	0,2	0,3	0,1	0,4	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
Consumo privado (% a/a, media)	2,7	3,5	3,5	2,3	0,6	-8,8	-4,5	-7,9	-2,7
Consumo público (% a/a, media)	1,9	2,6	0,7	3,0	-1,5	0,5	1,4	0,5	1,4
Inversión total (% a/a, media)	5,1	1,1	-1,5	0,9	-5,0	-13,0	-15,0	-10,1	-3,0
Exportaciones (a/a en %)	8,6	3,6	4,3	5,9	1,2	-6,2	5,0	-7,8	-3,6
Importaciones (a/a en %)	6,0	2,3	7,0	5,9	-1,0	-18,4	-7,2	-16,0	-17,5
Tasa de paro (% último trimestre)	4,2	3,5	3,3	3,3	3,4	5,7	5,1	5,2	8,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,1	3,4	6,8	4,8	2,8	3,4	3,6	3,0	0,9
Balance fiscal (% PIB)	-3,4	-2,5	-1,1	-2,0	-1,7	-3,9	-5,2	-3,8	-6,0
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,2	-0,1	1,4	0,6	1,1	-0,3	-1,4	-0,3	-1,8
Balance comercial (% PIB)	-1,2	-1,2	-0,9	-1,1	0,4	4,2	9,0	1,5	7,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,6	-2,3	-1,8	-2,1	-0,3	2,5	7,8	-0,1	5,8
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	5,75	7,25	8,25	7,25	2,11	3,79	2,25	1,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,58	6,19	7,66	8,63	7,45	2,93	2,53	2,89	2,18
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,28	7,42	7,66	8,70	6,84	5,30	6,54	7,82	7,21
Tipo de cambio vs USD (fin período)	17,20	20,74	19,67	19,65	18,93	24,23	22,28	24,80	22,77
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	18,73	21,86	23,59	22,50	21,26	27,32	25,24	28,01	25,99
Crédito privado (% a/a, media)	13,6	16,3	12,1	10,4	8,9	-2,9	6,9	-1,1	-0,2
Crédito familias (% a/a, media)	8,4	12,8	10,0	8,4	6,2	5,8	7,8	5,5	7,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-11,4	3,5	1,7	-0,8	6,2	7,6	11,6	10,1	5,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	14,6	12,8	10,7	12,5	16,5	23,7	24,2	23,4	23,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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

forma, se espera que la inflación se sitúe a final de año cerca del 3,4%. No obstante, es previsible que la inflación se mantenga moderada, al haber afectado esta crisis al empleo y, por tanto, haber afectado el poder de compra de los consumidores.

La Junta de Gobierno del Banco de México, en su reunión del 25 de junio, bajó en 50 puntos básicos los tipos de interés de referencia situándolos en 5,00%. Si la inflación sigue moderada, como todo parece indicar, el banco central podría seguir bajando tipos de interés, pero deberá valorar bien el efecto de esa medida sobre el comportamiento del tipo de cambio. A finales de junio, el peso había conseguido cierta recuperación situándose en torno a los 23 MXN/USD, después de haber cotizado a niveles de 24,0 -25,0 MXN/USD en el primer trimestre del año.

La economía de México se enfrenta a un riesgo quizás superior al de otros países, ya que sus ingresos fiscales dependen en gran medida de los ingresos petroleros, y tiene poco margen para estímulos fiscales. Por otra parte, de no lograr sostener los ingresos fiscales y/o aumentar sustancialmente su nivel de deuda, las agencias calificadoras podrían quitarle el estatus de "grado de inversión" que aún mantiene.

1.2.10 Brasil

La expectativa económica se agrava al no estar controlada la pandemia

La pandemia del Covid-19 en Brasil ha acelerado un proceso que ya tenía lugar a inicios de año, ya que la economía brasileña se adentraba en una recesión por motivos derivados de la gestión económica actual. El Covid-19 ha sido más severo que en otras regiones y el coste de su mitigación mayor dada la capacidad sanitaria y los errores iniciales de política social. Tras una primera caída de -0,3% a/a, se espera una contracción de la actividad muy severa con motivo de la supresión que ubique el crecimien-

to del PIB en -8,9% a lo largo del 2020 y plantee dificultades para activar una recuperación rápida (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b). Los indicadores adelantados, concretamente el Índice de Gestores de Compras (PMI) de mayo, parecieran haber tocado fondo, pero siguen revelando perspectivas de empeoramiento, con el PMI compuesto en 28,1 puntos, el manufacturero en 38,3 y el de servicios en 27,6, todos aún en el terreno de la contracción económica.

- Se ha revisado la estimación de crecimiento del PIB de Brasil a una caída del -8,9% en 2020.
- El gobierno activó un paquete de soporte fiscal equivalente al 5,6% del PIB.
- Se sigue previendo una reactivación en el segundo trimestre del año, pero será menor y más lenta a lo anticipado por la dificultad en controlar la pandemia y por los daños permanentes causados por esta.

Por otra parte, la inflación de mayo se situó en 1,9% y las expectativas indican que va a permanecer baja de cara a los próximos trimestres. Ante la emergencia económica, el 17 de junio, el Banco Central de Brasil bajó 75 puntos básicos el tipo de interés Selic hasta los 2,25%, en un momento en que la crisis del Covid-19 no está aún bajo control. Con la inflación en clara desaceleración y la reversión de flujos global aliviando relativamente la presión sobre el Real (véase el Recuadro 1.1.1-a), se prevé que el banco central pudiera llegar a implementar recortes adicionales.

El gobierno ha activado un presupuesto especial que asciende a 5,6% del PIB para luchar contra los efectos económicos de la pandemia. El aumento de gasto, junto con la caída del PIB, podrá situar el déficit fiscal en torno al 16%, y la deuda total del gobierno podrá llegar al 91% del PIB. La balanza por cuenta corriente se situaba en -2,6% en mayo, pero una moneda más débil y eventuales salidas de capitales forzarán seguramente la balanza por cuenta corriente a entrar en territorio positivo en el

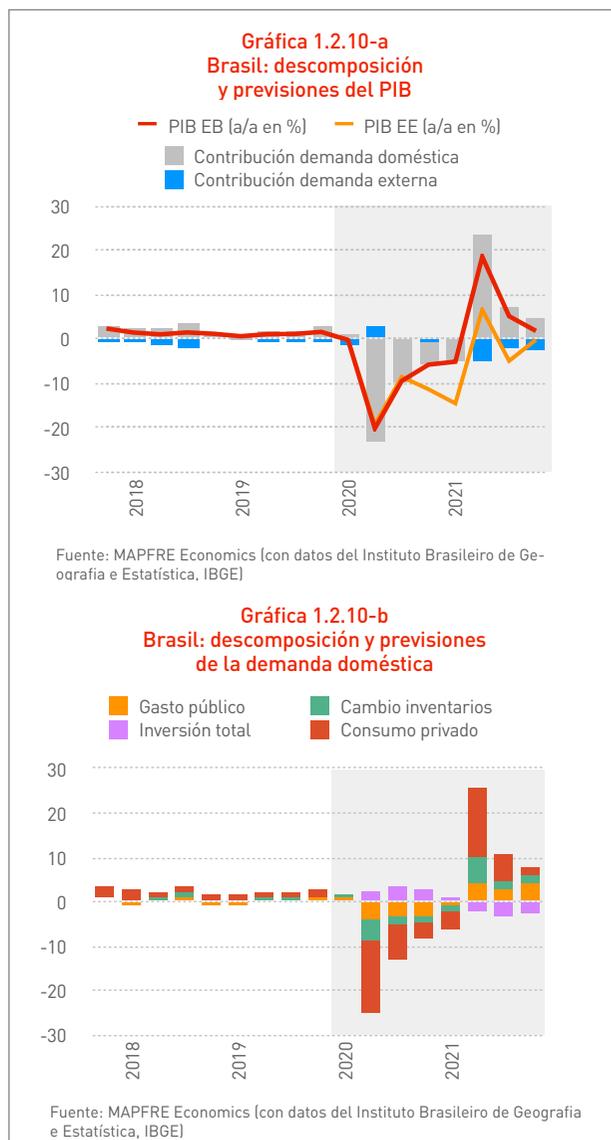


Tabla 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020(p)	2021(p)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	-3,6	-3,3	1,3	1,3	1,1	-8,9	5,1	-9,8	-3,2
Contribución de la demanda doméstica	-7,1	-5,2	1,7	2,1	1,7	-9,3	7,6	-11,1	-2,7
Contribución de la demanda externa	3,6	1,9	-0,4	-0,8	-0,6	0,4	-2,5	1,3	-0,5
Contribución del consumo privado	-2,2	-2,6	1,3	1,4	1,3	-7,2	4,9	-8,8	-2,8
Contribución de la inversión total	-2,9	-2,3	-0,4	0,6	0,4	-1,7	2,1	-1,9	-0,6
Contribución del gasto público	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,1	2,1	-1,9	2,1	-1,9
Consumo privado (% a/a, media)	-3,2	-3,8	2,0	2,1	1,8	-10,3	7,2	-12,6	-3,9
Consumo público (% a/a, media)	-1,4	0,2	-0,7	0,4	-0,4	12,2	-8,0	12,2	-8,0
Inversión total (% a/a, media)	-14,0	-11,9	-2,5	3,9	2,3	-9,9	13,6	-11,1	-2,9
Exportaciones (a/a en %)	6,9	1,0	5,3	3,3	-2,4	-4,2	3,1	-4,8	-5,5
Importaciones (a/a en %)	-14,1	-9,7	7,3	7,6	1,2	-13,0	14,8	-14,7	3,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	8,9	12,0	11,8	11,6	11,0	13,4	10,9	14,6	16,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	10,7	6,3	2,9	3,7	4,3	1,2	3,1	1,7	0,1
Balance fiscal (% PIB)	-10,2	-9,0	-7,8	-7,1	-5,9	-15,4	-8,3	-16,0	-11,2
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,9	-2,5	-1,7	-1,6	-0,9	-10,1	-3,8	-10,5	-6,7
Balance comercial (% PIB)	1,0	2,5	3,1	2,8	2,2	2,6	1,8	2,8	1,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,0	-1,3	-0,7	-2,2	-2,7	-0,9	-2,5	-0,8	-3,7
Tipo de interés oficial (final período)	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	1,50	3,00	0,55	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	14,15	13,65	6,90	6,40	4,40	1,40	2,90	1,44	2,85
Tipo de interés a 10 años (final período)	16,10	11,36	10,24	9,28	6,86	6,23	6,50	9,18	7,82
Tipo de cambio vs USD (fin período)	3,90	3,26	3,31	3,87	4,03	4,88	4,44	5,06	4,51
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	4,25	3,43	3,97	4,44	4,53	5,51	5,06	5,74	5,15
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	10,2	4,4	4,7	7,0	10,8	10,7	14,6	10,6	8,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	18,5	17,2	17,4	16,1	15,8	23,6	21,3	24,6	25,5

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

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

segundo trimestre, con las exportaciones al alza y las importaciones a la baja.

A nivel de riesgos para la economía brasileña, el de inestabilidad política es alto, con la falta de consensos entre el presidente, los gobernadores de los estados y otros políticos en cuanto a cómo afrontar la pandemia. El riesgo de descontrol de la pandemia también es elevado, ya que aún se sitúa en la curva ascendente de contagios. Cuando termine esta situación de excepcionalidad, Brasil deberá retomar la agenda de reformas estructurales aún pendientes.

1.2.11 Argentina

Pendiente un acuerdo de reestructuración de la deuda

Argentina es, con diferencia, el país del mundo donde el confinamiento ha sido más restrictivo y duradero, arrasando toda expectativa de recuperación en un horizonte mayor. El dato del primer trimestre fue de una caída del -11,5% a/a y, aunque aún no hay datos para el segundo trimestre, las medidas extremas de confinamiento, la escasez de liquidez en dólares y la incertidumbre aseguran una fuerte contracción.

- Se ha revisado la expectativa de crecimiento de la economía argentina en 2020 al -9,5%.
- La moneda argentina pierde el nivel de los 69 ARS/USD.
- El perdón de deuda situará la recuperación del valor de los bonos entre el 45% y el 55%.

Las perspectivas para la economía argentina son sombrías, ya que la economía se enfrenta a un débil punto de partida, con niveles de actividad que igualarán los de 2010 y una mayor incertidumbre interna a la luz de

las negociaciones sobre la deuda. Con una reapertura de la actividad más lenta la economía se verá aún más afectadas, mientras que las restricciones fiscales debido a su situación de impago de deuda soberana limitan una posible respuesta de soporte económico gubernamental. Por ello, hemos revisado a la baja nuestra estimación para el PIB de 2020 al -9,5%, ante la mayor profundidad y duración de la crisis (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

Las dificultades de financiación externa y la caída de las reservas se manifestarán en la balanza de cuenta corriente, la cual podrá reflejar un ajuste severo y entrar en territorio positivo ya en el segundo trimestre del año. Esto, sin embargo, no suavizará el deterioro del tipo de cambio, ahora influido por las dificultades de financiación. El tipo de interés de referencia del Banco Central (LELIQ a 7 días) se ha estabilizado en 38% (tipo real en negativo -1%), lo que difícilmente daría margen para nuevas bajadas. Además, los tipos oficiales deberán mantenerse en estos niveles para no afectar negativamente al tipo de cambio.

Con la base monetaria (M2) siendo del doble respecto al año anterior (crecimiento del 100%), las restricciones en el acceso al mercado oficial de dólares por el nivel bajo de reservas y el recurso a los mercados paralelos de dólares (que posiblemente encarezcan las importaciones), la inflación tenderá a permanecer elevada. En mayo, esta se situaba en 39,2%, agravada por la continua depreciación de la moneda que superó el nivel de 69 ARS/USD en junio. Se prevé que la inflación estará en torno al 41% para finales de año. Con los mercados exteriores de bonos cerrados, una financiación del Tesoro por parte del Banco Central parece ser la principal alternativa.

Argentina está oficialmente en situación de impago tras el vencimiento del período de gracia de los cupones, lo que ha provocado un incumplimiento cruzado de todos los bonos de ley extranjera por 66.000 millones de dólares. El gobierno está trabajando en la oferta final a los bonistas, pero alertó que el margen de mejora es limitado. Queda por ver si la nueva

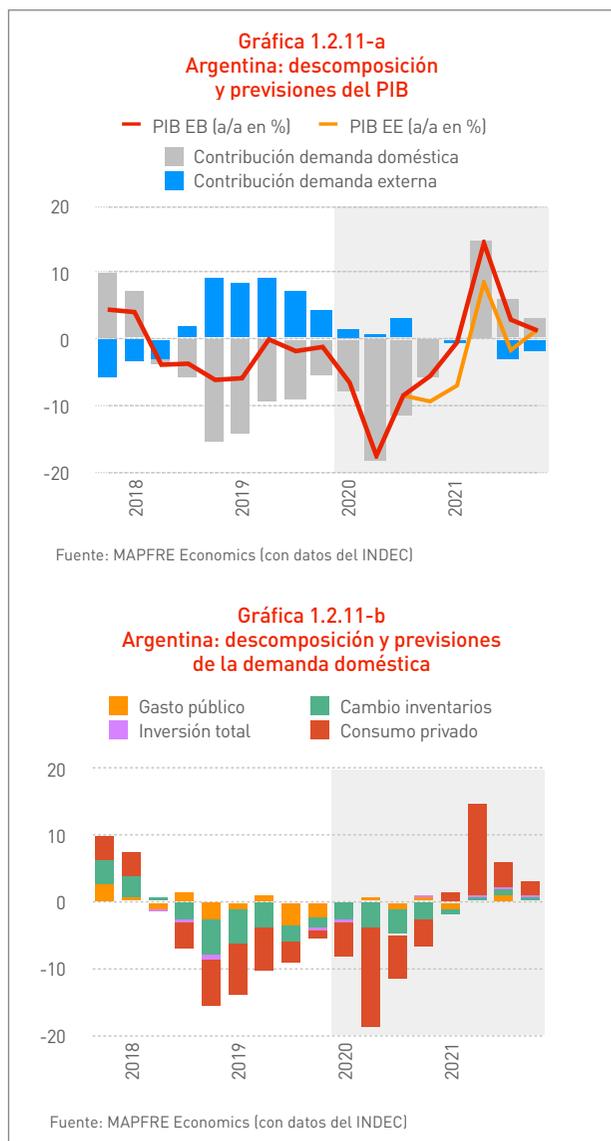


Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	2,7	-2,0	2,7	-2,4	-2,2	-9,5	4,6	-10,4	0,4
Contribución de la demanda doméstica	4,4	-1,6	6,4	-3,6	-9,5	-10,8	5,9	-11,9	-2,8
Contribución de la demanda externa	-1,7	-0,4	-3,7	1,3	7,3	1,3	-1,3	1,5	3,2
Contribución del consumo privado	2,5	-0,5	2,9	-1,7	-4,7	-7,8	5,3	-8,8	-1,3
Contribución de la inversión total	0,7	-1,1	2,3	-1,1	-3,1	-3,2	0,2	-3,3	-1,9
Contribución del gasto público	0,9	-0,1	0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,0	0,3
Consumo privado (% a/a, media)	3,7	-0,7	4,0	-2,5	-6,1	-11,0	7,8	-12,4	-1,6
Consumo público (% a/a, media)	6,9	-0,5	2,7	-3,2	-1,5	-0,0	2,3	-0,0	2,3
Inversión total (% a/a, media)	3,4	-5,7	12,0	-4,5	-15,5	-18,4	1,5	-19,1	-12,4
Exportaciones (a/a en %)	-2,8	6,0	1,7	-0,4	9,5	-12,3	14,9	-12,8	8,6
Importaciones (a/a en %)	4,9	6,1	15,3	-3,8	-18,2	-20,7	11,3	-21,8	-1,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,0	7,6	7,2	9,1	8,9	9,8	8,7	10,4	11,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	26,0	37,5	23,3	47,4	52,2	40,5	30,1	40,4	26,1
Balance fiscal (% PIB)	-5,9	-5,8	-5,9	-5,0	-3,8	-6,9	-4,1	-7,1	-5,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-3,9	-4,2	-3,8	-2,3	-0,4	-3,7	-0,7	-3,9	-2,6
Balance comercial (% PIB)	-0,1	0,8	-0,8	-0,1	4,0	5,2	5,8	5,3	5,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,7	-2,7	-4,9	-5,0	-0,8	0,3	0,2	0,2	-1,6
Tipo de interés oficial (final período)	33,00	24,75	28,75	59,25	55,00	30,00	22,26	29,99	17,20
Tipo de interés a 3 meses (final período)	23,50	26,23	27,44	56,76	45,13	25,00	20,03	25,17	14,82
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,65	7,00	5,91	10,86	19,36	8,17	7,13	16,33	14,44
Tipo de cambio vs USD (fin período)	13,04	15,89	18,65	37,70	59,89	79,93	101,68	86,01	104,71
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	14,20	16,75	22,37	43,17	67,28	90,32	115,92	97,17	119,53
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: 7 julio 2020.

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

propuesta cerrará la brecha con la mayoría de los tenedores de bonos que están presionando por una recuperación en el rango de 53%-55% frente a la propuesta inicial del gobierno de 45%. La diferencia entre las partes parece pequeña, pero, en última instancia, se reduce a una decisión política del presidente Alberto Fernández, quien ha expresado en repetidas ocasiones su voluntad de llegar a una resolución rápida pero que permita hacer la deuda sostenible. Fernández necesitaría lograr el 85% de aceptación a las CAC's (Cláusulas de Acción Colectiva – Agrupación de los tenedores de Bonos) en los bonos K (emitidos en la época de Kirchner), y el 66 % en los bonos M (época de M. Macri); en caso contrario, el diferendo terminaría en los tribunales de Nueva York.

1.2.12 China

Cautela en la reanudación de la actividad económica

El ciclo epidemiológico de China comenzó antes a nivel global y habiendo superado el cenit de la pandemia al inicio del primer trimestre del año ha servido de guía sobre la forma que tendrá la nueva normalidad y la recuperación de la actividad económica. La variación interanual del PIB en el primer trimestre del año fue del -6,8% a/a, con una contracción en todas las partidas, que ahora parece estar deshaciéndose, aunque de manera muy gradual. Mientras que el *shock* de oferta parece haber remitido, la atonía de la demanda se aprecia más resistente. La producción industrial crece al

- **Se prevé un crecimiento de la economía china algo más optimista en el segundo trimestre por la rápida vuelta a la actividad.**
- **El paquete de apoyo fiscal del gobierno asciende a 8,4% del PIB; si se incluyen las partidas extrapresupuestarias, el apoyo asciende al 15,1% del PIB.**
- **La masa monetaria (M2) crece al 11%, contra el 8,5% de los últimos años.**

4,4% a/a en mayo, pero la demanda tiene una trayectoria de recuperación más lenta (ventas al por menor en mayo -2,8% y en abril -7,5%).

Hemos revisado la estimación de crecimiento del PIB de 2020 en nuestro escenario central al 0,8%, desde el -0,6% de nuestra previsión anterior, en base a una recuperación de la actividad más rápida de lo anticipado, aunque persisten incertidumbres sobre consumo e inversión (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

La balanza por cuenta corriente volvió a entrar en negativo en el primer trimestre de este año (-1,3% del PIB), por la elevada caída de la contribución de la exportación de bienes. Dada la diferencia de momento cíclico, la composición de balanza de pagos y el tamaño en los ejercicios monetarios entre China y Estados Unidos creemos que el yuan se estabilizará en el entorno de 7,15 CNY/USD a lo largo de 2020, antes de iniciar su apreciación a lo largo de los próximos años. No obstante, persiste el riesgo de que una re-escalada de las tensiones entre China y los Estados Unidos desencadene preocupaciones geopolíticas y paltee riesgos de mayor depreciación.

Del lado de la política fiscal, el gobierno chino ha hecho hincapié en que el apoyo al empleo es la principal prioridad este año, dejando atrás el objetivo de estabilizar la economía del 2019. Para paliar los efectos del Covid-19, se anunció un paquete fiscal equivalente a 8,4% del PIB en 2020, centrado en el apoyo a la inversión en infraestructura y al sector empresarial. Si se incluyen las partidas extrapresupuestarias, el déficit fiscal de este año se acerca al 15,1% del PIB, con un impulso fiscal del 3,2% del PIB. El paquete fiscal incluye, además, la emisión de deuda local y nacional para paliar la emergencia del Covid-19 por un valor superior al 4% del PIB.

En cuanto a la política monetaria, las autoridades subrayaron que el crecimiento de la masa monetaria (M2) y la Financiación Social Total (TSF, volumen total de fondos provisto por el sector financiero al sector privado)

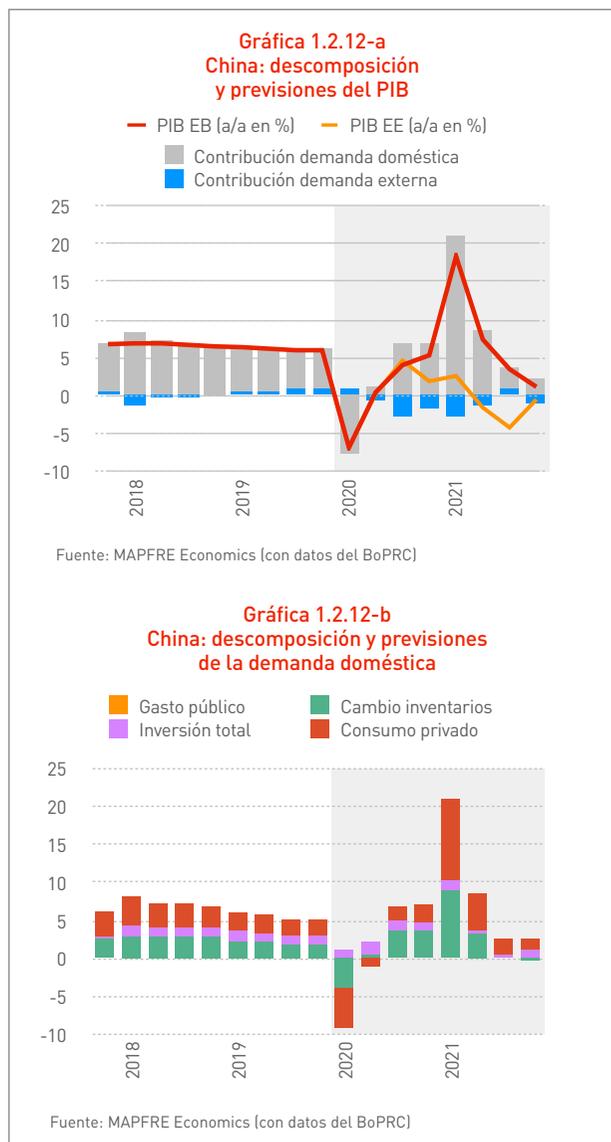


Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020(p)	2021(p)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	7,0	6,9	6,9	6,8	6,2	0,8	7,6	0,0	-0,9
Contribución de la demanda doméstica	6,4	7,7	6,6	7,2	5,4	1,8	8,6	0,3	-2,6
Contribución de la demanda externa	0,6	-0,8	0,3	-0,5	0,8	-1,0	-1,0	-0,2	1,7
Contribución del consumo privado	3,2	3,3	3,6	3,2	2,4	-0,5	4,8	-1,5	-0,4
Contribución de la inversión total	4,4	3,2	2,6	3,0	2,1	0,9	3,0	0,3	-2,9
Contribución del gasto público	1,6	1,2	0,3	1,1	1,1	1,3	0,7	1,3	0,7
Consumo privado (% a/a, media)	8,6	8,7	9,4	8,2	5,9	-0,9	12,1	-3,6	-1,1
Consumo público (% a/a, media)	11,3	7,9	1,8	7,7	7,7	8,7	4,6	8,7	4,1
Inversión total (% a/a, media)	10,1	7,0	5,8	6,6	4,7	1,9	6,9	0,7	-6,5
Exportaciones (a/a en %)	0,4	1,9	6,9	4,4	2,5	-7,1	8,7	-13,1	-1,3
Importaciones (a/a en %)	0,4	3,3	8,2	6,7	-0,7	-7,0	8,4	-11,2	-7,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,1	4,0	3,9	3,8	3,6	3,7	3,7	4,2	4,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,5	2,2	1,8	2,2	4,3	1,0	2,4	0,8	-2,9
Balance fiscal (% PIB)	-3,4	-3,8	-3,7	-4,1	-4,9	-6,7	-4,4	-6,9	-5,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,7	-3,2	-3,1	-3,5	-4,3	-6,0	-3,6	-6,1	-4,4
Balance comercial (% PIB)	5,3	4,4	3,9	2,8	3,0	3,0	3,3	2,6	3,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,8	1,8	1,6	0,2	1,0	1,5	1,5	1,1	2,2
Tipo de interés oficial (final período)	2,32	2,59	3,09	3,07	2,81	1,50	2,71	0,80	0,76
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,05	4,25	5,53	3,70	3,20	1,81	2,91	1,10	0,91
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,82	3,05	3,91	3,26	3,15	2,81	3,32	3,13	3,60
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,49	6,94	6,51	6,88	6,99	7,10	6,95	7,21	6,99
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	7,07	7,32	7,80	7,87	7,85	8,03	7,92	8,17	7,98
Crédito privado (% a/a, media)	14,8	13,3	10,5	12,0	12,7	13,3	9,6	12,9	3,5
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	40,6	39,3	38,7	37,9	38,2	39,4	38,2	40,2	44,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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

debería ser significativamente mayores que el año pasado, con una combinación de instrumentos de política que incluyan la reducción del ratio de reservas de los bancos (RRR), reducción de los tipos de interés y la concesión de nuevos préstamos. La masa monetaria está creciendo en los últimos meses al 11,1%, un impulso significativo respecto a los 8,5% de media en los últimos dos años. En cuanto a los tipos de interés, el banco central (PBOC) ha bajado en junio la tasa del Tipo Principal de Préstamos (*Loan Prime Rate*).

1.2.13 Indonesia

Los flujos de capitales y la moneda se han estabilizado, pero la caída económica se alargará al segundo semestre.

La economía indonesia está en desaceleración. En el primer trimestre del año creció un 3,0%, cuando la crisis sanitaria en el país todavía estaba en sus inicios, con las exportaciones estancadas y unas importaciones en contracción (-2,2% a/a). La demanda privada y el gasto gubernamental son las partidas que habían estado sosteniendo el crecimiento en el primer trimestre. El consumo privado y la inversión deberán caer visiblemente principalmente en el segundo trimestre, con una recuperación lenta en la segunda mitad del año.

- Se ha revisado a la baja la previsión de crecimiento del PIB de Indonesia al -0,4% en 2020.
- Los flujos de salida capitales de febrero-marzo se han moderado y han sido compensados por inversión interna.
- La moneda, después de la caída en el primer trimestre, se ha recuperado y estabilizado en el nivel de los 14.000 IDR/USD.

Hemos revisado de manera significativa la previsión de crecimiento en 2020 hasta -0,4% (desde 0% de nuestra previsión anterior), en virtud de la

previsión de una caída más profunda en el segundo trimestre, la cual se alargaría a la segunda mitad del año. El crecimiento deberá volver hacia 2021, con una recuperación por la dinámica de esta economía, pero la trayectoria se verá mermada por algunos daños que son más duraderos (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

Por otra parte, la inflación de mayo había bajado al 2,2%, desde los 3,0% en marzo, en un contexto de desaceleración económica, la cual dará espacio al banco central para seguir bajando tipos de interés. En este sentido, el Banco Central de Indonesia bajo tipos 3 veces hasta julio (acumulando -75 puntos básicos de recorte hasta el 4.25%) para sostener la actividad. Estabilizado el tipo de cambio, y con la actual reversión de flujos, se prevé que el banco central encontrará espacio suficiente para bajar tipos hasta 4% en lo que resta del año.

1.2.14 Filipinas

Severidad económica y confinamiento reforzado

La economía filipina se contrajo en el primer trimestre del año un -5,1% t/t (-0,2% a/a), lo que ha resultado ligeramente más negativo de lo esperado, en un entorno cambiante y dependiente de la duración medidas de contención provocadas por la crisis sanitaria. Nuestra previsión para el 2020 sitúa el crecimiento de la economía filipina en torno al -3,8%, entrando en recesión en el segundo trimestre del año. La recuperación también será más suave, a medida que se va hacien-

- El confinamiento en Luzón (región que representa el 74% de la economía filipina) ha deprimido la actividad durante la primera mitad de año.
- Se prevé una contracción del PIB cercana al -3.8% en 2020.
- El banco central redujo en 50 puntos básicos adicionales los tipos de interés en abril hasta el 2,75% y aún tiene margen para mayores ajustes.

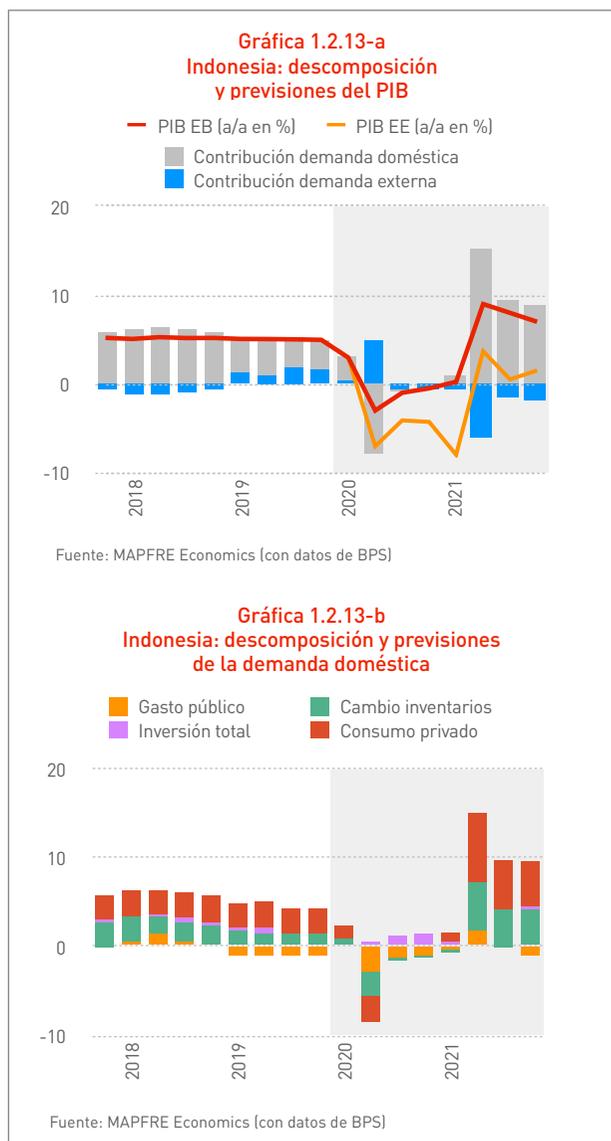


Tabla 1.2.13
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	4,9	5,0	5,1	5,2	5,0	-0,4	6,1	-3,1	-0,6
Contribución de la demanda doméstica	3,9	4,9	4,8	6,1	3,6	-1,4	8,5	-2,9	-0,6
Contribución de la demanda externa	0,9	0,1	0,3	-0,9	1,4	1,0	-2,5	-0,2	0,0
Contribución del consumo privado	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	-0,4	4,7	-1,4	0,5
Contribución de la inversión total	1,6	1,5	2,0	2,2	1,5	-0,7	3,3	-1,5	-1,6
Contribución del gasto público	0,5	-0,0	0,2	0,4	0,3	0,9	0,3	0,9	0,2
Consumo privado (% a/a, media)	4,8	5,0	5,0	5,1	5,2	-0,8	8,7	-2,6	0,8
Consumo público (% a/a, media)	4,9	0,7	2,0	4,7	3,7	10,5	4,0	10,5	2,1
Inversión total (% a/a, media)	5,0	4,5	6,1	6,7	4,5	-2,1	10,5	-4,5	-4,9
Exportaciones (a/a en %)	-2,1	-1,6	9,0	6,6	-0,9	-8,4	5,2	-11,3	-2,8
Importaciones (a/a en %)	-6,2	-2,4	8,1	12,1	-7,7	-9,5	14,6	-11,5	-3,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,8	5,5	5,3	5,2	5,1	6,8	4,7	7,6	8,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,8	3,3	3,5	3,3	2,7	1,8	3,9	2,6	1,1
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-2,5	-2,6	-1,7	-2,2	-7,3	-4,2	-7,7	-6,3
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	1,6	1,6	1,9	-0,0	0,3	1,0	0,1	1,2	2,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,0	-1,8	-1,6	-2,9	-2,7	-2,60	-3,00	-2,63	-1,47
Tipo de interés oficial (final período)	6,25	4,75	4,25	6,00	5,00	4,33	5,30	3,22	1,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	8,86	7,46	5,48	7,70	5,51	4,60	6,72	4,91	3,91
Tipo de interés a 10 años (final período)	8,81	7,85	6,30	7,90	7,05	7,19	7,99	8,60	7,89
Tipo de cambio vs USD (fin período)	13.836	13.525	13.484	14.380	13.883	14.308	13.604	15.276	14.259
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	15.063	14.257	16.171	16.465	15.596	16.132	15.413	17.326	16.283
Crédito privado (% a/a, media)	10,6	7,8	8,2	10,8	8,8	3,5	11,8	3,1	8,1
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	32,0	10,1	15,1	5,6	-3,0	3,1	10,8	1,7	3,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	17,0	17,0	17,0	17,1	17,0	17,1	15,6	17,4	16,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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

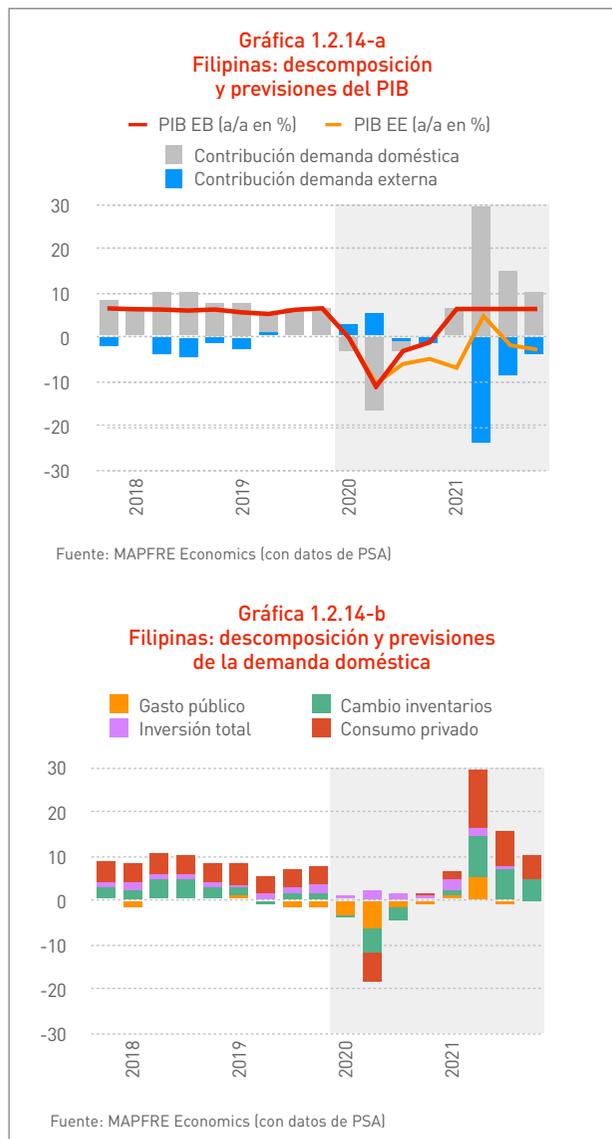
Tabla 1.2.14

Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2020(p)	2021(p)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	6,3	7,2	6,9	6,3	6,0	-3,8	6,5	-5,2	-1,5
Contribución de la demanda doméstica	8,3	10,9	7,8	8,6	6,1	-5,3	15,5	-6,2	-1,2
Contribución de la demanda externa	-2,0	-3,8	-0,9	-2,3	-0,1	1,6	-9,0	1,0	-0,3
Contribución del consumo privado	4,7	5,3	4,4	4,2	4,3	-1,5	7,2	-3,9	-3,1
Contribución de la inversión total	2,8	4,6	2,6	3,3	1,1	-2,3	5,4	-3,3	2,2
Contribución del gasto público	0,9	1,0	0,7	1,5	1,1	1,5	1,4	1,5	1,4
Consumo privado (% a/a, media)	6,4	7,2	5,9	5,8	5,9	-2,2	10,0	-5,4	-4,2
Consumo público (% a/a, media)	8,7	9,1	6,7	13,5	9,8	11,5	9,3	11,5	9,3
Inversión total (% a/a, media)	13,5	21,1	10,6	12,9	4,1	-8,5	21,5	-12,0	9,1
Exportaciones (a/a en %)	10,0	9,2	17,4	11,9	2,4	-12,1	21,3	-11,4	10,2
Importaciones (a/a en %)	15,0	18,9	15,1	14,6	2,0	-10,6	21,8	-10,6	8,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,6	4,7	5,0	5,1	4,5	10,2	6,6	10,6	7,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,3	2,0	3,0	5,9	1,5	1,4	3,5	0,6	-2,9
Balance fiscal (% PIB)	-0,9	-2,3	-2,1	-3,1	-3,4	-7,4	-4,3	-8,0	-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)	-7,6	-11,2	-12,2	-14,7	-12,3	-11,5	-12,7	-10,6	-10,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,4	-0,4	-0,7	-2,5	-0,1	-0,1	-1,9	1,1	1,1
Tipo de interés oficial (final período)	4,00	3,00	3,00	4,75	4,00	3,00	2,19	1,25	0,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,03	2,50	3,22	5,03	3,97	2,63	2,87	1,69	0,44
Tipo de interés a 10 años (final período)	4,10	4,63	5,70	7,05	4,44	3,16	2,77	6,23	4,36
Tipo de cambio vs USD (fin período)	47,17	49,81	49,92	52,72	50,74	50,68	49,86	52,54	50,74
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	51,35	52,51	59,87	60,37	57,01	57,14	56,49	59,47	57,94
Crédito privado (% a/a, media)	12,8	15,3	17,6	16,8	9,5	7,2	13,3	6,2	10,4
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,9	8,5	9,4	10,3	6,9	-3,2	15,8	-3,4	1,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	9,3	9,3	9,7	9,3	8,4	10,7	9,1	11,9	17,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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



do evidente que la vuelta a la normalidad va a ser gradual, tanto por las exigencias sanitarias y la aversión al riesgo de los consumidores, como por las interrupciones de los flujos de remesas. Para 2021, se espera una recuperación fuerte, principalmente por el efecto de base, pero creemos que debido a la debilidad del sector externo y las incertidumbres en el sector del turismo la actividad no volverá a los niveles previos a la crisis sino hasta 2022 (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

Por otra parte, la inflación de mayo se situó en 2,1%, un nivel moderado que permitirá al banco central seguir ajustando la política monetaria en apoyo de la economía. El Banco Central de Filipinas ha bajado en abril los tipos de interés oficiales (*Overnight Repo*) en 50 puntos básicos

adicionales, situándolos en 2,75%, y se espera un recorte adicional de 25 puntos básicos antes de que termine el año.

El paquete activado por el gobierno filipino para apoyo de la economía asciende a 3,4% del PIB, uno de los más bajos de la zona asiática. Es esperable que este paquete pueda ser revisado a 5-6% del PIB, tal y como, en determinado momento, lo ha dado a entender el Secretario de Estado de Finanzas.

2. Panorama sectorial

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

2.1.1 Mercados globales

La economía global continúa sumida en una situación sin precedentes. Por una parte, los países desarrollados han conseguido, en mayor o menor medida, controlar el desarrollo de la pandemia tras aplicar medidas de alejamiento y confinamiento de la población. Estas medidas, sin embargo, han comenzado a relajarse, centrándose ahora en medidas selectivas con el fin de evitar la expansión de los nuevos brotes que vayan surgiendo y, al mismo tiempo, tratar de minimizar los efectos sobre el funcionamiento de la economía. Y, por la otra, buena parte de los países emergentes todavía se encuentran en una fase aguda de la pandemia, con los sistemas sanitarios más débiles, y con una gobernanza que reduce la efectividad de las medidas de confinamiento.

Desde el punto de vista de la política monetaria, los bancos centrales a nivel global están ampliando las medidas de expansión a través de reducciones de los tipos de interés y de programas de adquisición de bonos tanto soberanos como corporativos con el fin de estabilizar los mercados financieros. A esto se están sumando importantes paquetes de medidas fiscales de apoyo, que tampoco tienen precedentes, lo que está incrementando sustancialmente los déficits fiscales y el nivel de deuda.

Todas estas disposiciones, en la medida que tengan efecto sobre la economía real, resultarán de gran ayuda al sector asegurador que depende en buen grado del adecuado funcionamiento de los mercados financieros y cuyo negocio se encuentra muy ligado al comportamiento económico. No obstante, a pesar de la aplicación de estas medidas, se anticipa una abrupta caída en el PIB global en el año 2020, que podría oscilar en un rango entre el -4,9% y el -5,7% frente al crecimiento de 2019, del 2,9% (3,6% en 2018), por lo que se espera una acusada caída del negocio asegurador en línea con el comportamiento económico.

En los siguientes apartados de esta sección del informe se ha ampliado el análisis iniciado en la versión anterior de este informe, respecto a las crisis económicas vividas en las últimas décadas (desde 1980) por cada uno de los mercados objeto de análisis, con el fin de determinar cuáles fueron las consecuencias sobre el sector asegurador, tanto en el negocio total como en los segmentos de No Vida y de Vida, considerados de forma separada (véase un análisis complementario en el Recuadro 2.1.1).

El análisis confirma que, en general, pueden anticiparse fuertes caídas en las primas del negocio asegurador a nivel agregado. En el negocio de Vida, se aprecia la influencia de las medidas de política monetaria, que en los casos en que fueron restrictivas ayudaron a suavizar las caídas en esta línea de negocio; en esta ocasión, sin embargo, el sesgo de las políticas monetarias adoptadas está siendo acomodaticio, lo que producirá un

Recuadro 2.1.1
Pandemias, crisis económicas y desempeño del sector asegurador

Marco de referencia para el análisis

La actual coyuntura plantea un desafío en la elaboración de previsiones respecto al desempeño del sector asegurador. La respuesta sanitaria global (que ha implicado la aplicación de diversas medidas de supresión de la actividad económica) ha inducido una crisis sin precedentes, con elementos de diversa naturaleza, tanto reales como financieros. En síntesis, se trata de un fenómeno caracterizado por:

- (i) un *shock de oferta* derivado de la disrupción de las cadenas de valor,
- (ii) un *shock de demanda* como resultado de las medias de confinamiento y supresión,
- (iii) un fuerte proceso de *aversión al riesgo*, y
- (iv) un *deterioro de las expectativas a largo plazo* a raíz de la incertidumbre del desarrollo biológico de la pandemia.

Para el caso de la actividad aseguradora, a esta situación se une la incertidumbre propia del efecto biológico de la enfermedad con la fuerte contracción de la actividad y su relación no lineal con la demanda aseguradora al tratarse de un bien (un servicio) de naturaleza compleja. Por una parte, la demanda aseguradora representa, en una parte, el *consumo* de bienes (en ocasiones “complementarios” a la demanda de otros bienes, como autos, residencial, etc.) y, de otra, un *consumo* cuasi obligatorio o de demanda inelástica, como el seguro de salud o el seguro obligatorio de autos (seguros No Vida). Y por la otra, la demanda aseguradora es también *ahorro* y, por lo tanto, susceptible a un estrés de liquidez que pueda generar una crisis económica (seguros de Vida).

Con el propósito de intentar arrojar algo de luz sobre el posible efecto de la crisis actual sobre la demanda aseguradora, se ha realizado el ejercicio de contraponer el crecimiento de las primas globales contra las crisis sanitarias más relevantes a escala global y contra las crisis económicas de mayor calado. De esta forma, las *crisis epidémicas* consideradas en el análisis fueron las siguientes:

- 2002-2003: síndrome respiratorio agudo severo (SARS-CoV), que produjo 8.422 casos y 916 defunciones.
- 2009-2010: pandemia de gripe A-H1N1, que cobró la vida de entre 150.000 a 575.000 personas en el mundo.
- 2012-2015: síndrome respiratorio de Oriente Medio (MERS-CoV), con un total de 2.468 infectados y 851 fallecidos (hasta 30 septiembre 2019).
- 2014-2016: epidemia de Ébola, con 28.646 infectados y 11.323 fallecidos.
- 2014: virus del Zika, con alrededor de 4.030 muertos.
- 2020 - : (conceptualmente) pandemia de Covid-19 (SARS-CoV-2), con 12 millones de casos y 575 mil fallecidos (al 13 julio de 2020).

Por su parte, las *crisis económicas* de escala regional consideradas en el análisis fueron:

- 1999-2000: crisis económica que siguió a la burbuja “DotCom”.
- 2007-2009: crisis del mercado hipotecario global, señalada con Lehman, [“Gran recesión”].

Recuadro 2.1.1 (continuación)
Pandemias, crisis económicas y desempeño del sector asegurador

- 2011-2013: crisis soberano financiera europea, señalada con las tensiones soberanas de la periferia europea.
- 2020 - : (conceptualmente) la crisis económica producida por la pandemia del Covid-19 ("Gran reclusión").

En el ejercicio visual, que comprende el período que va de 1998 a 2018, se contraponen el crecimiento nominal de las primas de seguros Vida y No Vida registradas en diferentes regiones del mundo, agrupadas por proximidad geográfica y económica, Global, Eurozona, Resto Europa Desarrollada, Europa Emergente, MENA, Norte América, Centro América, Países Andinos, Mercosur (donde cada región está expresada por los valores medianos e intercuartílicos de los países que la integran, a fin de capturar el espectro más relevante de cada conjunto de países); contra tres crisis sanitarias (SARS-CoV 2002-2003; Gripe A-H1N1 2009-2010; la agrupación sanitaria de MERS-Ébola-Zika 2013-2015), y contra tres crisis económicas de calado regional (Crisis "DotCom" 2000-2001; Gran recesión 2007-2009; Eurocrisis 2011-2013).

La regla heurística para determinar que un shock económico o sanitario ha tenido un impacto regional/global, consiste en comprobar que la mediana regional de las tasas de crecimiento del PIB real y/o de las primas nominales sufren una contracción (en el caso de las primas, esta es una contracción nominal, pero dado que los precios de las primas no cambian con rapidez se puede también atribuir la contracción a variaciones de la demanda, no del precio).

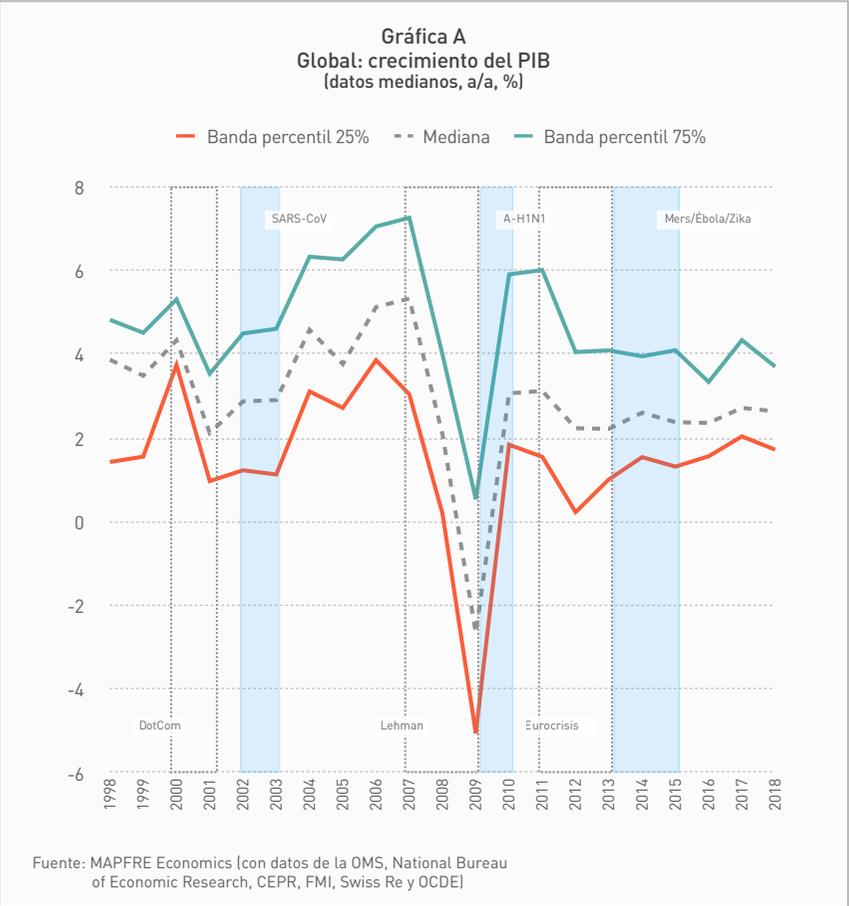
Crisis económicas y epidémicas: efecto sobre las primas de seguros

Tras realizar el ejercicio, al revisar la dinámica del crecimiento del PIB real se comprueba que:

- La crisis de Lehman es la única que produce una contracción global en la mediana del crecimiento global, el cual pasa de 2% en 2007 a -2,7% en 2009 (véase la Gráfica A).
- La crisis soberano financiera generada en la periferia europea en 2011 alcanza su cenit en 2013 y enlaza una eventual recuperación de la región (tras la crisis de Lehman), durante la cual se pasa de crecer en el entorno del 1,5% a cifras cercanas a 0% en general (pero visiblemente por debajo de este en el conjunto de la periferia; -2,5% en mediana).
- La crisis "DotCom" de Estados Unidos no se tradujo en una contracción anual del PIB en ese país y su efecto regional no se percibe en la etapa 2000-2001.
- Excepcionalmente, puede mencionarse la crisis avistada en Sudamérica, en la que se reduce el crecimiento de la región desde aproximadamente el 4% en 1998 hasta el -8% en 2002; entorno protagonizado por la situación de *default* y el llamado "corralito" en Argentina.

Revisando el crecimiento de las primas nominales de los mercados de seguros No Vida y Vida a lo largo del periodo 1998-2018, se observan los siguientes hechos estilizados, que siguen el orden cronológico en el que se suceden las crisis económicas y las crisis epidémicas.

Recuadro 2.1.1 (continuación)
Pandemias, crisis económicas y desempeño del sector asegurador



Primas No Vida

Cabe señalar que, en general, las primas de seguros de No Vida, por sus características como un proxy de consumo, estadísticamente tienden a mostrar una alta correlación con el ciclo económico. De esta forma, del análisis realizado se desprende lo siguiente:

Eventos económicos

- La crisis “DotCom” originada en Estados Unidos no tuvo ningún efecto regional o global. Las primas No Vida durante el período 2000-2001 se mantuvieron con un crecimiento positivo y relativamente estable (véase la Gráfica B).
- La crisis global (Lehman) derivada del mercado hipotecario (2007-2009) sí tuvo efectos relevantes sobre las primas de seguros, que globalmente se desaceleraron aproximadamente 450 puntos básicos, desde 7,7% hasta el 2,5% en términos medianos. Gran parte de esta desaceleración tuvo que ver con la caída del consumo duradero (autos) y de la inversión residencial (hipotecario), cuyo aseguramiento es claramente complementario. Como gran parte del efecto se percibió en regiones de baja inflación (Eurozona, Japón, etc.), es interpretable que esta tuvo un carácter más real que nominal (a diferencia del caso anterior).
- Durante la crisis europea de 2011-2013 no se aprecia ninguna aceleración o desaceleración en el crecimiento nominal de las primas de seguros. Esta crisis tuvo un carácter profundamente regional dentro de la Eurozona. Por ello, si se analiza solamente a los países de la periferia europea, se aprecia una contracción de las primas que conduce su crecimiento nominal al -2% (Grecia -7%), toda vez que, además de la

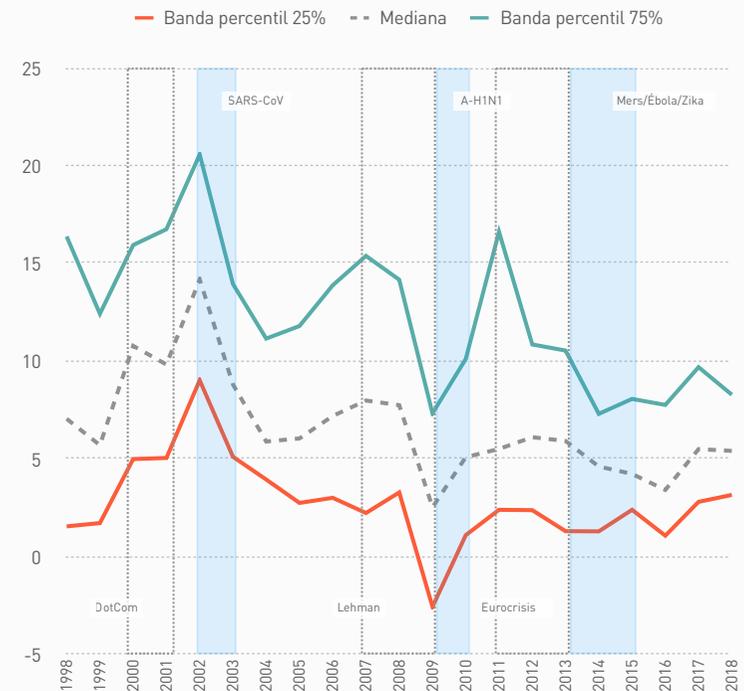
Recuadro 2.1.1 (continuación)
Pandemias, crisis económicas y desempeño del sector asegurador

fuerte contracción económica, la periferia experimentó su primera fase deflacionista de la historia.

Eventos sanitarios

- Durante la **epidemia SARS-CoV** globalmente se comprueba que las primas No Vida se desaceleraron aproximadamente 500 puntos básicos, pasando de 14% a 9%, pero no sufrieron una contracción, y la desaceleración más acusada tuvo más relación con la salida de la hiperinflación y crisis económicas puntuales en países de Asia Emergente y Latinoamérica. Es decir, la desaceleración tuvo un fuerte carácter nominal.
- Durante la **pandemia de la gripe aviar (A-H1N1) 2009-2010**, las primas de seguros No Vida aceleraron su crecimiento nominal en 250 puntos básicos a nivel global, pasando de 2,3% a 4,8%, en términos medianos. Por tamaño, el efecto sobre el crecimiento se produjo fundamentalmente en la Europa desarrollada (que se aceleró 200 puntos básicos), aunque donde el efecto fue realmente visible fue en Asia emergente, ya que la contracción fue de 500 puntos básicos hasta 12% durante la pandemia.
- Las sucesivas **crisis sanitarias registradas entre el año 2012 y 2015 (Mers/Ébola/Zika)** tuvieron un efecto neto mediano global despreciable. Pero esto fue el resultado de efectos contrapuestos entre los que destacaron el incremento en Asia Emergente de 700 puntos básicos, contra la reducción en el crecimiento de las primas en la Eurozona, Asia desarrollada y Europa desarrollada.

Gráfica B
Global: crecimiento de las primas nominales de No Vida
 (datos medianos, a/a, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la OMS, National Bureau of Economic Research, CEPR, FMI, Swiss Re y OCDE)

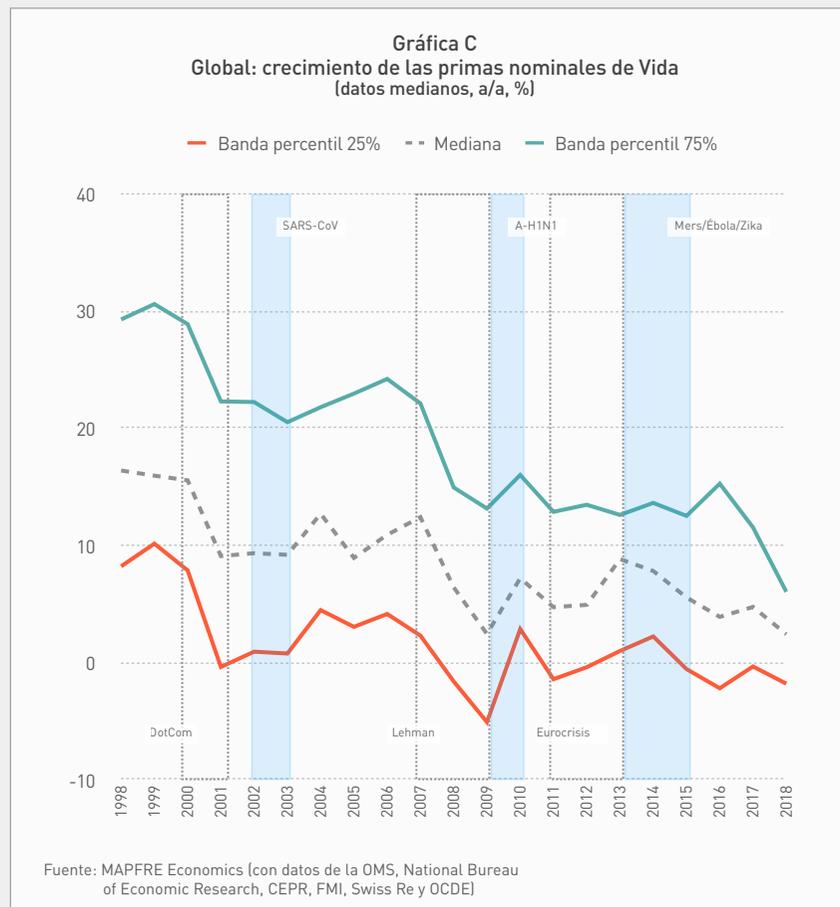
Recuadro 2.1.1 (continuación)
Pandemias, crisis económicas y desempeño del sector asegurador

Primas Vida

El seguro de Vida tiene la particularidad de componerse en una parte muy importante de ahorro y, como tal, las leyes que lo gobiernan son diferentes a la del seguro de No Vida, respondiendo al ciclo, a la renta, a la aversión al riesgo y a las necesidades de liquidez. Tras realizar el análisis respectivo, se comprueba que:

Eventos económicos

- La **crisis “DotCom”** coincide con una desaceleración de la prima mediana global de 500 puntos básicos, hasta 10%. Esta desaceleración se percibió sobre todo en la Eurozona, en la que la desaceleración es desde el 21% al 2% de crecimiento y, de manera muy relevante, en Estados Unidos en donde las primas pasaron de crecer al 14% a contraerse a un -6%. Las primas de Vida, como las provisiones y los *unit-linked*, tienen un fuerte componente financiero; la crisis que acontecía fue la corrección de la burbuja tecnológica con ampliaciones sobre la estabilidad de los mercados financieros y sobre la liquidez en Estados Unidos (véase la Gráfica C).
- La **crisis global (Lehman)** provoca a nivel global una desaceleración de las primas desde el 12% hasta el 2% en términos medianos. Este fue el resultado de dinámicas muy diversas. Mientras que la Eurozona apenas percibió cambios en el negocio de Vida, en los países sajones y en Norteamérica la desaceleración fue de más de 900 puntos básicos. En los mercados emergentes la reacción fue dispar, pero llama la atención la fuerte contracción sufrida en la Europa emergente (influida por la situación de los países del Visegrado), en donde las primas pasaron de crecer el 10% a contraerse un -9%.



Recuadro 2.1.1 (continuación)
Pandemias, crisis económicas y desempeño del sector asegurador

- La **crisis europea de 2011-2013** tuvo un carácter profundamente regional dentro de la Eurozona y, por ello, se aprecia una contracción de las primas de hasta el 6%. En el resto del mundo no hubo efectos.

Eventos sanitarios

- Durante la **epidemia SARS-CoV** globalmente se comprueba que las primas de los seguros de Vida no sufrieron cambios en términos globales, con la salvedad de Norteamérica, que se desaceleró desde una tasa de 8% hasta 0% a lo largo del proceso. Sudamérica, sin embargo, vio las primas de Vida crecer fuertemente en términos nominales, pero dado que la economía se encontraba en contracción, atribuimos esto a los efectos nominales de la inflación que imperaba entonces.
- Durante la **pandemia de la gripe aviar (A-H1N1) de 2009-2010**, a nivel global las primas medianas de Vida se aceleraron desde 2,5% hasta 7,5%. De entre estos, la dinámica de la Eurozona y de Estados Unidos fue de aceleración, pero la de otros países desarrollados, Asia desarrollada y Europa emergente, pasaron de un entorno de contracción post Lehman (-10% en algunos casos) a un crecimiento superior al 10%. Hay que señalar que la reactivación económica post Lehman, recuperó parte del ahorro destruido durante la crisis en forma de primas de los seguros de Vida.
- En las sucesivas **crisis sanitarias registradas en 2012-2015 (Mers/Ébola/Zika)**, las primas de Vida se desaceleraron en términos promedio desde 8% hasta 4% a lo largo de 2012 hasta inicios del 2016. La política monetaria global fue muy laxa en este período y es difícil discernir qué

parte del menor negocio se explica por la coyuntura y qué parte por el efecto de las epidemias.

Síntesis de conclusiones

Derivado del análisis realizado, se pueden desprender las siguientes conclusiones generales:

- Primeramente, debe señalarse que no se puede establecer una relación unívoca entre el desempeño de las primas de seguros y las tres últimas crisis epidémicas globales. En ninguna ocasión, las primas de No Vida o de Vida reaccionaron inequívocamente y de manera generalizada a dichos eventos.
- Existe una cierta coincidencia en alteraciones de la dinámica nominal de las primas cuando las tres epidemias acaecieron, acelerándose y desacelerándose visiblemente en muchos casos; este hecho se aprecia especialmente en el caso de No Vida.

Sin embargo, intuimos que se trata de un efecto nominal (porque pasa fundamentalmente en países emergentes con elevada inflación) y que ocurre en países que se recuperaban de una crisis económica anterior y reconstruían sus bases de ahorro (tales son los casos de Europa y Norteamérica durante la gripe aviar que siguió a la moderación de la crisis económica de Lehman).

- El caso más evidente de aceleración o desaceleración de las primas de seguros fue la época de la epidemia aviar. No obstante, lo atribuimos fundamentalmente a que esta situación siguió y antecedió a dos crisis

Recuadro 2.1.1 (continuación)
Pandemias, crisis económicas y desempeño del sector asegurador

económicas que fueron las que verdaderamente imprimieron la dinámica de las primas globales, en especial el mercado de Vida.

- Las crisis económicas, y en especial la “Gran recesión”, sí tuvieron impactos significativos en el crecimiento de las primas de seguros; situación que se percibe tanto a nivel global como regional, de manera particular en Estados Unidos, la Eurozona y el resto de países desarrollados y, especialmente, en el mercado de Vida. El resto de crisis económicas tuvieron impacto, pero no es tan visible ni generalizado.
- La “Gran recesión” supuso una corrección del crecimiento global que, en términos medianos, fue de 450 puntos básicos de crecimiento real a nivel global, ubicando su crecimiento en terreno recesivo durante los años 2008 y 2009 (-2,5%).

Esto se tradujo en una desaceleración global de las primas de seguros similar, y de más del doble en el caso de las primas de Vida. Sin embargo, la mayor parte de la contracción de las primeras se explica por la dinámica de la Eurozona y, en el segundo caso, por la dinámica de Estados Unidos y de otros países desarrollados. La elasticidad de la demanda aseguradora No Vida a la contracción del PIB es superior a lo considerado hasta ahora (inferior a 1), dando cuenta del carácter no lineal de la demanda aseguradora a las etapas fuertemente recesivas.

- De esta forma, resulta clara la relación entre crisis económicas y afectación al sector asegurador. Sin embargo, la relación entre el comportamiento de las primas y las crisis epidémicas no parece ser

igualmente visible. No obstante, en el caso de la crisis del Covid-19, por sus características de verdadera pandemia global, y por las medidas de confinamiento y distanciamientos social que se han implementado para contenerla, es previsible que esta rápidamente se traduzca en una crisis económica que, como se ha confirmado en el análisis, sí tendrá efectos sobre las primas del sector asegurador.

- Por ello, el caso de la “Gran recesión” (en el contexto de la gripe aviar y la crisis europea), constituye quizás el mejor parangón para poder vislumbrar cómo podrían llegar a comportarse los mercados aseguradores globales dada la escala de la crisis sanitaria de hoy, el tamaño esperado de la contracción económica, y el entorno monetario y financiero en el que nos situamos. Con las elasticidades que se infieren de este análisis, se esperaría que durante la crisis del Covid-19 la contracción global mediana de las primas totales fuese, al menos, tan acusado como la contracción del PIB global que se prevé en nuestros diversos escenarios económicos.

Fuente: MAPFRE Economics

efecto negativo sobre este segmento del mercado. Por último, el análisis confirma que, en términos generales, al llegar la recuperación económica las primas de seguros experimentaron crecimientos por encima del crecimiento del PIB, especialmente en los mercados emergentes.

2.1.2 Eurozona

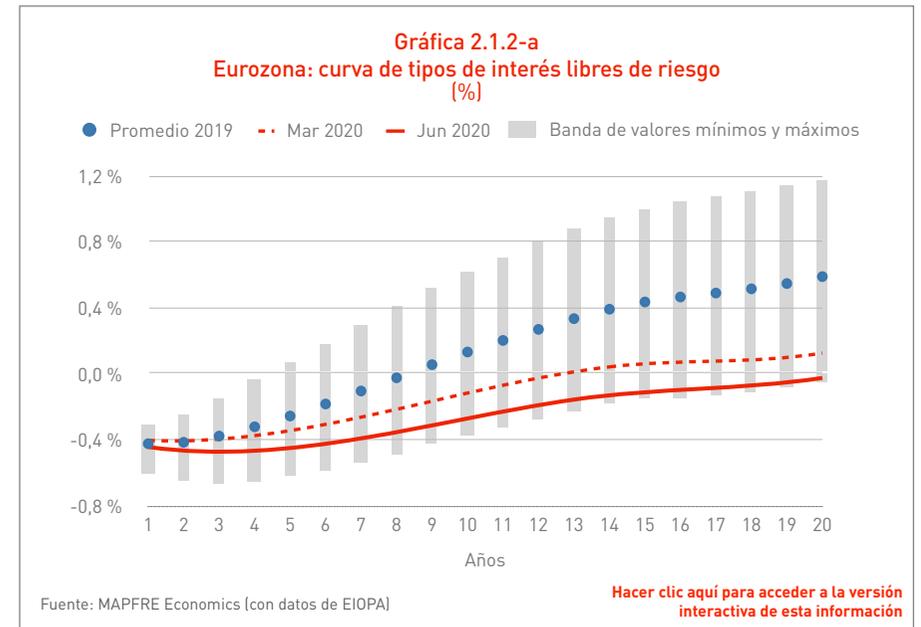
Para el caso de la Eurozona, se estima una reducción del PIB real en 2020 que se situaría en un rango entre el -10% y el -11,1%, lo que supone una profunda caída respecto del crecimiento de 2019 del 1,2% (1,9% en 2018). Los efectos sobre la economía derivados de las medidas de distanciamiento y confinamiento de la población a consecuencia de la pandemia, están provocando una recesión global sin precedentes que tendrá gran impacto en el empleo y en la viabilidad de muchas empresas, lo que se trasladará al negocio asegurador, muy ligado al comportamiento económico.

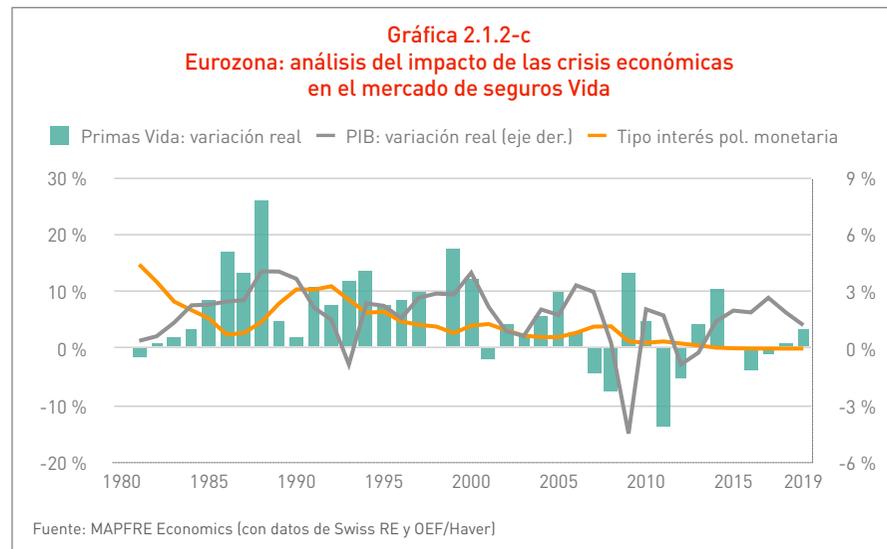
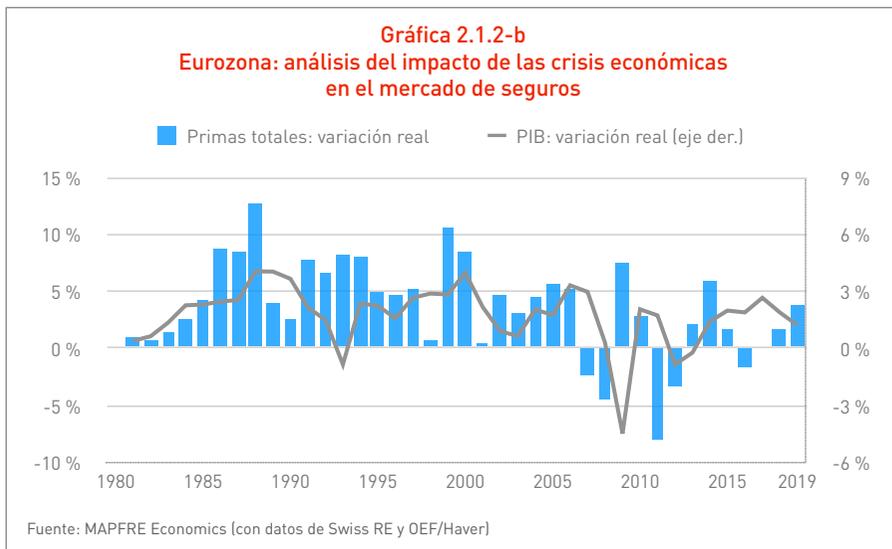
El Banco Central Europeo (BCE) continúa apoyando con firmeza a los mercados financieros de la Eurozona, con el recurso al uso masivo de medidas de política monetaria no convencionales para dotar de liquidez a los mercados de bonos, tanto soberanos como corporativos. Los programas de adquisición de activos aprobados alcanzan ya un importe conjunto de 1,35 billones de euros y son flexibles en los límites máximos que pueden adquirirse de los distintos países, para poder incrementar las adquisiciones de aquellos que más lo necesiten. A esto hay que añadir las medidas de carácter fiscal que se están discutiendo en el seno de la Unión Europea, con un paquete de medidas que asciende a 750 millardos de euros, además de las que ya están adoptando los propios Estados Miembros.

Por otra parte, la inflación en la Eurozona experimentó un ligero repunte, en línea con el precio del petróleo, pero continúa débil. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo del mes de junio producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones, EIOPA (véase la Gráfica 2.1.2-

a), se aprecia un nuevo retroceso de los tipos a lo largo de la curva, respecto al trimestre anterior, presentando valores negativos que afectan a todos los plazos de la curva hasta veinte años, lo que prácticamente impide el desarrollo de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales. Por otro lado, el índice Euro Stoxx 50 continúa mostrando una elevada volatilidad, lo cual es perjudicial para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. Cabe destacar que la actual situación y la volatilidad en el valor de las pólizas puede llevar a rescates por parte de aquellos tomadores que requieran liquidez o que no deseen exponerse a sufrir pérdidas.

Por otra parte, del análisis de las crisis vividas desde 1980 por un conjunto de los mercados más representativos que actualmente forman parte de la

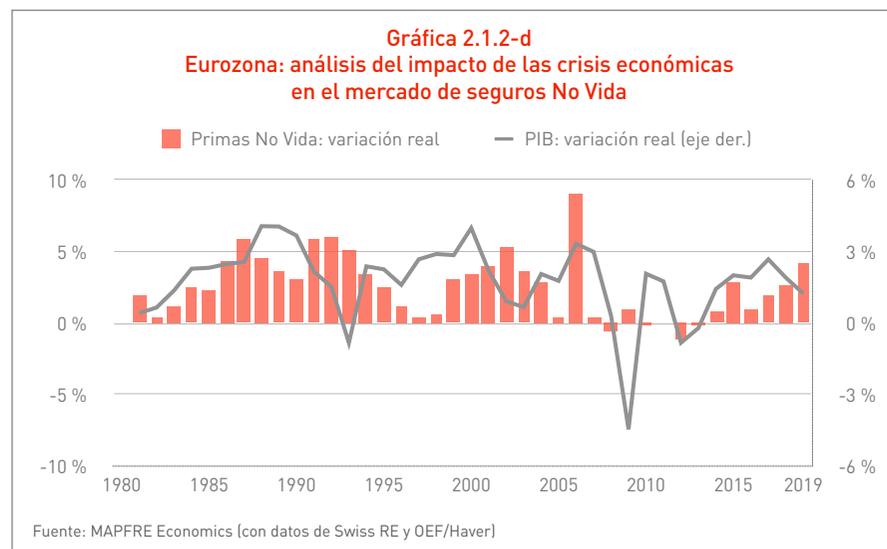




Eurozona, destaca el período 2007 y 2012 en el que el sector asegurador europeo sufrió con fuerza la crisis originada en el mercado inmobiliario de los Estados Unidos (amplificada por los instrumentos en los que se habían colateralizado las deudas hipotecarias), que culminó con la quiebra de Lehman Brothers en 2008, y la crisis bancaria y de la deuda soberana en la Unión Europea en 2012 (véase la Gráfica 2.1.2-b). De manera complementaria, las Gráficas 2.1.2-c y 2.1.2-d muestran el impacto a nivel desagregado para los ramos de Vida y No Vida, respectivamente.

2.1.3 Alemania

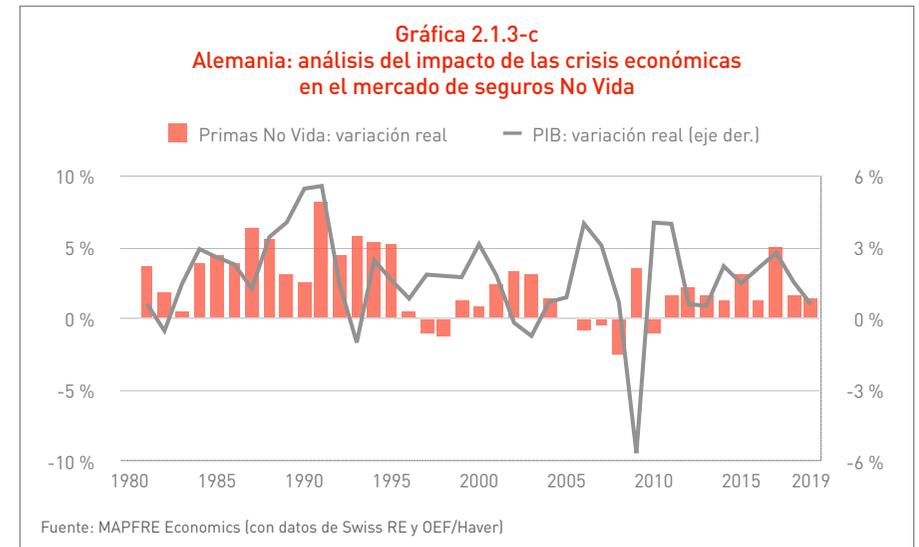
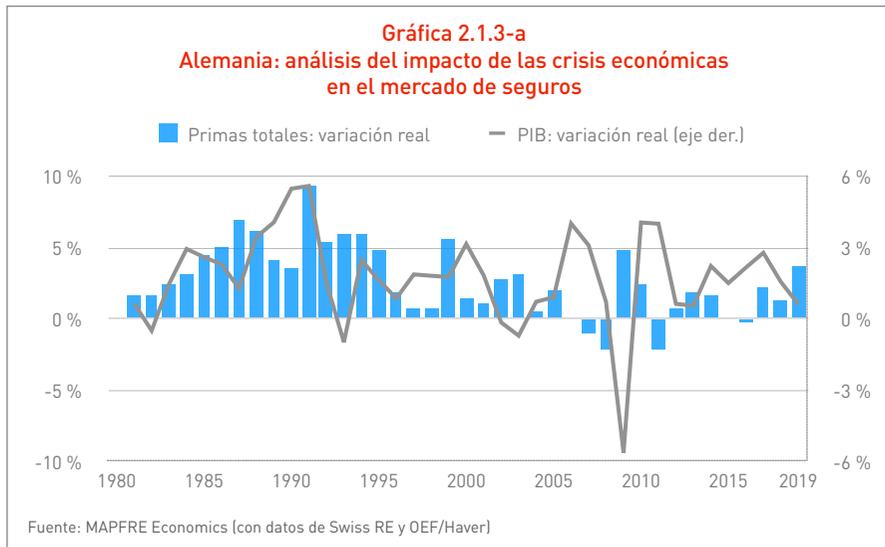
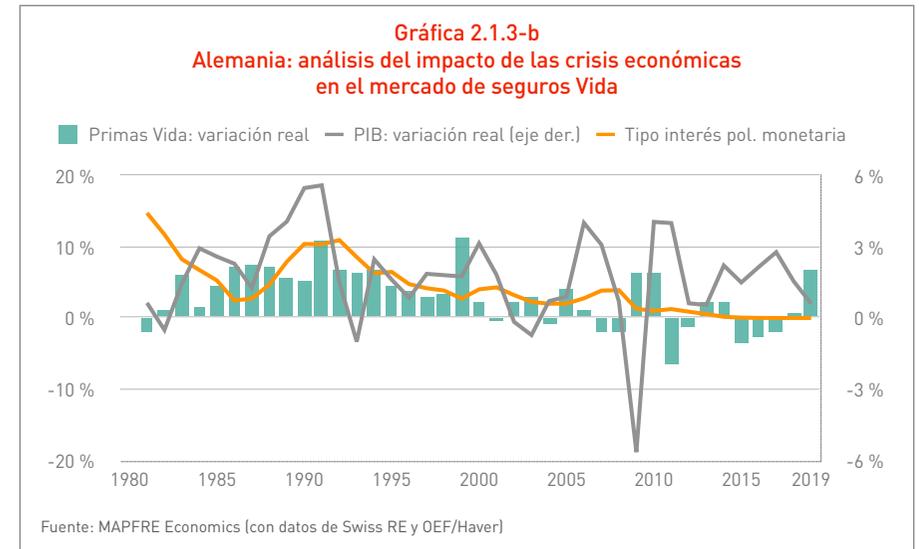
La caída del PIB alemán a consecuencia de la crisis del coronavirus, se anticipa que pueda ser profunda, en un rango entre el -7,5% y el -9,4%, frente a un crecimiento en 2019 del 0,6% (1,6% en 2018). El paquete de medidas fiscales expansivas aprobado, uno de los mayores del mundo, hace prever que en 2021 la economía podría comenzar a recuperar parte



del terreno perdido con un crecimiento del 4,9%, aunque existe gran incertidumbre en cuanto a estas estimaciones.

El retroceso del PIB en 2020 sin duda afectará al negocio asegurador, el cual puede asimismo experimentar una caída significativa a consecuencia del deterioro de la situación económica. Las ayudas a los trabajadores y a las pequeñas y medianas empresas incluidas en el amplio paquete de medidas fiscales aprobado podrían, no obstante, ayudar a moderar esta caída. Asimismo, el entorno de bajos tipos de interés continuará lastrando el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales.

Si tomamos como referencia las últimas crisis vividas desde el año 1980 (véase la Gráfica 2.1.3-a), vemos que en Alemania la crisis de los años noventa provocó una ralentización notable en los crecimientos de las primas de seguros, pero no sufrieron retrocesos. Las dos crisis posteriores del período 2007-2012, sí motivaron un retroceso en las primas del sector asegurador en años puntuales y dejaron los



crecimientos de los años siguientes anclados en niveles bajos, por debajo incluso del crecimiento del PIB, lo cual puede atribuirse al efecto sobre el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, por el entorno de bajos tipos de interés en el que quedó sumida toda la economía de la Eurozona, como una secuela de estas dos últimas crisis que, por lo demás, se va a prolongar como consecuencia de las medidas de expansión monetaria adoptadas para enfrentar los efectos económicos de la pandemia.

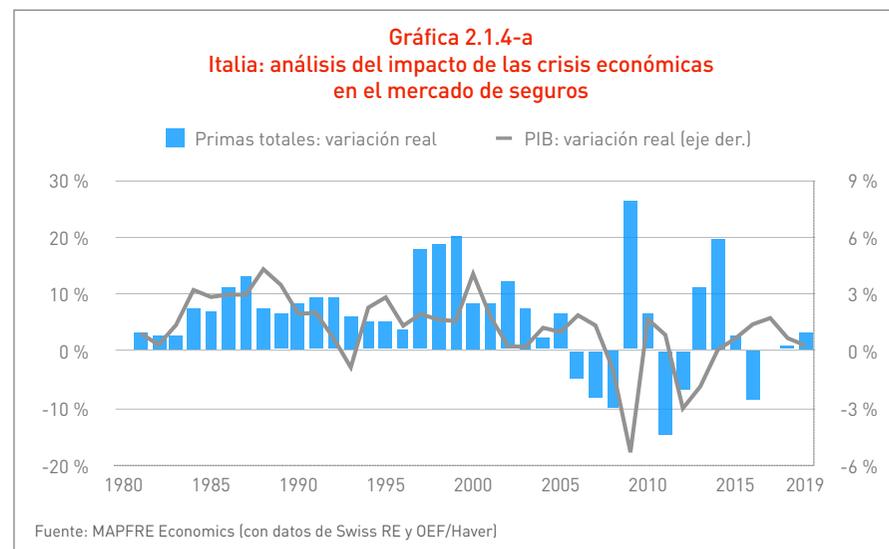
Las Gráficas 2.1.3-b y 2.1.3-c, complementariamente, muestran el impacto a nivel desagregado para los ramos de Vida y No Vida, respectivamente. Es de destacar el incremento significativo del negocio de Vida de 2019 en Alemania (Gráfica 2.1.3-b), en un mercado que ha optado por potenciar los seguros de Vida inversión en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, ante el escenario de tipos de interés deprimidos a los que se enfrenta. Habrá que esperar a ver el efecto que pueda tener las caídas de los mercados de valores a consecuencia de la crisis provocada por la pandemia en este tipo de seguros.

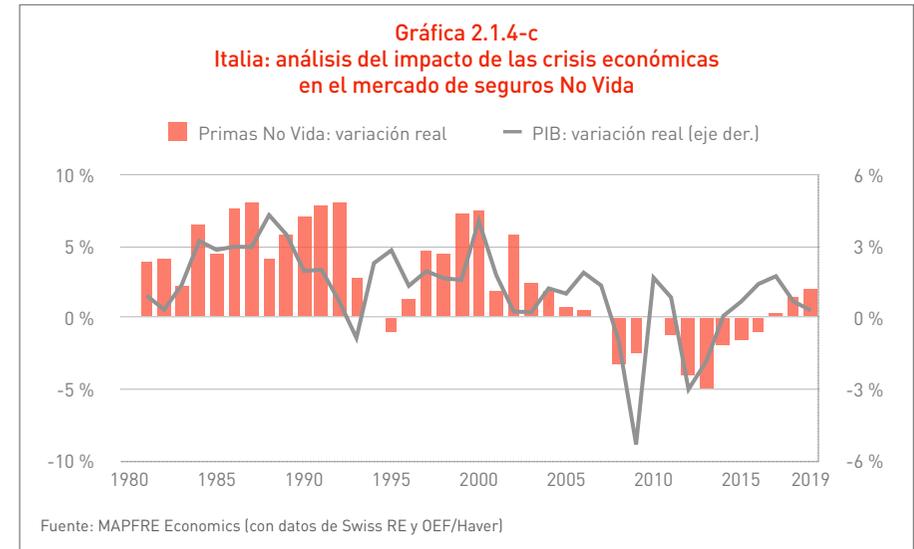
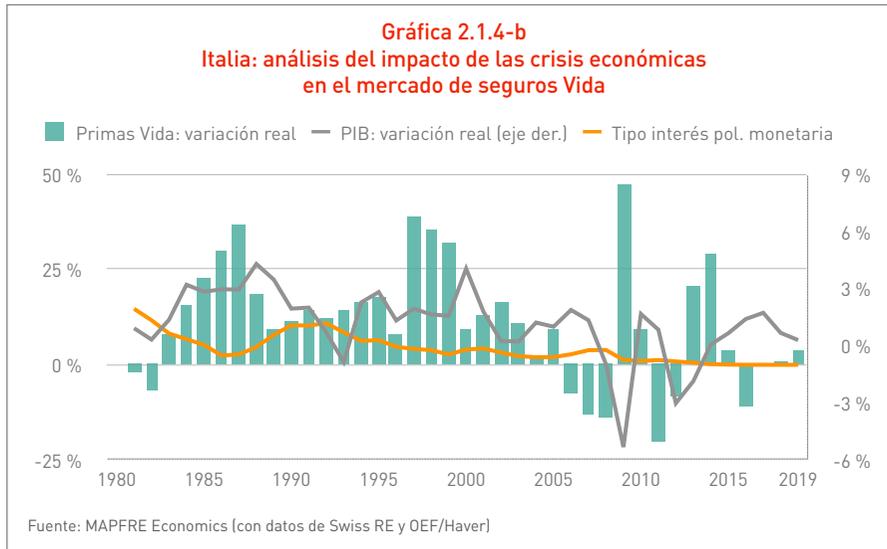
2.1.4 Italia

La previsión de crecimiento para la economía italiana es de una caída dentro de un rango situado entre el -12,1% y el -13,2% en 2020, con una recuperación parcial en 2021, año en el que la economía podría crecer en torno al 6,3%, si bien con una elevada incertidumbre en cuanto a estas estimaciones. En Italia, la situación antes de la crisis sanitaria ya era de bajo crecimiento (0,3% en 2019), con un alto nivel de deuda pública como principal vulnerabilidad. A pesar de ello, el gobierno de ese país está aplicando un amplio paquete de medidas fiscales para apoyar su economía, lo que anticipa un fuerte deterioro de sus cuentas públicas. Las medidas adoptadas por el BCE le han permitido seguir financiándose en los mercados sin un repunte excesivo en la prima de riesgo, lo que le está permitiendo implementar estas medidas, pero abre incertidumbres para el futuro.

Este entorno económico perjudicará sin duda el desarrollo del mercado asegurador. Si analizamos crisis económicas anteriores (véase la Gráfica 2.1.4-a), vemos que tradicionalmente el mercado asegurador italiano venía siendo bastante resiliente ante caídas abruptas del PIB, con un negocio asegurador que tendía a ralentizarse, pero sin experimentar retrocesos, lo cual se ha visto reafirmado con los datos de 2019. Sin embargo, las dos crisis económicas sucesivas vividas en el período 2007-2012 han marcado una diferencia, afectando fuertemente al comportamiento del negocio asegurador que experimentó profundos retrocesos durante períodos de entre dos y tres años, con un comportamiento muy volátil desde entonces y una notable influencia no solo del comportamiento del PIB sino también del entorno de tipos de interés, las oscilaciones en la prima de riesgo y la prima por plazo de la deuda soberana italiana.

Las Gráficas 2.1.4-b y 2.1.4-c muestran el impacto a nivel desagregado para los ramos de Vida y No Vida, respectivamente. De este análisis se desprende que la acusada caída del PIB prevista para este año perjudicará





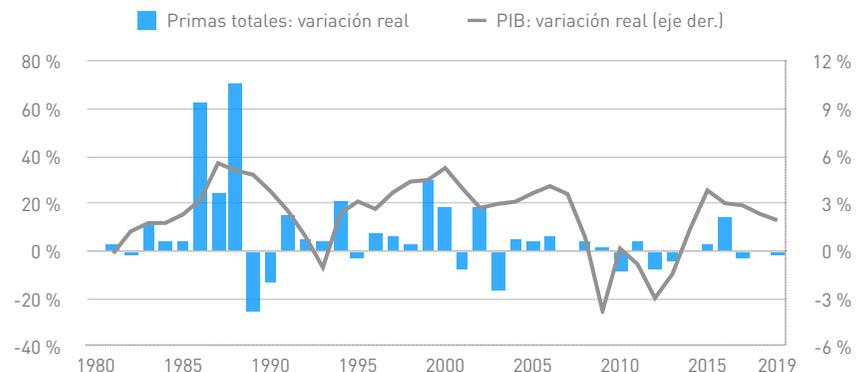
en particular al negocio de Vida ahorro, Vida inversión y rentas tradicionales, por la pérdida de negocio y por los rescates que puedan producirse por parte de aquellas personas que han quedado en una situación de necesidad. A esto hay que añadir el efecto negativo que puede provocar la caída de los mercados de valores en la percepción de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión y en los productos de Vida mixtos de ahorro-inversión (que, en Italia, estaban empezando a tener gran difusión), si bien los bajos niveles en los que han quedado las cotizaciones bursátiles podría atraer a inversores que dispongan de liquidez y estén dispuestos a asumir riesgo. En el caso de incorporar garantías financieras, la elevada volatilidad de los mercados financieros aumentará el coste de cobertura de esas garantías, en detrimento de la rentabilidad de estos productos. Las caídas tan pronunciadas en las primas de seguros y los rescates tienen, además, un efecto negativo en la rentabilidad de las aseguradoras, al tener que hacer frente a unos gastos de administración que son bastante rígidos a la baja con unos ingresos por primas menores, lo que incrementa su ratio de gastos.

2.1.5 España

Las estrictas medidas de confinamiento y distanciamiento social adoptadas en España para contener los efectos de la pandemia del Covid-19, de las más estrictas del mundo, han conseguido controlar la crisis sanitaria, pero el efecto sobre la economía anticipa una entrada en recesión cuyo PIB podría sufrir un retroceso para el conjunto del año 2020 en una horquilla entre el -12,1% y el -13,1%, frente a un crecimiento en 2019 del 2% (2,4% en 2018). Los efectos sobre el empleo, el impacto en el comercio, el turismo y la industria no tiene precedentes. Con el estado de alarma terminado el 22 de junio, la vuelta a la normalidad se está desarrollando de forma muy gradual. La economía podría comenzar a recuperarse en 2021, aunque aún con mucha incertidumbre en cuanto a las previsiones que en este momento pueden hacerse.

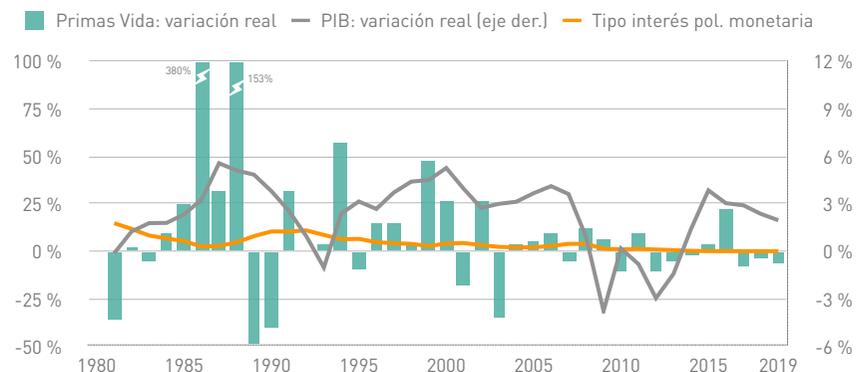
Esta situación está impactando ya en el mercado asegurador. Si tomamos como referencia las últimas crisis económicas vividas en España desde

Gráfica 2.1.5-a
España: análisis del impacto de las crisis económicas
en el mercado de seguros



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

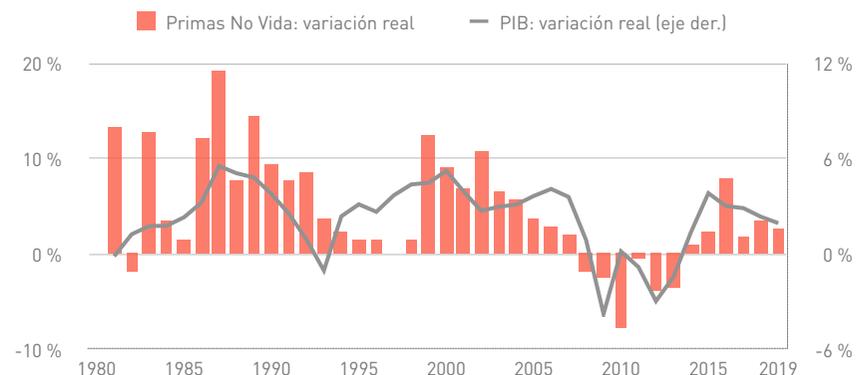
Gráfica 2.1.5-b
España: análisis del impacto de las crisis económicas
en el mercado de seguros Vida



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

1980 (véase la Gráfica 2.1.5-a), el período que más puede asimilarse a la situación que está atravesando el sector en estos momentos son las dos crisis de 2007-2009 y 2011-2012, prácticamente consecutivas, que llevaron consigo acusadas caídas puntuales en el PIB y motivaron un retroceso en las primas del sector asegurador también en años puntuales. Así, el PIB experimentó caídas del -3,8% y del -3% en 2009 y 2012, respectivamente, lo que motivó un retroceso en las primas del sector asegurador del -8,8% y del -7,4% en los años 2010 y 2012, respectivamente, afectando en particular al negocio de Vida, pero también a los seguros de autos, multirriesgos industriales, responsabilidad civil, transportes (cascos y mercancías) y al seguro de crédito. Los seguros de salud fueron los que mostraron una mayor resiliencia, en tanto que los de hogar y comunidades mostraron resistencia en los peores momentos de la crisis y solo se ralentizaron. Los datos correspondientes a los cinco primeros meses de 2020 (que incluyen los peores momentos del confinamiento) vienen a reproducir este comportamiento, siendo el ramo de autos el que está experimentando mayores retrocesos, superiores al -3%, frente a los cinco

Gráfica 2.1.5-c
España: análisis del impacto de las crisis económicas
en el mercado de seguros No Vida



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

primeros meses de 2019. Complementariamente, las Gráficas 2.1.5-b y 2.1.5-c muestran el impacto a nivel desagregado para los ramos de Vida y No Vida.

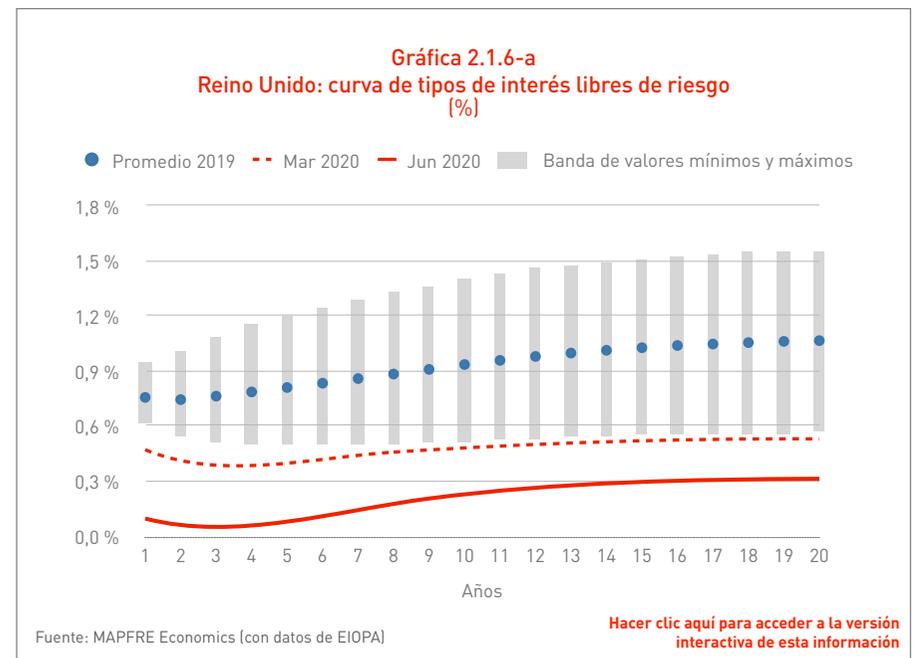
2.1.6 Reino Unido

La previsión de crecimiento para la economía del Reino Unido empeora para 2020, con una caída del PIB en una horquilla entre el -10,8% y el -11,5%, frente al crecimiento del 1,4% de 2019. En el caso del Reino Unido, además, se suma la incertidumbre sobre el efecto en su economía de la salida de la Unión Europea. La tasa de desempleo, que se mantenía en niveles bajos antes de la pandemia, comienza a repuntar y podría llegar casi a duplicarse en este año. Este entorno influirá de forma negativa en el desarrollo del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, que se ya venía ralentizándose, y que puede llegar a sufrir fuertes retrocesos dada la magnitud de la caída estimada del PIB.

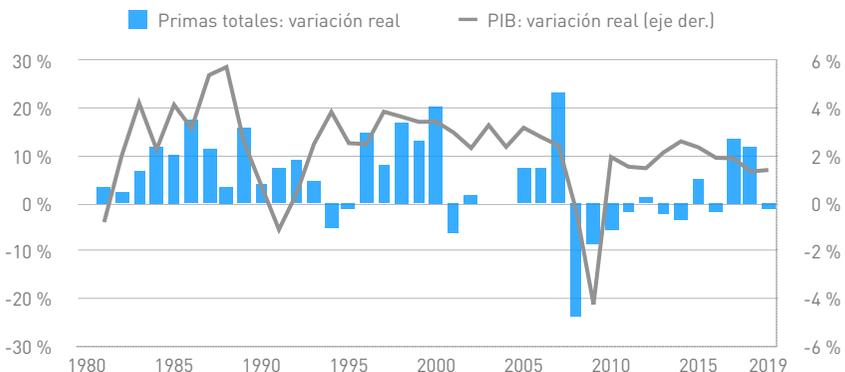
En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, ante la magnitud de la crisis provocada por la pandemia, el Banco de Inglaterra ha vuelto a bajar los tipos de interés y a ampliar el programa de expansión cuantitativa de adquisición de activos por un importe que puede alcanzar hasta los 745 millardos de libras. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.6-a), se aprecia la nueva caída de los tipos en todos los tramos de la curva respecto del trimestre anterior, quedando sustancialmente por debajo de los niveles mínimos de 2019 en todos los tramos. La acusada caída del PIB prevista para este año y el entorno de bajos tipos de interés perjudicará sin duda el desarrollo del negocio de Vida ahorro, Vida inversión y rentas tradicionales, por la pérdida de negocio y por los rescates que puedan producirse. A esto hay que añadir el efecto negativo que puede provocar la caída de los mercados de valores en la percepción de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de gran difusión en el mercado británico, si bien los bajos niveles en los que están

quedando las cotizaciones bursátiles podría atraer a inversores que dispongan de liquidez y estén dispuestos a asumir riesgo.

Por otra parte, analizando lo sucedido en el mercado asegurador del Reino Unido en las crisis económicas vividas desde el año 1980 (véase la Gráfica 2.1.6-b), se observa que la crisis que más se acerca a la situación actual es la de 2007-2009, con una caída del PIB del -0,3% y del -4,2% en 2008 y 2009, respectivamente, lo que motivó un retroceso en las primas del sector asegurador del -23,5% y del -8,7% en esos años, sin claros síntomas de recuperación desde entonces. Estas abultadas caídas en las primas de seguros tuvieron su origen en el negocio de Vida y contribuyeron en gran medida las respectivas caídas bursátiles del -17,5% y del -14,8% de 2008 y 2009, en un mercado de gran prevalencia de los

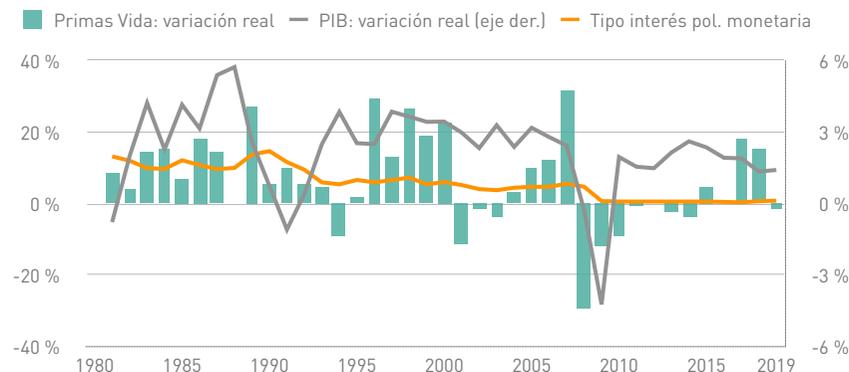


Gráfica 2.1.6-b
Reino Unido: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

Gráfica 2.1.6-c
Reino Unido: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida



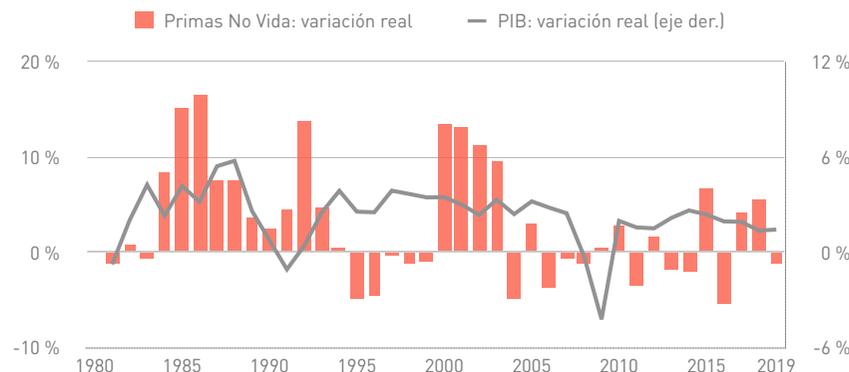
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. Las caídas tan pronunciadas en las primas de seguros y los rescates de pólizas que se producen en esas situaciones de crisis tienen, además, un efecto negativo en la rentabilidad de las aseguradoras, al tener que hacer frente a unos gastos de administración que son bastante rígidos a la baja con unos ingresos por primas menores, lo que incrementa su ratio de gastos. Para complementar este análisis, las Gráficas 2.1.6-c y 2.1.6-d ilustran el impacto a nivel desagregado para los ramos de Vida y No Vida.

2.1.7 Estados Unidos

Las expectativas sobre la situación económica provocada por la pandemia se han deteriorado a lo largo del último trimestre, con una caída del PIB que podría estar en una horquilla entre el -8% y el -9,4% en 2020, tras un crecimiento del 2,3% en 2019 (2,9% en 2018). Estados Unidos es uno de los países en los que, a pesar de la ruta aún creciente de contagios, ya ha

Gráfica 2.1.6-d
Reino Unido: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida



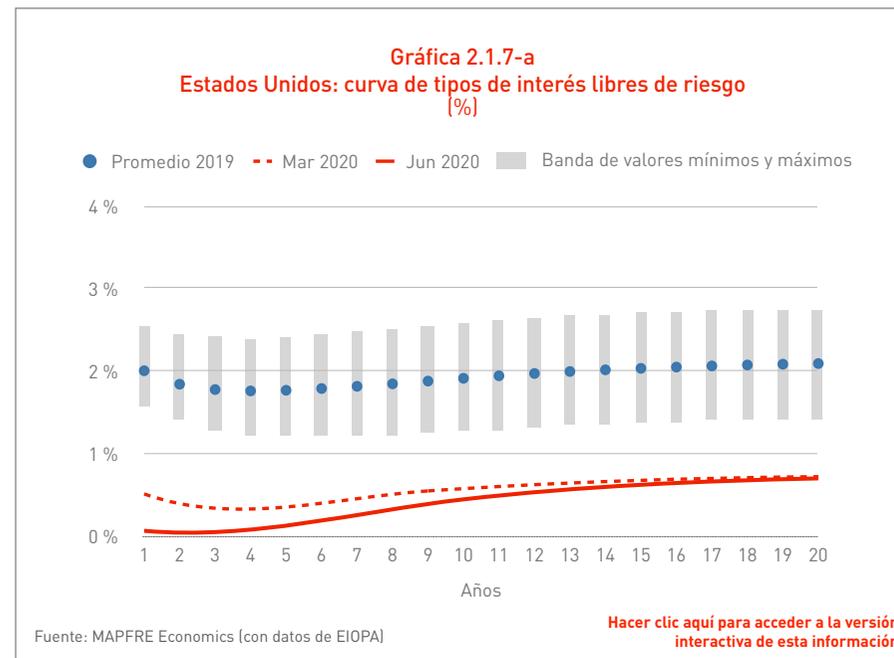
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

iniciado la reapertura. No obstante, las medidas de confinamiento adoptadas provocaron una destrucción de empleo sin precedentes. Se prevé una recuperación en 2021, pero existe gran incertidumbre en cuanto a las estimaciones y los efectos estructurales que pueden derivarse de la presente crisis.

Ahora bien, la acusada caída del PIB prevista para este año perjudicará, sin duda, el desarrollo del sector asegurador, tanto el negocio de No Vida y Vida riesgo, cuyo crecimiento se encuentra muy ligado al comportamiento económico, como el de Vida ahorro, Vida inversión y rentas tradicionales, por la pérdida de negocio y por los rescates que puedan producirse por parte de aquellas personas que están en una situación de necesidad, al no poder desarrollar su actividad normal. A finales de junio, la tasa de desempleo se situaba todavía por encima del 13% (frente al 3,5% de 2019). Las amplias medidas fiscales y monetarias adoptadas podrían, sin embargo, ayudar a moderar ese impacto.

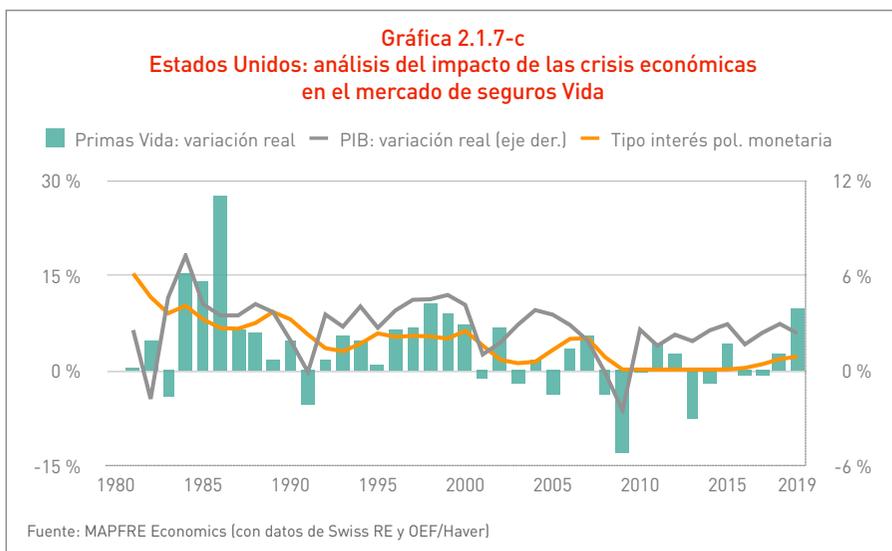
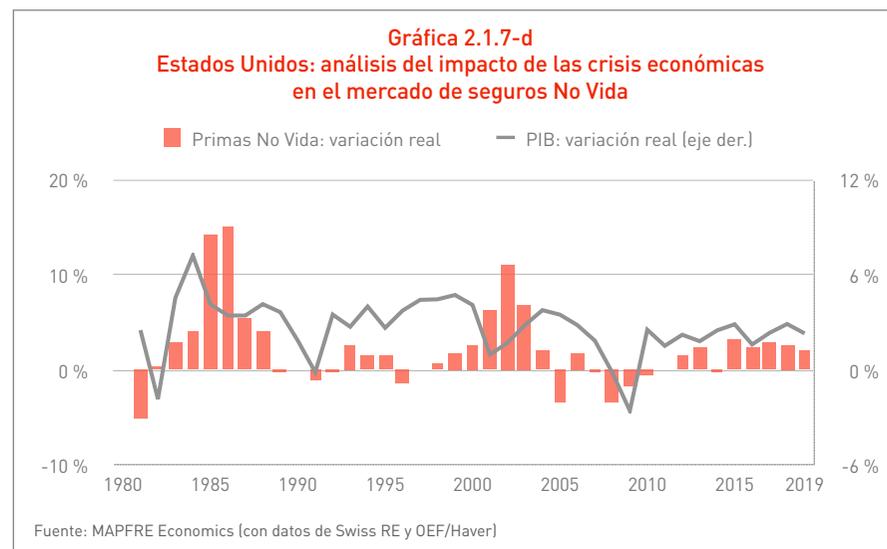
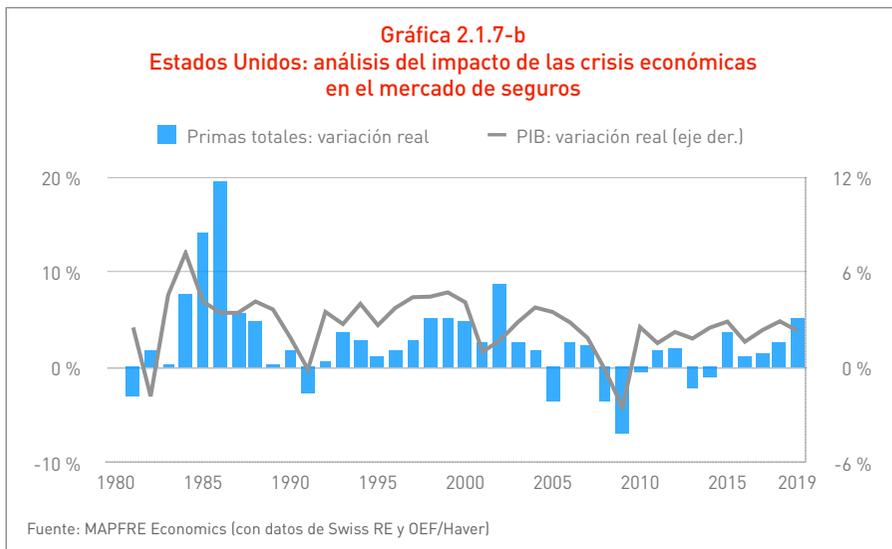
El negocio de Vida ahorro, en particular, se verá perjudicado por el entorno de bajos tipos de interés, tras la última bajada de tipos a niveles cercanos a cero por parte de la Reserva Federal. En las últimas curvas de tipos libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7-a), se aprecia una nueva caída de los tipos en todos los tramos de la curva entre los meses de marzo y junio. Por su parte, los mercados de valores se han ido recuperando, pero siguen expuestos a gran volatilidad, lo que perjudica el negocio de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy habituales en este mercado.

Por otro lado, si se observa lo sucedido en el mercado asegurador de los Estados Unidos en las crisis económicas vividas desde el año 1980 (véase la Gráfica 2.1.7-b), se confirma que la crisis que más se acerca a la situación actual es la gran crisis de 2007-2009, con una caída del PIB del -2,5%, que motivó un retroceso en las primas del sector asegurador del -7% en ese año, sin claros síntomas de recuperación hasta el año 2015, en el que hubo un cambio de tendencia, iniciándose una senda de



recuperación que los últimos datos de 2019 venían a confirmar, antes de la situación provocada por la pandemia del Covid-19.

De forma complementaria, las Gráficas 2.1.7-c y 2.1.7-d muestran el impacto a nivel desagregado para los ramos de Vida y No Vida, respectivamente. En este sentido, se observa que la recuperación de la economía tuvo un efecto especialmente significativo en el negocio de No Vida a partir del año 2015. En el negocio de Vida, por su parte, hubo que esperar hasta el año 2018, en el que empezaron a subir los tipos de interés, haciéndose notar especialmente en 2019, con la ayuda del buen comportamiento de la economía y de los mercados de valores, que tienen gran influencia en este mercado. De nuevo la crisis provocada por la pandemia ha venido a truncar el crecimiento económico y las subidas de

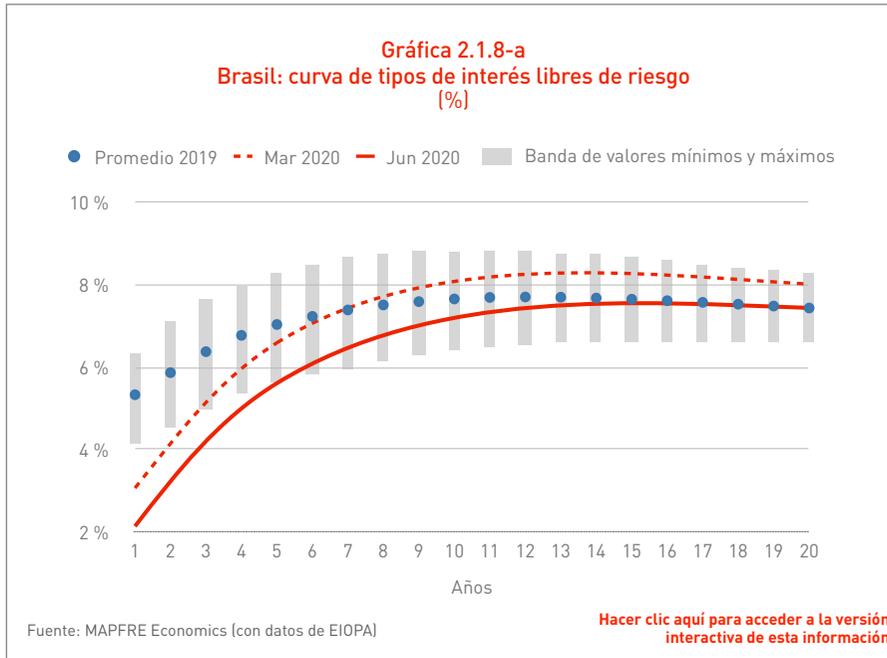


tipos de interés, y ha elevado la volatilidad de los mercados de renta variable, por lo que los mercados de aseguradores podrían volver a sufrir abruptos retrocesos como sucedió en la crisis de 2007-2009.

2.1.8 Brasil

En Brasil las expectativas económicas para 2020 se deterioran y anticipan una caída del PIB en un rango entre el -8,9% y el -9,8%, frente al crecimiento real estimado en 2019 del 1,1% 1,3% en 2018). La falta de control de la pandemia que todavía se sitúa en la curva ascendente de contagios, resulta perjudicial para el desarrollo del sector asegurador, particularmente para el negocio de No Vida, por el impacto que está teniendo la situación sobre la economía brasileña.

Por otro lado, el Banco de Brasil continúa con su política monetaria acomodaticia para estimular la economía, aprovechando las expectativas

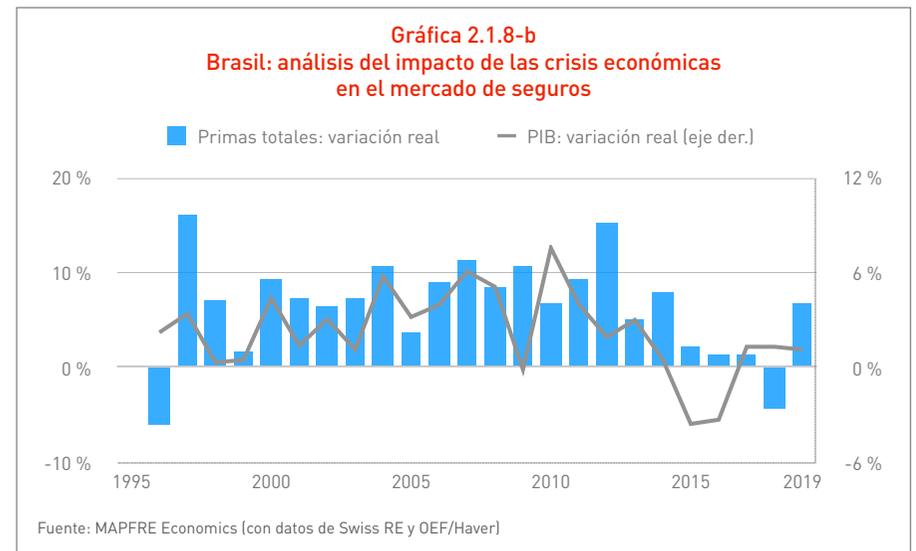


de baja inflación. En las curvas producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8-a) se observa la caída de los tipos de interés libres de riesgo a lo largo del último trimestre, con una curva que presenta pendiente positiva. Esto podría suavizar el efecto negativo de la contracción del PIB y de la caída de los tipos a corto plazo sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto. Las expectativas de que pueda producirse bajadas adicionales puede ser un incentivo adicional en la comercialización de nuevos productos para este segmento de negocio.

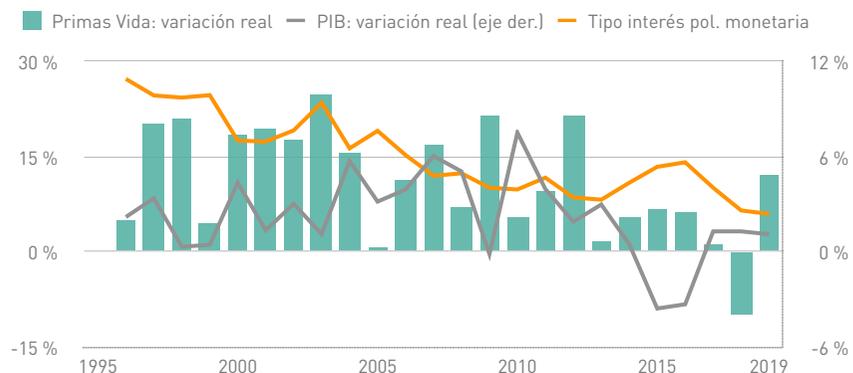
Por otra parte, en el análisis de las crisis económicas que ha experimentado Brasil desde el año 1995 (véase la Gráfica 2.1.8-b), la

situación que más se puede asimilar al período actual sería la vivida en los años 2015 y 2016, en los que el PIB cayó un -6,8% de forma agregada. En ese período, el sector asegurador sufrió una fuerte desaceleración, pero sin llegar a experimentar retrocesos (desde un crecimiento del 8% en 2014 hasta un 2% en 2015 y 2016, en términos reales).

Asimismo, las Gráficas 2.1.8-c y 2.1.8-d muestran el impacto a nivel desagregado para los ramos de Vida y No Vida, respectivamente. Se observa que la subida de los tipos de interés adoptadas en aquella ocasión por el banco central brasileño con el fin de controlar la inflación, favoreció a los seguros de Vida que experimentaron crecimientos. No obstante, los seguros de No Vida sufrieron fuertes retrocesos, en línea con el deterioro económico.

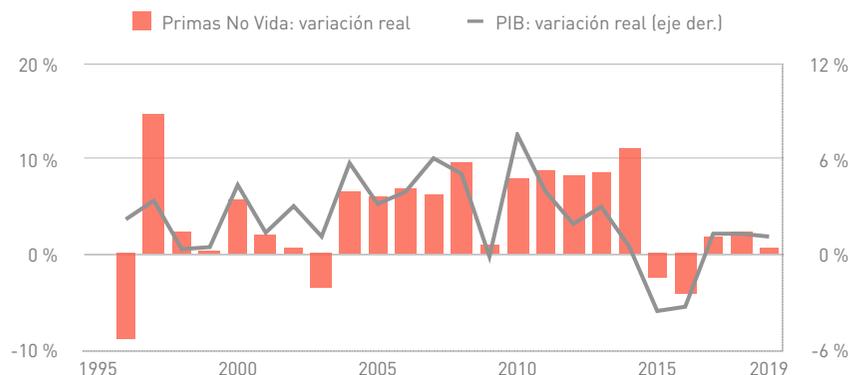


Gráfica 2.1.8-c
Brasil: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

Gráfica 2.1.8-d
Brasil: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida

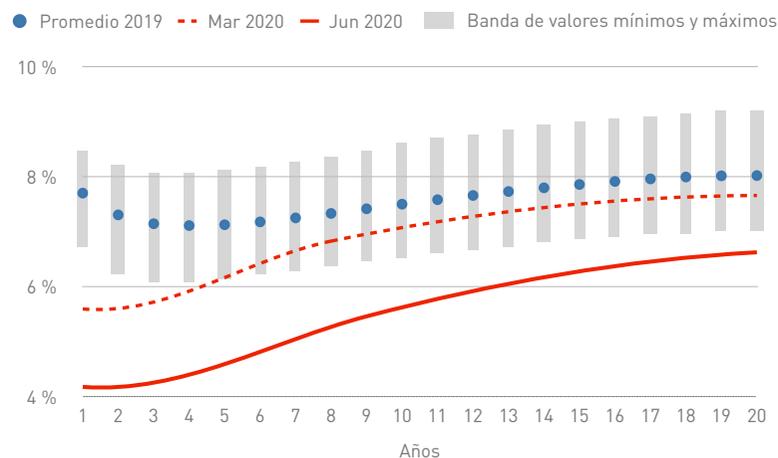


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

2.1.9 México

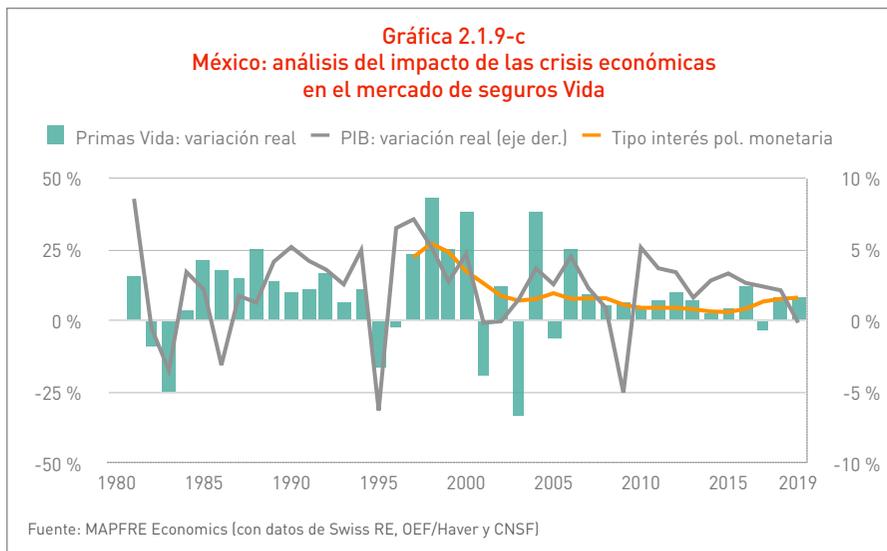
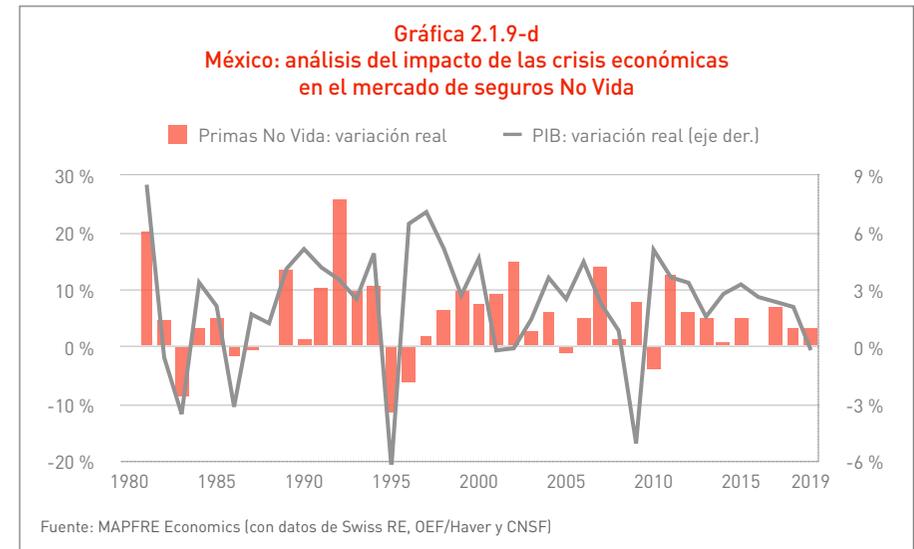
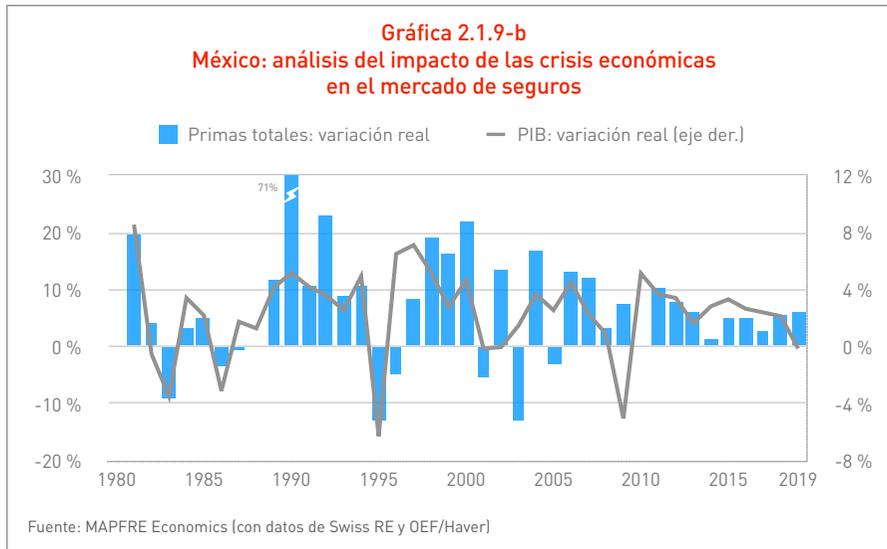
En México, las expectativas han empeorado a consecuencia de los efectos económicos de la pandemia, que no termina de controlarse, y por la caída del precio del petróleo, del turismo y de la demanda externa, especialmente de los Estados Unidos. En este contexto, las expectativas económicas para 2020 anticipan una caída del PIB que podría estar en una horquilla entre el -10,5% y el -11,3%, tras el decrecimiento de -0,3% de 2019 (2,2% en 2018). Tras este período recesivo, se prevé una recuperación en 2021, pero existe gran incertidumbre en cuanto a las estimaciones. La acusada caída del PIB prevista para este año, perjudicará sin duda el desarrollo del sector asegurador, particularmente para el segmento de No Vida y Vida riesgo.

Gráfica 2.1.9-a
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](#)



Por otro lado, la política monetaria acomodaticia adoptada por el Banco de México afectará el desarrollo del negocio de Vida ahorro, por la caída en la rentabilidad que pueden ofrecer este tipo de productos. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9-a) puede observarse la bajada de tipos de interés a lo largo del último trimestre, con una curva de tipos que ha pasado a presentar una pendiente positiva en prácticamente todos sus tramos. Esta situación aún puede suavizar el efecto negativo de la contracción del PIB y de la caída de los tipos a corto plazo sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias al ofrecer una prima por plazo positiva, pudiendo ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto. Las expectativas de que pueda producirse alguna bajada adicional podría, asimismo, ser un incentivo en la comercialización de nuevos productos para este segmento de negocio.

Ahora bien, al analizar lo sucedido en el mercado asegurador mexicano en las crisis económicas vividas desde el año 1980 (véase la Gráfica 2.1.9-b), vemos que la crisis de 1995, año en el que el PIB sufrió una contracción del -6,5%, llevó consigo una caída en las primas de seguros del -13% en

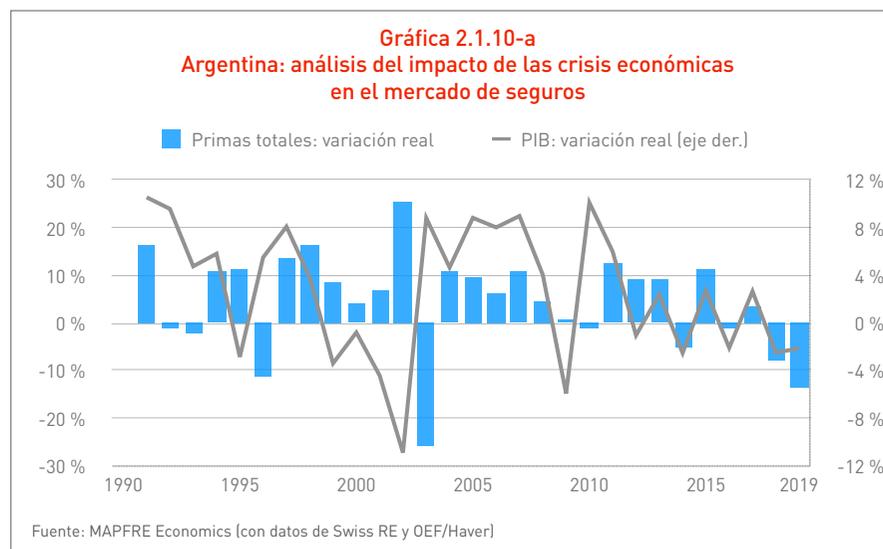
ese año y del -5% en el año posterior, a pesar de la recuperación económica. Sin embargo, en los cuatro años siguientes el sector asegurador experimentó fuertes crecimientos, muy por encima del crecimiento del PIB, con un promedio de crecimiento real (una vez corregido el efecto de la inflación) del 16% anual. Por otra parte, en la denominada “Gran recesión” de los años 2007-2012, el sector asegurador mexicano mostró una gran resiliencia, ralentizándose, pero sin llegar a experimentar retrocesos. En estas recuperaciones ayuda también el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía mexicana que hace que una mejora de las condiciones económicas se traduzca en crecimientos mayores del negocio asegurador, como suele ocurrir en otros mercados emergentes. De manera complementaria, las Gráficas 2.1.9-c y 2.1.9-d muestran, respectivamente, el impacto a nivel desagregado para los segmentos de Vida y No Vida.

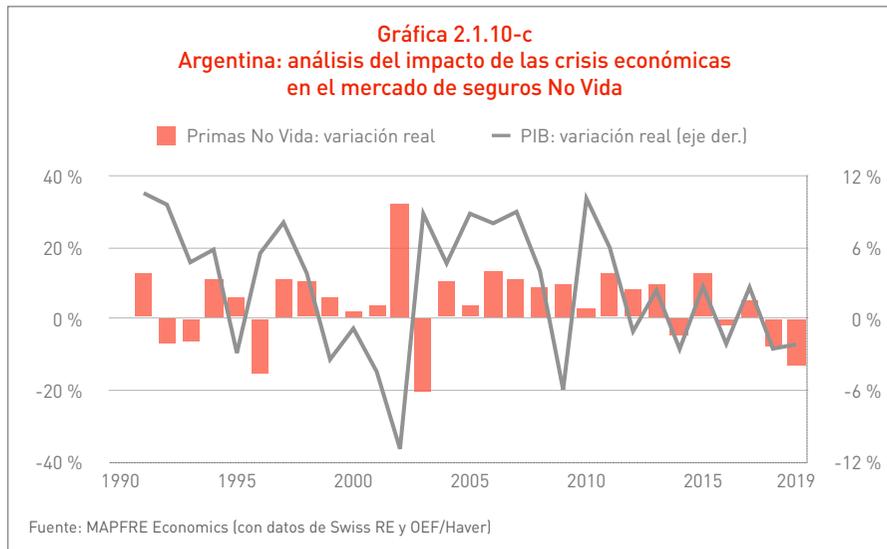
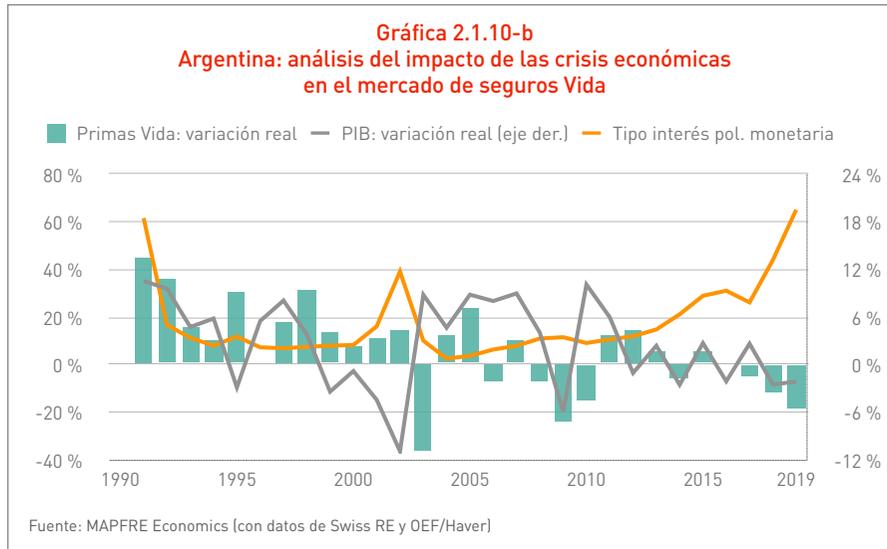
2.1.10 Argentina

Las previsiones para la economía argentina empeoran como resultado, por una parte, del estricto confinamiento aplicado a consecuencia de la pandemia y, por la otra, por la situación de deterioro crediticio que venía arrastrando el país. Así, se estima una caída del PIB en 2020 que puede moverse en una horquilla entre el -9,5% y el -10,4% en términos reales, frente al -2,2% de 2019 (-2,4% en 2018).

Este entorno hace empeorar también las perspectivas de desarrollo del negocio asegurador, que ya venía sufriendo las consecuencias de la crisis económica en la que se encontraba Argentina en 2019. Si observamos lo sucedido en el mercado asegurador argentino en las crisis económicas vividas desde el año 1990, vemos que en la crisis de finales de los años noventa y principios de los años dos mil, que culminó con una caída del PIB del -11% en el año 2002, el mercado asegurador argentino mantuvo crecimientos reales positivos hasta el año 2003, en el que sufrió una fuerte contracción real del -26%, cuando la economía comenzaba a recuperarse. Sin embargo, en los cuatro años posteriores a esa caída, el

sector asegurador se recuperó con notables crecimientos, con un crecimiento anual promedio del 9,5%, en términos reales, por encima del crecimiento real del PIB, que creció en promedio un 7,6% en ese período. Posteriormente, la crisis mundial iniciada con la caída de Lehman Brothers afectó a la economía argentina, que sufrió una caída del PIB en 2009 del -5,9%, tuvo un menor impacto sobre el desarrollo del mercado asegurador, que se ralentizó, experimentando un retroceso del -0,9% en 2010, pero de nuevo volvió a crecer de forma notable en los tres años posteriores a la crisis con un crecimiento real promedio del 10,3% anual, muy por encima del crecimiento del PIB. Sin embargo, a partir de entonces la economía y el sector asegurador argentinos entraron en una dinámica en la que alternaba un año de crisis con un año de ligeros crecimientos, hasta la crisis de 2018 que se ha profundizado en 2019, y que viene a agravarse aún más a consecuencia de la pandemia (véase la Gráfica 2.1.10-b). Complementariamente, las Gráficas 2.1.10-c y 2.1.10-d muestran el impacto a nivel desagregado para los ramos de Vida y No Vida, respectivamente.





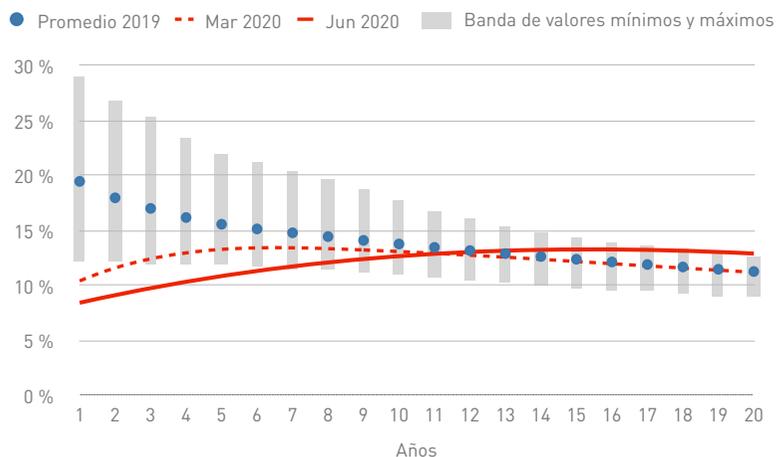
2.1.11 Turquía

La previsión para la economía turca para 2020 es de un retroceso del PIB en un rango entre el -4,6% y el -5,2% en términos reales, frente a un crecimiento del 0,8% en 2019 (3,1% en 2018). Los efectos de las medidas adoptadas frente a la pandemia en el consumo interno y en el turismo, unidas a la fuerte depreciación de la lira turca, han empeorado sustancialmente las expectativas.

La fuerte caída del PIB prevista para este año perjudicará el desarrollo del sector asegurador, particularmente para el negocio de No Vida y Vida riesgo, el cual se encuentra muy vinculado al comportamiento económico. La depreciación del tipo de cambio y la alta inflación, que no termina de estar controlada, afectan de forma negativa a su rentabilidad, por el encarecimiento de los siniestros que ello supone. Los todavía altos tipos de interés de política monetaria (8% desde mediados de junio) pueden ayudar a compensar parcialmente estos efectos adversos, apuntalando la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio, si bien el tipo de interés real se mueve ya en el terreno negativo.

Por otro lado, como puede observarse en las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11-a), la bajada de tipos de interés finales del último trimestre se ha dado en los plazos menores a diez años, conformando una curva de tipos que ha pasado a aumentar su pendiente positiva en sus tramos corto y medio. Esto puede suavizar el efecto negativo de la contracción del PIB y de la caída de los tipos de interés a corto plazo sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al presentar una prima por plazo positiva mayor, pudiendo ofrecer tipos garantizados a medio plazo superiores a los tipos a corto. Las expectativas de que pueda producirse alguna bajada adicional podría, asimismo, constituirse en un incentivo en la comercialización de nuevos productos para este segmento de negocio. La situación económica, sin embargo, puede derivar en un notable incremento de los rescates por parte de aquellas personas que estén

Gráfica 2.1.11-a
Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

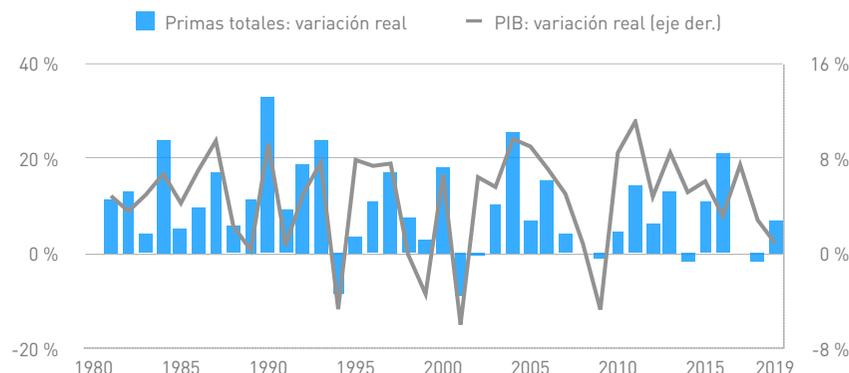
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

sufriendo una caída de los ingresos, por no poder desarrollar su actividad a consecuencia de la pandemia.

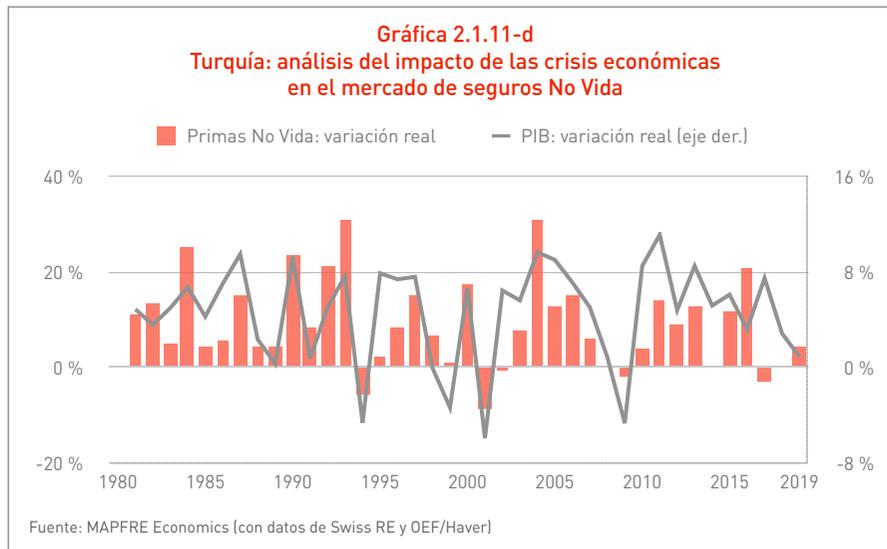
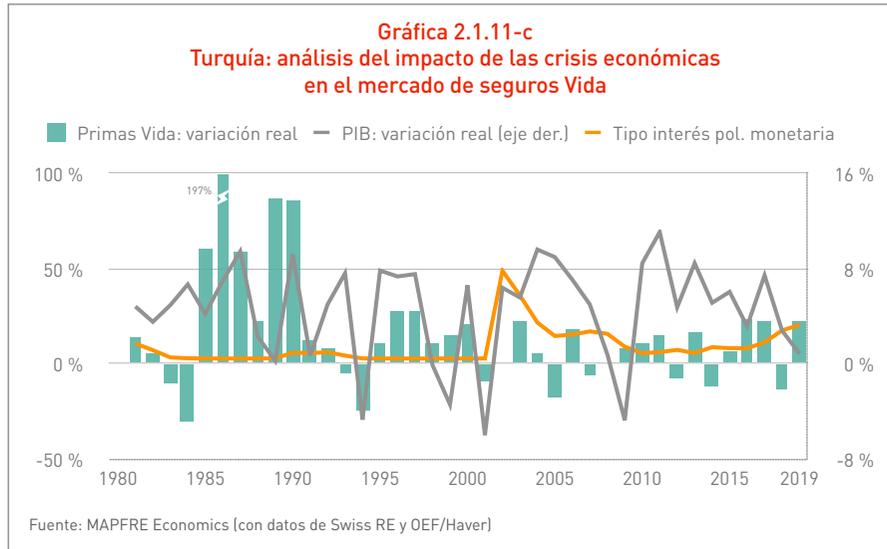
Por otra parte, al analizar lo sucedido en el mercado asegurador turco en las crisis económicas vividas desde el año 1980 (véase la Gráfica 2.1.11-b), se observa que la crisis de 1994, año en el que el PIB sufrió una contracción del -4,7%, llevó consigo una caída en las primas de seguros del -8,3%. Sin embargo, en los cuatro años siguientes el sector asegurador experimentó fuertes crecimientos, con un promedio de crecimiento real (una vez corregido el efecto de la inflación) del 10% anual, notablemente superior al crecimiento del PIB, que tuvo un crecimiento promedio del 5,7%.

Asimismo, en la crisis de los años 2007-2009, el sector asegurador turco sufrió una fuerte ralentización durante los primeros años de la crisis y un ligero retroceso en 2009 del -1%, año en el que la caída del PIB turco fue del -4,7%, volviendo a experimentar notables crecimientos en las primas de seguros en los cuatro años posteriores, también superiores en promedio al crecimiento medio de la economía en esos años. Por tanto, el sector asegurador turco mostró una notable resistencia en esta última crisis, como se ha observado en otros mercados emergentes. En estas recuperaciones ayuda también el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía turca que hace que una mejora de las condiciones económicas se traduzca en crecimientos mayores del negocio asegurador. Por último, las Gráficas 2.1.11-c y 2.1.11-d ilustran el impacto a nivel desagregado para los ramos de Vida y No Vida.

Gráfica 2.1.11-b
Turquía: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros

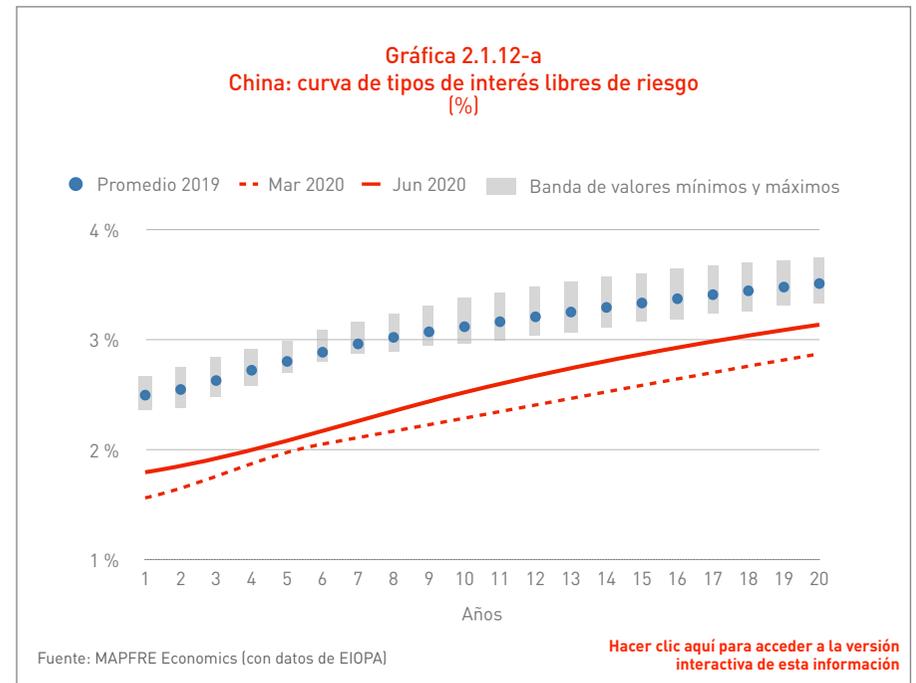


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

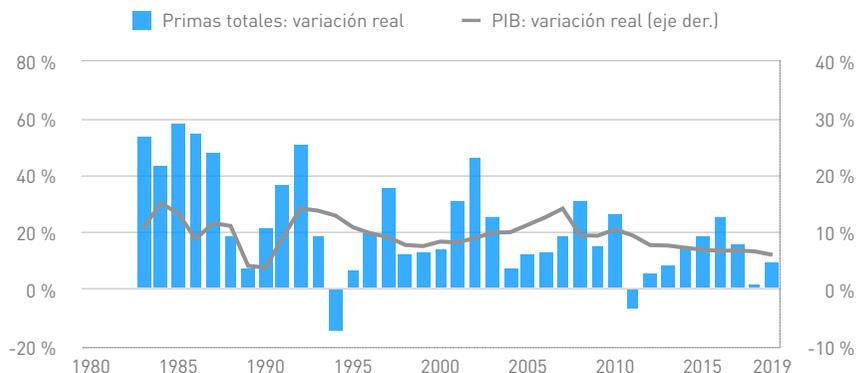


2.1.12 China

En China las expectativas económicas para 2020 anticipan una abrupta desaceleración del PIB, con un crecimiento que se situaría en un rango entre el 0,8% y el 0%, frente al crecimiento real de 2019 del 6,2% (6,7% en 2018). China fue la primera economía en sufrir los efectos de la crisis sanitaria y, por lo tanto, en adoptar medidas de confinamiento de la población en las zonas afectadas por la pandemia. Asimismo, ha sido el primer país que comenzó a levantar algunas de esas medidas, lo que se está reflejando ya en algunos indicadores adelantados de actividad. El gobierno chino está llevando a cabo un amplio programa de estímulos fiscales y monetarios que podría acelerar la vuelta al crecimiento



Gráfica 2.1.12-b
China: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros



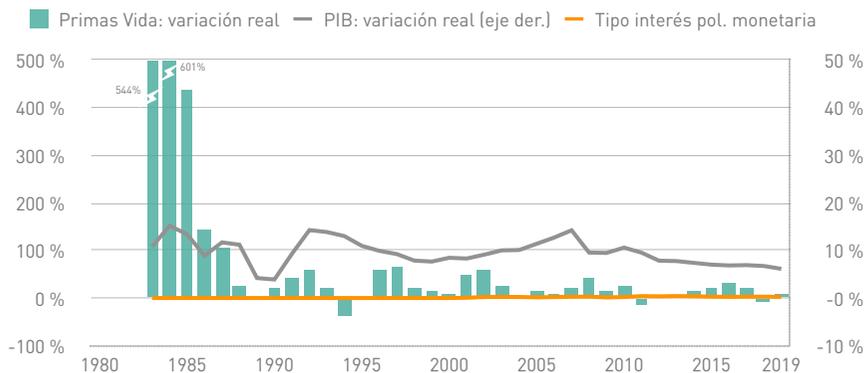
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

Gráfica 2.1.12-d
China: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

Gráfica 2.1.12-c
China: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

económico, suavizando el impacto negativo que tendrá la fuerte desaceleración económica sobre el sector asegurador.

En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12-a), se observa una cierta recuperación en los tipos de interés libres de riesgo a lo largo del pasado trimestre, tras el fuerte descenso del trimestre anterior, acentuando su pendiente positiva. Esto puede llegar a suavizar el efecto negativo de la contracción del PIB y de la caída de los tipos de interés sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto.

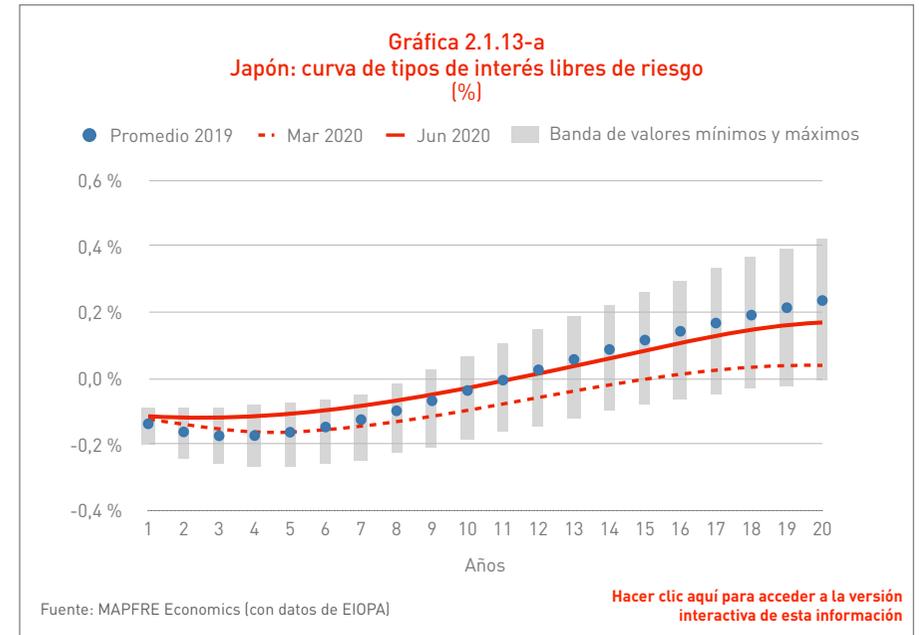
Por otra parte, si se analiza lo sucedido en el mercado asegurador chino en las crisis económicas vividas desde el año 1980 (véase la Gráfica 2.1.12-b), se observa que en la crisis de 1994 y la de 2011, la economía china sufrió solo ligeras desaceleraciones en términos de PIB; no obstante, las primas del sector asegurador sufrieron notables retrocesos en esos años del -15% y del -6%, respectivamente. Sin embargo, en los cuatro años

siguientes el sector asegurador experimentó fuertes crecimientos, notablemente superiores al crecimiento del PIB, con un promedio de crecimiento real (una vez corregido el efecto de la inflación) del 19% anual y del 12% a partir de 1994 y del año 2011, en cada caso. Debe señalarse que en estas recuperaciones ayuda también el bajo nivel de desarrollo de los seguros en la economía china, cuya tasa de penetración se encuentra lejos todavía de los niveles propios de las economías más desarrolladas. Las Gráficas 2.1.12-c y 2.1.12-d, por su parte, muestran el impacto a nivel desagregado para los ramos de Vida y No Vida, respectivamente.

2.1.13 Japón

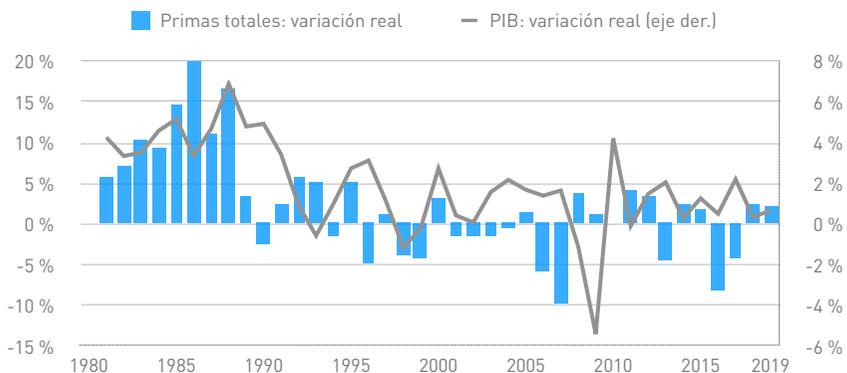
Las previsiones para la economía japonesa anticipan una fuerte recesión en 2020, con una caída del PIB que podría estar en una horquilla entre el -6% y el -6,8%, frente a un crecimiento del 0,7% en 2019 (0,3% en 2018). Como en prácticamente todas las economías del orbe, se prevé una recuperación en 2021, pero existe gran incertidumbre en cuanto a las estimaciones y los efectos estructurales que pueden derivarse de la presente crisis, a pesar de las medidas de expansión monetaria y fiscal adoptadas por las autoridades japonesas. La acusada caída del PIB prevista para este año perjudicará, sin duda, el desarrollo del sector asegurador, tanto el negocio de No Vida como en el de Vida riesgo, cuyo crecimiento se encuentra muy ligado al comportamiento económico.

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



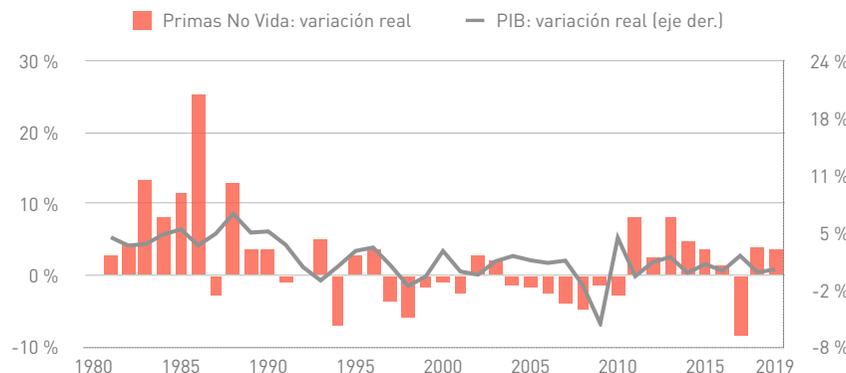
Por otra parte, al analizar lo sucedido en el mercado asegurador japonés en las crisis económicas vividas desde el año 1980 (véase la Gráfica 2.1.13-b), vemos que el estallido de la burbuja inmobiliaria en Japón, a principios de los años noventa, marcó un punto de inflexión tanto en el crecimiento económico como en el desarrollo del sector asegurador del país del que todavía no se había llegado a recuperar en la actualidad. En la década de los años noventa (la "década perdida"), los crecimientos sólidos y sostenidos del mercado asegurador no vuelven a recuperarse. Complementariamente, las Gráficas 2.1.13-c y 2.1.13-d muestran el impacto a nivel desagregado para los ramos de Vida y No Vida.

Gráfica 2.1.13-b
Japón: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros



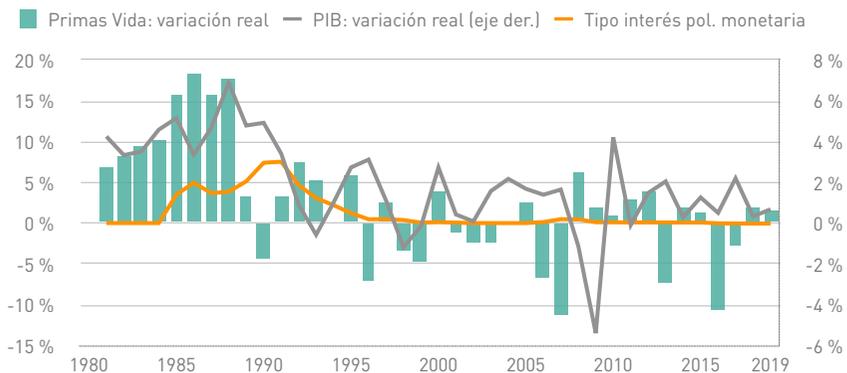
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

Gráfica 2.1.13-d
Japón: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

Gráfica 2.1.13-c
Japón: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida

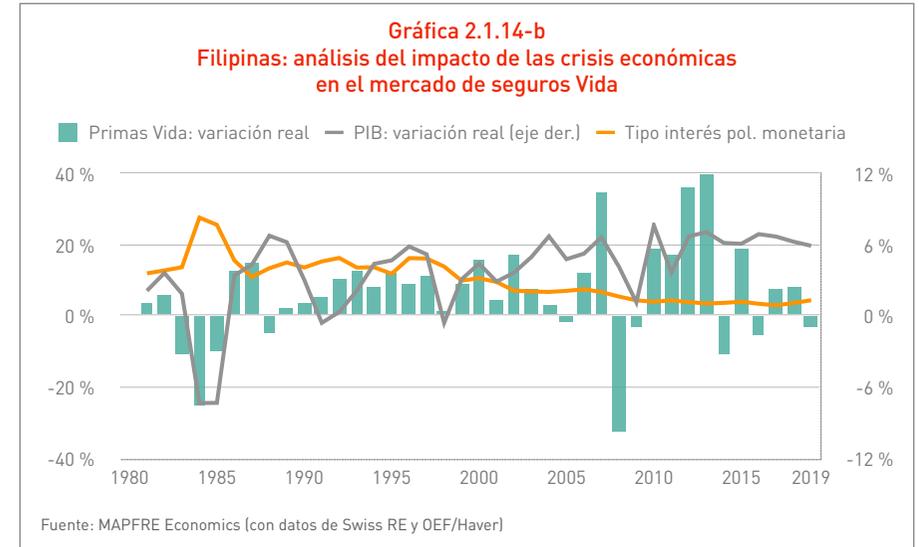
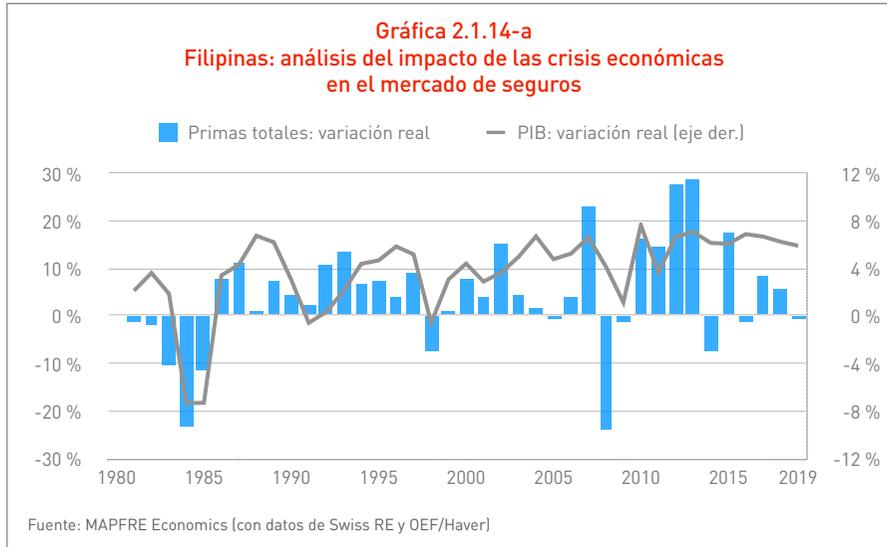


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Swiss RE y OEF/Haver)

2.1.14 Filipinas

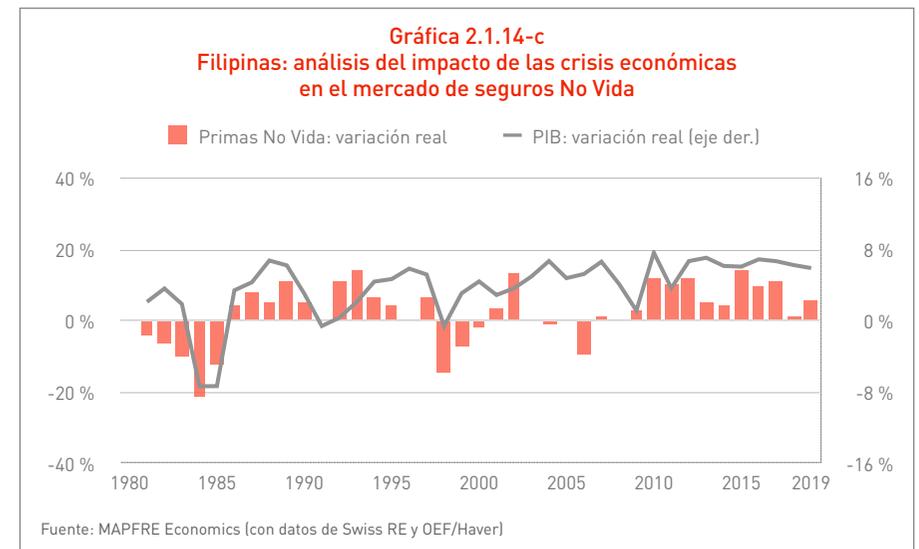
En Filipinas, las expectativas económicas para 2020 anticipan una caída del PIB en un rango entre el -3,8% y el -5,2%, frente a un crecimiento real del 6% en 2019 (6,3% en 2018). La crisis económica provocada por la pandemia del Covid-19 está motivando fuertes retrocesos en el consumo privado, el cual venía siendo el principal motor del crecimiento económico. Esta situación será perjudicial para el desarrollo del sector asegurador, particularmente para el negocio de No Vida, cuyo crecimiento se encuentra muy ligado al comportamiento económico.

De momento, el paquete fiscal de apoyo de la economía asciende a 3,4% del PIB, uno de los más bajos de la zona asiática. Esto supone que la futura recuperación, sobre la cual existe gran incertidumbre, puede ser más lenta de lo previsto en anteriores estimaciones. El Banco Central de Filipinas ha tomado nuevas medidas con bajadas adicionales de los tipos



de interés, en un entorno de inflación moderada. El tipo de referencia de la política monetaria se sitúa en el 2,75% (desde el 3,25%) y la rentabilidad del bono soberano a diez años, que se situaba en el 4,44% a finales de junio, se estima que puede quedar en niveles en torno al 3,16% a finales de 2020. Este entorno de tipos de interés con bajadas de tipos junto con el aplanamiento de la curva de tipos libre de riesgo complica el panorama para las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias, las cuales, en estos momentos, se encuentran expuestas al riesgo de pérdida de negocio por los rescates que puedan producirse por parte de aquellas personas que están en una situación de necesidad al no poder desarrollar su actividad normal a consecuencia de la pandemia.

Si se observa cómo han afectado al mercado asegurador filipino las crisis económicas vividas desde el año 1980 (véase la Gráfica 2.1.14-a), se confirma que las crisis más profundas suelen tener efectos negativos severos sobre el negocio asegurador, como puede observarse en la crisis de los años ochenta en el que el PIB sufrió una contracción del -7%,



llevando consigo una caída en las primas de seguros del -23% en términos reales, y con un largo proceso de recuperación en los años posteriores. La crisis asiática desatada en 1997, más parecida en términos de contracción a la crisis actual, motivó una caída de las primas de seguros del -7% cuando el PIB pasó en un año de crecer al 5,2% en 1997 a una caída del -0,6% en 1998. En este caso, el sector asegurador tuvo un buen comportamiento en los cuatro años posteriores a la crisis, con un crecimiento anual promedio del 7,1%, duplicando el crecimiento del PIB del 3,5% anual promedio en ese período de cuatro años. Lo mismo sucedió en la crisis de 2008, año en el que el negocio asegurador tuvo una abrupta caída del -23,5% en términos reales al dispararse la inflación, pero se recuperó una vez superada la crisis a un ritmo de crecimiento anual promedio del 22% en los cuatro años posteriores, de nuevo notablemente superior al crecimiento real promedio del PIB del 6,3%. En estas recuperaciones ayuda el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía filipina, que hace que una mejora de las condiciones económicas se traduzca en crecimientos mayores del negocio asegurador, como ocurre en otros mercados emergentes. Por último, las Gráficas 2.1.14-c y 2.1.14-d muestran el impacto a nivel desagregado para los ramos de Vida y No Vida.

2.2 Tendencias regulatorias

SFCR de los principales grupos aseguradores de la Unión Europea

Por cuarta ocasión desde que se encuentra en vigor el nuevo marco armonizado de regulación de Solvencia II, durante el segundo trimestre de 2020, los principales grupos aseguradores de la Unión Europea (UE) han publicado su "Informe sobre Situación Financiera y Solvencia" (*Solvency and Financial Condition Report*, SFCR) correspondiente al ejercicio de 2019³.

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 Unión Europea. 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 resultasen 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.

SCR, fondos propios y ratios de solvencia

A continuación, se presenta un análisis del comportamiento de los requerimientos de capital de solvencia (*Solvency Capital Requirement*, SCR), fondos propios y ratios de solvencia de los principales grupos aseguradores de la UE para 2019, incluyendo algunas comparaciones de la evolución de sus principales componentes respecto a 2018.

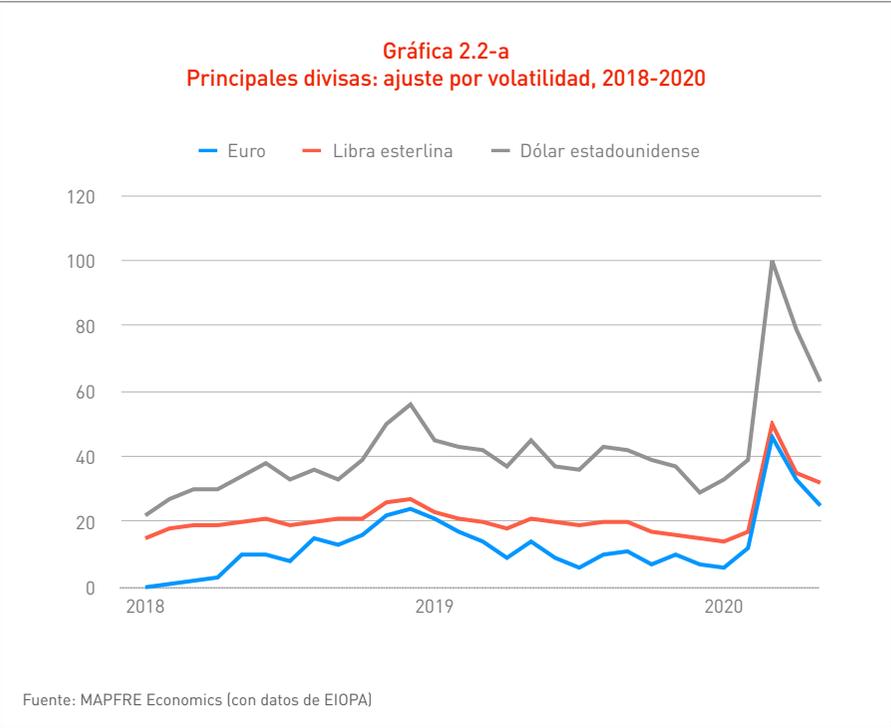
De inicio, debe destacarse que el informe presenta una novedad importante respecto al correspondiente al año anterior, al no incluir al grupo Prudential plc. Este grupo, en 2019, llevó a cabo una escisión de su negocio en Europa en el grupo denominado M&G, el cual ha pasado a cotizar de forma independiente. De esta forma, el grupo Prudential plc. concentra su negocio en otras regiones, principalmente en Asia y en Estados Unidos, quedando bajo la supervisión de la autoridad de seguros de Hong Kong. Como consecuencia de esta reestructuración, Prudential plc ha dejado de publicar en 2019 un SFCR de grupo bajo la normativa de Solvencia II, el cual solo elabora a partir de ese momento M&G por el negocio adquirido (el del Reino Unido y el del resto de Europa). Debe señalarse, sin embargo, que no se ha considerado a M&G en el presente informe por no disponer de la comparativa respecto del año anterior, al ser 2019 el primer ejercicio en el que publica un SFCR de grupo. Esta

situación ha motivado un cambio en la lista de grupos aseguradores que se analiza en el presente informe, en la que se incorpora Sogecap, desapareciendo el grupo Prudential plc. Asimismo, se ha incluido este año al grupo RSA para completar el análisis e incluir a ocho grupos que emplean modelos internos y ocho que emplean la fórmula estándar para calcular el SFCR de grupo.

Ajuste de volatilidad

El ajuste de volatilidad para las principales divisas al cierre de 2019 resultó ser notablemente inferior al ajuste del cierre del año previo (véase la Gráfica 2.2-a). Esta menor volatilidad de los mercados financieros, reflejada en los ajustes de volatilidad calculados por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) para una cartera representativa de las inversiones de las entidades aseguradoras en distintas divisas, favoreció la posición de solvencia de los grupos aseguradores, lo que, en términos generales, se ha traducido en una mejora de los ratios de solvencia de 2019, sin perjuicio de otros factores que pueden afectar a su perfil de riesgo de forma singularizada en sentido contrario. No obstante, la crisis económica derivada de las medidas de confinamiento de la población adoptadas a raíz de la crisis sanitaria provocada por la pandemia del Covid-19, ha provocado un repunte de volatilidad sin precedentes durante lo que va de 2020, el cual se ve claramente reflejado en la evolución del ajuste de volatilidad en los meses posteriores al cierre de 2019. También se aprecia el cambio brusco de tendencia en el mes de marzo tras el anuncio por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos, del Banco Central Europeo y del Banco de Inglaterra de importantes medidas no convencionales para garantizar la liquidez de los mercados de bonos tanto soberanos como corporativos. La reducción de la volatilidad al cierre de 2019 en las inversiones en euros, dólares y libras, motivó una reducción en los ajustes por volatilidad y por casamiento aplicados para el cálculo de las provisiones técnicas y del SCR al momento de determinar el ratio de solvencia a nivel de grupo bajo la nueva regulación prudencial, como se

Gráfica 2.2-a
Principales divisas: ajuste por volatilidad, 2018-2020



puede confirmar en el análisis que se presenta en los siguientes apartados de este informe.

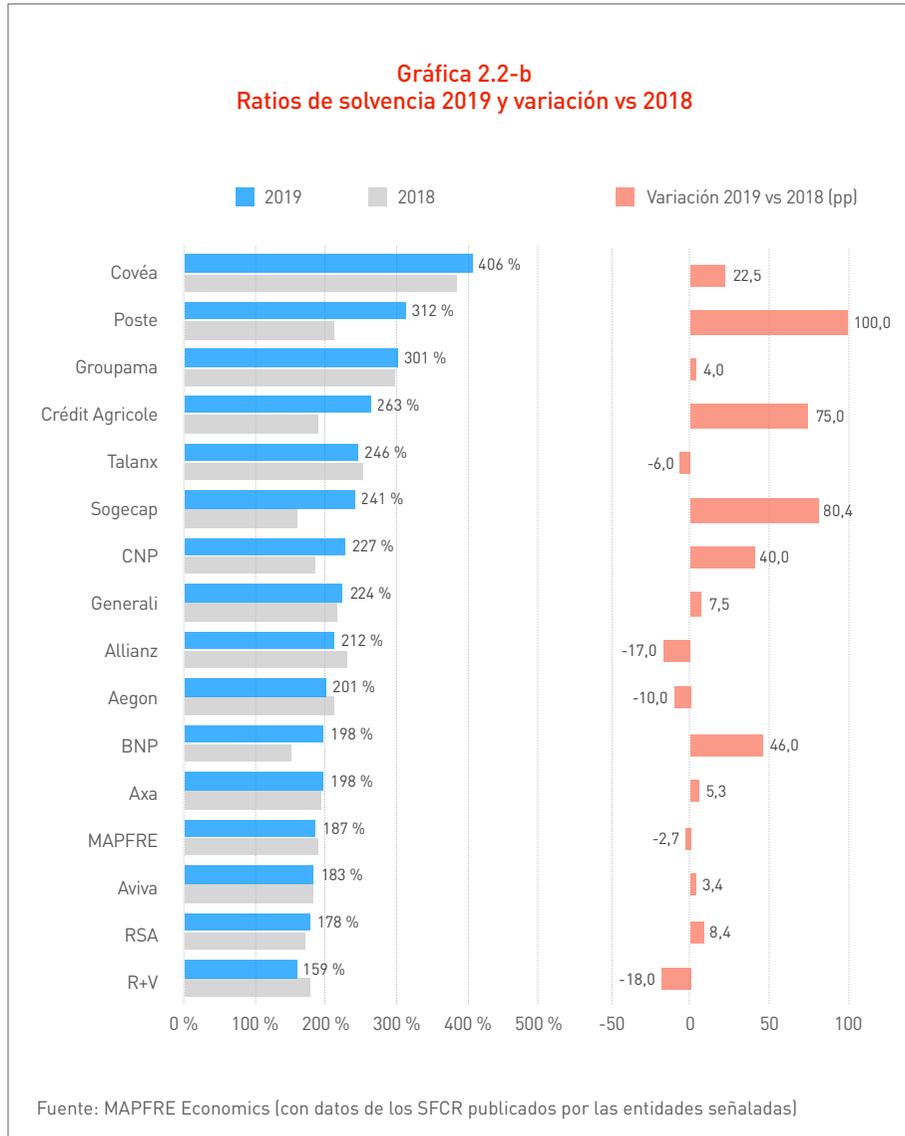
Sin embargo, el repunte posterior a consecuencia de la crisis económica provocada por la pandemia puede ser compensado en parte con mayores ajustes, lo que pone de relieve una vez más la importancia de estas medidas de ajuste incorporadas desde la entrada en vigor de Solvencia II, las cuales actúan de forma anti-cíclica cuando se producen volatilidades puntuales elevadas en las valoraciones de mercado, teniendo en cuenta que, por su modelo de negocio, las entidades aseguradoras no se encuentran expuestas directamente a las referidas volatilidades por

tratarse de inversores que, al gestionar adecuadamente sus riesgos, invierten normalmente a vencimiento.

Ratios de solvencia

Los ratios de solvencia correspondientes al ejercicio 2019, publicados en los SFCR presentados en 2020 por los principales grupos aseguradores de la UE se presentan en la Gráfica 2.2-b. Como se observa en la referida gráfica, dichos ratios han sido comparados con los que fueron publicados en su oportunidad respecto al ejercicio de 2018, incorporando igualmente la variación entre ambos años. De esta información se desprende que Covéa vuelve a presentar el mayor ratio de solvencia en 2019 entre los grupos analizados, con un 406% (frente al 384% de 2018). Los grupos que han visto mayores incrementos en sus ratios de solvencia durante 2018-2019 fueron Poste, Sogecap, Crédit Agricole y BNP, aumentando en 100, 80,4, 75 y 46 puntos porcentuales (pp), respectivamente. En contrapartida, los grupos aseguradores R+V, Allianz y Aegon presentan las mayores caídas en sus respectivos ratios de solvencia respecto a 2018, reduciéndose en 18, 17 y 10 pp, respectivamente.

La Tabla 2.2-a, por su parte, muestra las principales cifras financieras y de solvencia correspondientes al ejercicio 2019 declaradas por los grupos aseguradores en sus respectivos SFCR⁴. De esta información se desprende que las primas totales en ese año para el conjunto de los principales grupos aseguradores de la UE considerados en este informe, ascendieron a 633 millardos de euros (639 en 2018), en tanto que las provisiones técnicas se situaron en 3,8 billones de euros (3,6 en 2018). Asimismo, los fondos propios totales se situaron en 435,7 millardos de euros (416,9 en 2018), en tanto que el SCR agregado sumó 196,6 millardos de euros (199,4 en 2018), dando como resultado un ratio de solvencia agregado de la muestra de grupos analizados que se situó en el 222% (frente al 209% de 2018).



Métodos de cálculo del SCR

Por otra parte, la Tabla 2.2-b muestra la información relativa al método empleado por los grupos aseguradores considerados en este análisis para efectos del cálculo del SCR en 2019. Al respecto, de los 16 grupos analizados, 8 (CNP, Crédit Agricole, MAPFRE, BNP, Sogecap, Poste, Covéa y R+V) emplearon la fórmula estándar, en tanto que los 8 restantes (Allianz, Axa, Generali, RSA, Aviva, Talanx, Aegon y Groupama) utilizaron diferentes modalidades de modelos internos.

Debe señalarse que ninguno de los grupos analizados aplica un modelo interno puro para el cálculo del SCR. Como se ilustra en la referida Tabla 2.2-b, los grupos que realizan algún tipo de modelización interna han optado por aplicar modelos internos parciales (riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo de suscripción, riesgo operacional u otros), combinando el cálculo de la fórmula estándar para determinados módulos con modelos internos para determinadas categorías de riesgos.

Fondos propios admisibles

Por otra parte, la calidad de los fondos propios admisibles de los que dispusieron los diferentes grupos aseguradores considerados en este análisis para cubrir sus requerimientos de capital, se detalla en la Tabla 2.2-c. Como se desprende de esta información, a nivel agregado, el 85% de los fondos propios admisibles eran de máxima calidad (tier 1), el 13,7% eran tier 2, y solamente el 1,3% correspondía al nivel tier 3. Cabe señalar que estos porcentajes son similares a los que presentaba la muestra de grupos analizada en el estudio correspondiente a 2018.

No obstante, destacan los casos de Covéa y R+V, para los cuales los fondos propios admisibles de máxima calidad se sitúan en niveles cercanos al 100% (99,8% y 99,9%, respectivamente). Como complemento a esta información, las Gráficas 2.2-c, 2.2-d y 2.2-e muestran una comparativa

Tabla 2.2-a
Principales cifras financieras y de solvencia, 2019
(millones de euros)

	Primas	Provisiones técnicas	Fondos propios admisibles	SCR requerido	Ratio de solvencia
Allianz	138.540	638.149	83.959	39.525	212,4 %
Axa	100.154	521.163	59.413	29.954	198,3 %
Generali	70.477	395.833	45.516	20.306	224,1 %
Aviva	51.388	427.385	34.080	18.580	183,4 %
Talanx	38.552	120.788	22.729	9224	246,4 %
Crédit Agricole	36.864	343.500	34.561	13.157	262,7 %
CNP	33.892	369.326	34.786	15.339	226,8 %
BNP	24.738	224.466	16.364	8249	198,4 %
Aegon	23.678	162.746	18.470	9173	201,3 %
MAPFRE	23.044	38.128	8976	4805	186,8 %
R+V	17.539	99.662	12.025	7568	158,9 %
Covéa	17.492	87.674	26.578	6545	406,1 %
Sogecap	15.846	140.624	9475	3939	240,6 %
Groupama	14.240	76.339	13.666	4542	300,9 %
RSA	8823	11.892	3634	2042	177,9 %
Poste	17.972	132.765	11.469	3679	311,7 %
Total	633.239	3.790.440	435.699	196.625	221,6 %

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

Tabla 2.2-b
Métodos de cálculo del SCR, 2019

	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	✓					

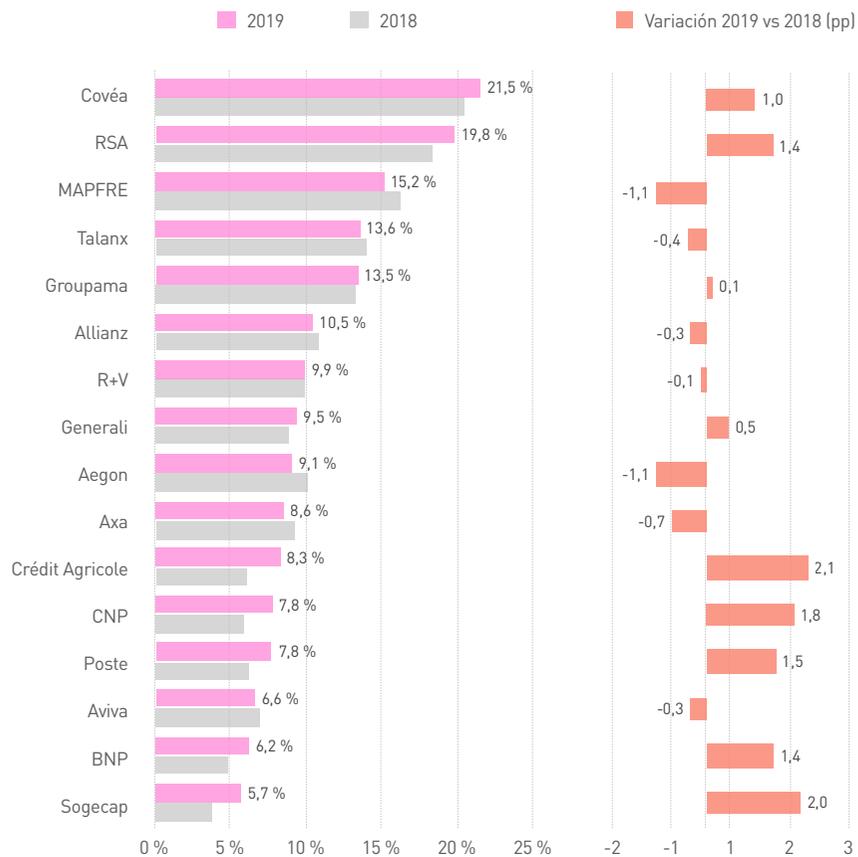
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Tabla 2.2-c
Calidad de los fondos propios admisibles, 2019
(miles de euros y porcentajes)

	Fondos propios admisibles	Tier 1		Tier 1r		Tier 2		Tier 3	
		(monto)	(%)	(monto)	(%)	(monto)	(%)	(monto)	(%)
Allianz	83.958.827	69.556.835	82,8 %	3.296.084	3,9 %	10.239.899	12,2 %	866.009	1,0 %
Axa	59.412.654	40.786.817	68,7 %	6.774.818	11,4 %	11.328.990	19,1 %	522.030	0,9 %
Generali	45.515.623	37.185.967	81,7 %	2.271.221	5,0 %	5.987.313	13,2 %	71.122	0,2 %
RSA	3.633.590	2.368.610	65,2 %	499.170	13,7 %	536.395	14,8 %	229.416	6,3 %
Aviva	34.079.616	24.658.112	72,4 %	2.173.903	6,4 %	6.850.993	20,1 %	396.610	1,2 %
CNP	34.785.962	26.081.364	75,0 %	2.295.477	6,6 %	5.150.006	14,8 %	1.259.115	3,6 %
Covéa	26.577.648	26.527.096	99,8 %	42.552	0,2 %	8.000	0,0 %	-	-
Crédit Agricole	34.561.289	27.152.798	78,6 %	1.996.212	5,8 %	5.348.696	15,5 %	63.583	0,2 %
Talanx	22.729.165	19.568.737	86,1 %	390.096	1,7 %	2.505.244	11,0 %	265.088	1,2 %
Aegon	18.469.591	12.723.463	68,9 %	2.614.013	14,2 %	2.370.415	12,8 %	761.699	4,1 %
Groupama	13.665.841	10.743.848	78,6 %	1.179.790	8,6 %	1.694.267	12,4 %	47.936	0,4 %
BNP	16.363.864	10.582.959	64,7 %	1.656.498	10,1 %	3.048.103	18,6 %	1.076.304	6,6 %
R+V	12.024.830	12.009.130	99,9 %	-	-	15.700	0,1 %	-	-
MAPFRE	8.976.340	7.793.430	86,8 %	-	-	1.182.900	13,2 %	-	-
Sogecap	9.475.462	6.977.648	73,6 %	954.335	10,1 %	1.543.479	16,3 %	-	-
Poste	11.468.565	9.628.928	84,0 %	-	-	1.839.638	16,0 %	-	-
Total	435.698.867	344.345.741	79,0 %	26.144.168	6,0 %	59.650.038	13,7 %	5.558.912	1,3 %

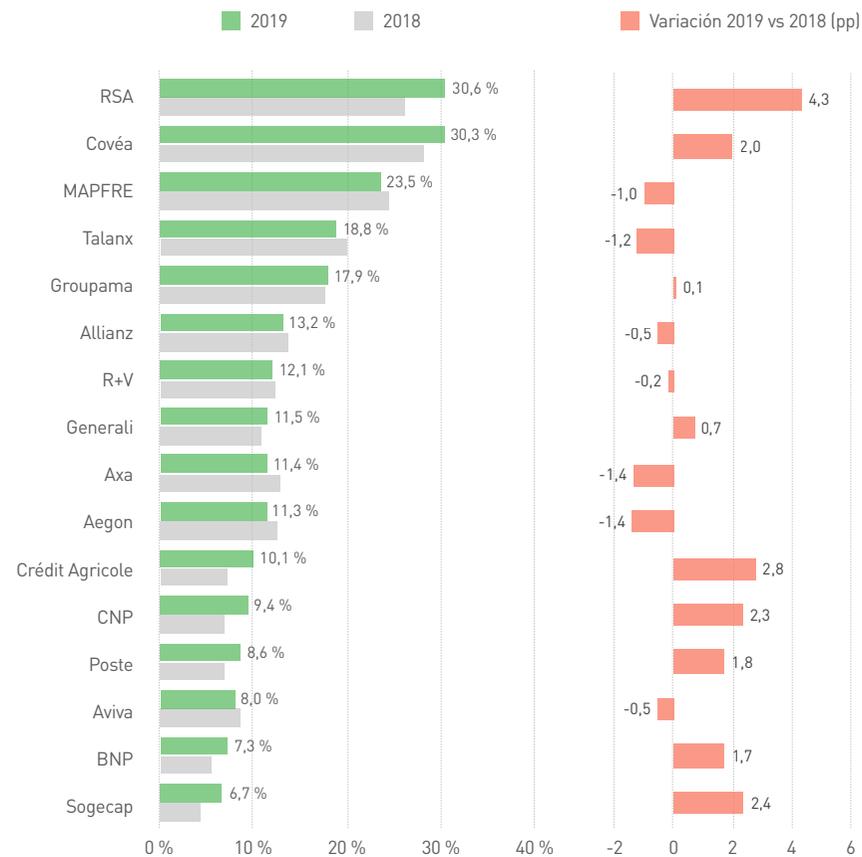
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Gráfica 2.2-c
Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2019
y variación vs 2018



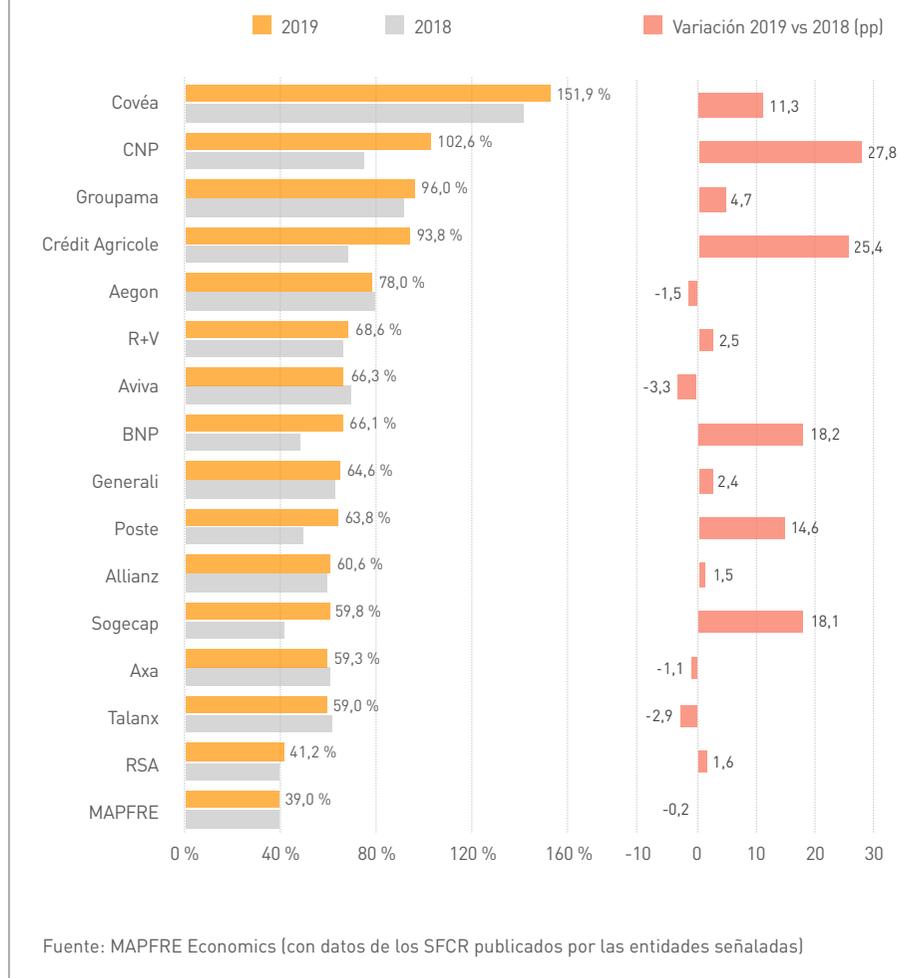
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Gráfica 2.2-d
Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2019
y variación vs 2018



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

Gráfica 2.2-e
Peso relativo de los fondos propios respecto a las primas en 2019
y variación vs 2018



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 2018.

En el primer caso (la relación entre fondos propios y activos), destacan los casos de Covéa, RSA y MAPFRE, con una proporción del 21,5%, 19,8% y 15,2%, respectivamente. En la relación entre los fondos propios y las provisiones técnicas, las primeras tres posiciones son también ocupadas por RSA, Covéa y MAPFRE, con una proporción del 30,6%, 30,3% y 23,5%, en cada caso. Y, finalmente, en la relación entre fondos propios y primas, Covéa, CNP y Groupama se sitúan en las primeras posiciones, con el 151,9%, 102,6% y 96%, 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 del mismo. 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 cuatro 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.

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 informe. 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 2018] en las Gráficas 2.2-f y 2.2-g.

Tabla 2.2-d
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste
sobre los fondos propios, 2019
 (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	83.958.827		3.447.517	
Axa	59.412.654		-1.663.209	
Generali	45.515.623		-792.465	
CNP	34.785.962		-637.454	
Crédit Agricole	34.561.289		-350.718	
Aviva	34.079.616	-4.536.284	-368.341	-8.003.466
Covéa	26.577.648			
Talanx	22.729.165	-3.310.305	272.968	
Aegon	18.469.591		-408.400	-37.255
BNP	16.363.864		-290.205	
Groupama	13.665.841	-3.245.294	-133.416	
R+V	12.024.830			
Poste	11.468.565	-1.320.017	-345.275	
Sogecap	9.475.462		-41.049	
MAPFRE	8.976.340	-660.870	-34.850	-265.180
RSA	3.633.590			

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, 2019
 (miles de euros)

	SCR 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	39.525.279		7.049.313	
Axa	29.953.559		7.326.191	
Generali	20.306.053		6.707.918	
Aviva	18.579.664	597.956	1.239.696	7.915.079
CNP	15.338.546		289.142	
Crédit Agricole	13.156.895		345.158	
Talanx	9.223.808		2.704.339	
Aegon	9.172.955		904.331	57.800
BNP	8.248.815		51.334	
R+V	7.568.194			
Covéa	6.544.555			
MAPFRE	4.804.960	1950	2980	-295.820
Groupama	4.541.803	1.331.756	119.635	
Sogecap	3.938.923		83.087	
Poste	3.679.275		52.240	
RSA	2.042.041			

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

Como se desprende de esta información, el mayor uso de las referidas medidas durante 2019, en términos de su impacto sobre el ratio de solvencia, ha sido por parte de Groupama (especialmente por la aplicación de la medida transitoria de provisiones técnicas) y Aviva (por la aplicación en particular de las medidas de ajuste por volatilidad y ajuste por casamiento). Salvo por los casos de Groupama y Axa, los grupos franceses y R+V son los que, relativamente, menor uso hacen de las medidas de ajustes y transitorias.

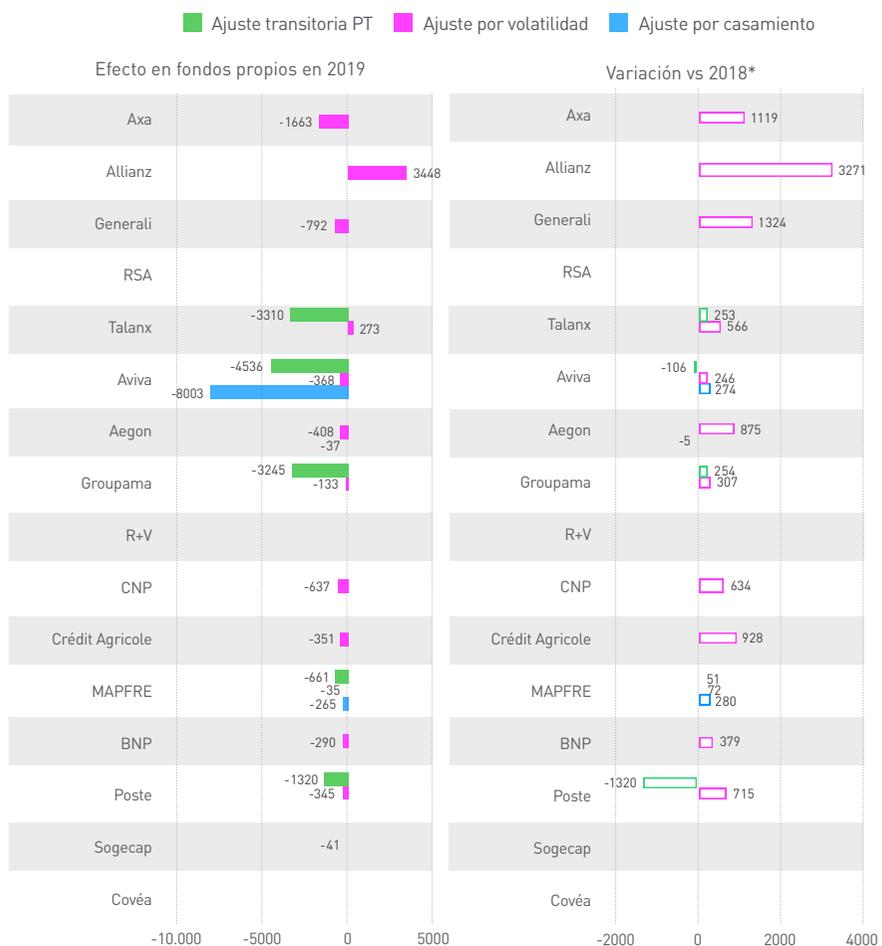
Peso relativo de los componentes del SCR

Finalmente, las Gráficas 2.2-h y 2.2-i ilustran la composición agregada de los distintos módulos y demás componentes del SCR en 2019 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.

En el primer caso, los grupos aseguradores que calculan el SCR empleando la fórmula estándar (Gráfica 2.2-h), muestran entre 2018 y 2019 un aumento en el peso relativo del módulo de riesgo de mercado (+2,7 pp), con una reducción del correspondiente al riesgo de suscripción (-2,4 pp) y, en menor medida, del de crédito (-0,3 pp). De igual forma, para este subconjunto de grupos aseguradores, se registra un aumento del efecto positivo de la diversificación (+1,0 pp) con relación al observado el año previo. Finalmente, respecto a 2018, se observa un mayor beneficio derivado de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas e impuestos diferidos (+2,9 pp).

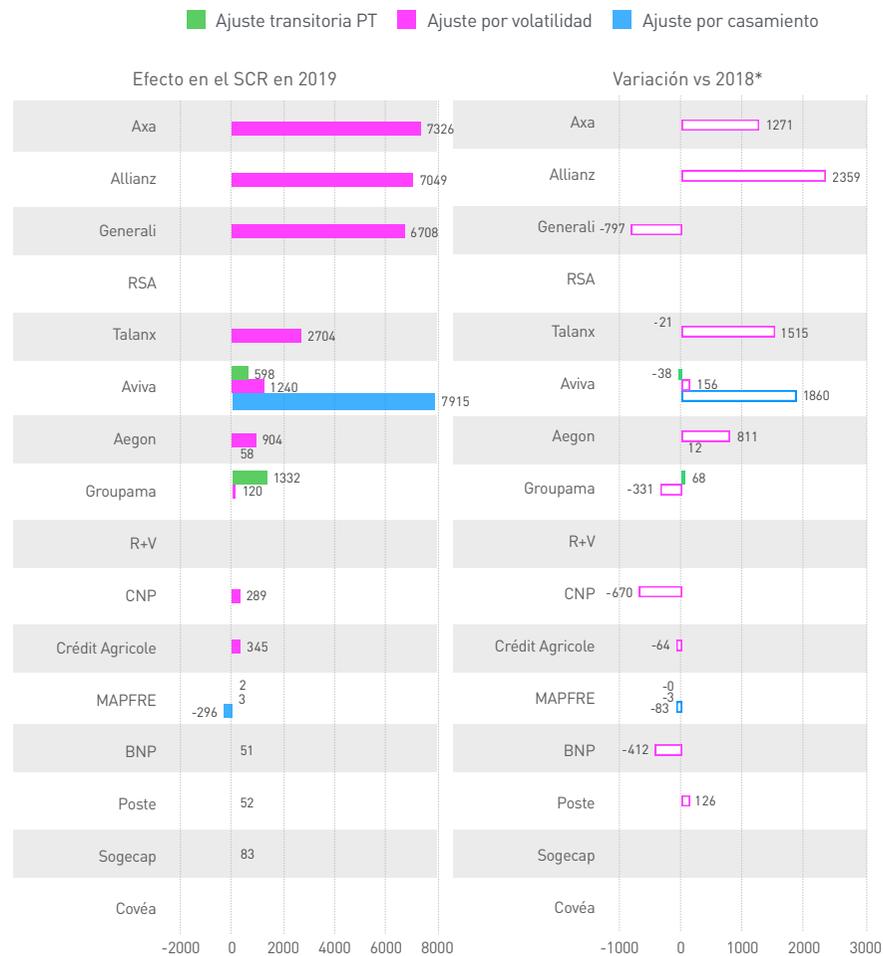
Por otra parte, en el segundo caso, el subconjunto compuesto por los grupos aseguradores que emplean diferentes tipos de modelos internos parciales (Gráfica 2.2- i), presentan, entre 2018 y 2019, una reducción en el peso relativo del componente de riesgo de crédito (-1,2 pp), mientras que el componente de riesgo de mercado registra un aumento respecto al año previo (+0,4 pp), al igual que ocurrió con el riesgo de suscripción (0,6 pp). A

Gráfica 2.2.1-f
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2019
 (millones de euros)



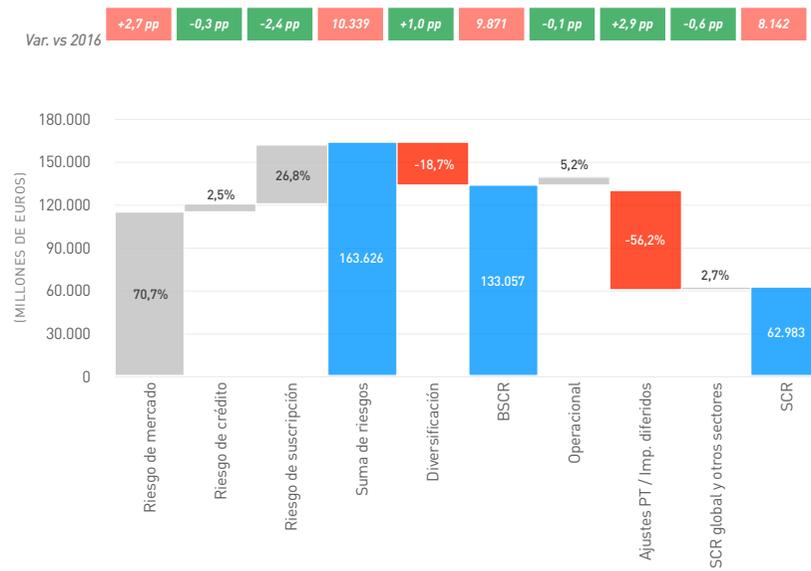
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)
 * La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

Gráfica 2.2.1-g
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2019
 (millones de euros)



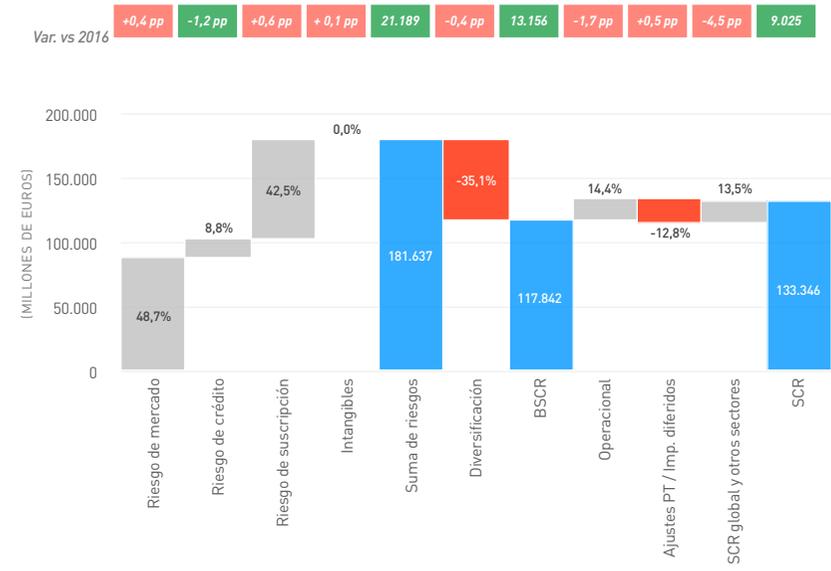
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)
 * La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

Gráfica 2.2-h
Peso relativo de los distintos componentes del SCR
para grupos que emplean la fórmula estándar en 2019 y variación vs 2018
 (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 2019 y variaciones vs 2018
 (millones de euros y porcentajes)



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

diferencia de lo que ocurrió con los grupos que emplearon la fórmula estándar, en este subconjunto se registró en 2019 una reducción de los beneficios derivados de la diversificación (-0,4 pp), así como una reducción del peso del módulo de riesgo operacional (-1,7 pp). 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)					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	1,6	2,4	2,9	2,3	-8,0	4,8	1,6	2,4	2,9	2,3	-9,4	-0,8
Eurozona	1,9	2,7	1,9	1,2	-10,0	5,8	1,9	2,7	1,9	1,2	-11,1	-0,3
Alemania	2,1	2,8	1,6	0,6	-7,5	4,9	2,1	2,8	1,6	0,6	-9,4	0,4
Francia	1,1	2,3	1,7	1,2	-10,3	8,0	1,1	2,3	1,7	1,2	-10,5	3,9
Italia	1,4	1,7	0,7	0,3	-12,1	6,3	1,4	1,7	0,7	0,3	-13,2	-0,3
España	3,0	2,9	2,4	2,0	-12,1	6,8	3,0	2,9	2,4	2,0	-13,1	-1,2
Reino Unido	1,9	1,9	1,3	1,4	-10,8	7,5	1,9	1,9	1,3	1,4	-11,5	0,8
Japón	0,5	2,2	0,3	0,7	-6,0	2,8	0,5	2,2	0,3	0,7	-6,8	-1,9
Mercados emergentes	4,6	4,8	4,5	3,7	-3,0	5,9	4,6	4,8	4,5	3,7	-3,7	1,7
América Latina ¹	-0,6	1,2	1,0	0,1	-9,4	3,7	-0,6	1,2	1,0	0,1	-8,0	-0,5
México	2,4	2,3	2,2	-0,3	-10,5	4,4	2,4	2,3	2,2	-0,3	-11,3	2,2
Brasil	-3,3	1,3	1,3	1,1	-8,9	5,1	-3,3	1,3	1,3	1,1	-9,8	-3,2
Argentina	-2,0	2,7	-2,4	-2,2	-9,5	4,6	-2,0	2,7	-2,4	-2,2	-10,4	0,4
Emergentes europeos ²	4,8	3,3	6,0	2,1	-5,8	4,3	4,8	3,3	6,0	2,1	-5,3	-1,9
Turquía	3,3	7,4	3,1	0,8	-4,6	6,7	3,3	7,4	3,1	0,8	-5,2	-0,5
Asia Pacífico ³	6,3	6,3	6,1	5,7	-1,1	6,7	6,3	6,3	6,1	5,7	-2,8	-1,0
China	6,9	6,9	6,7	6,2	0,8	7,6	6,9	6,9	6,7	6,2	0,0	-0,9
Indonesia	5,0	5,1	5,2	5,0	-0,4	6,1	5,0	5,1	5,2	5,0	-3,1	-0,6
Filipinas	7,2	6,9	6,3	6,0	-3,8	6,5	7,2	6,9	6,3	6,0	-5,2	-1,5
Mundo	3,4	3,8	3,6	2,9	-4,9	5,4	3,4	3,8	3,6	2,9	-5,7	-2,2

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: 7 julio 2020.

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	2,1	2,1	1,9	2,3	0,7	1,6	2,1	2,1	1,9	2,3	-1,0	-0,6
Eurozona	0,7	1,4	1,9	1,0	0,5	1,3	0,7	1,4	1,9	1,0	-0,3	-2,1
Alemania	1,4	1,4	1,6	1,5	1,0	1,4	1,4	1,4	1,6	1,5	0,3	-1,2
Francia	0,5	1,1	1,9	1,1	0,4	1,5	0,5	1,1	1,9	1,1	0,2	-1,5
Italia	0,5	0,9	1,1	0,5	0,2	0,0	0,5	0,9	1,1	0,5	-0,7	-3,6
España	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,1	0,8	1,6	1,1	1,2	0,8	-1,2	-4,4
Reino Unido	1,8	2,7	2,0	1,3	0,3	1,7	1,8	2,7	2,0	1,3	0,4	-0,1
Japón	0,3	0,6	0,9	0,5	-1,1	0,2	0,3	0,6	0,9	0,5	-1,5	-2,8
Mercados emergentes	4,3	4,3	4,8	4,7	4,1	3,7	4,3	4,3	4,8	4,7	4,2	1,8
América Latina ¹	5,6	6,0	6,2	7,2	5,9	5,6	5,6	6,0	6,2	7,2	5,6	4,9
México	3,4	6,8	4,8	2,8	3,4	3,6	3,4	6,8	4,8	2,8	3,0	0,9
Brasil	6,3	2,9	3,7	4,3	1,2	3,1	6,3	2,9	3,7	4,3	1,7	0,1
Argentina	37,5	23,3	47,4	52,2	40,5	30,1	37,5	23,3	47,4	52,2	40,4	26,1
Emergentes europeos ²	5,5	5,4	6,2	4,0	3,5	3,5	5,5	5,4	6,2	4,0	3,5	-0,4
Turquía	8,5	11,9	20,3	11,8	9,6	9,0	8,5	11,9	20,3	11,8	9,5	5,7
Asia Pacífico ³	2,6	2,6	3,0	3,0	1,4	3,3	2,6	2,6	3,0	3,0	1,3	-1,6
China	2,2	1,8	2,2	4,3	1,0	2,4	2,2	1,8	2,2	4,3	0,8	-2,9
Indonesia	3,3	3,5	3,3	2,7	1,8	3,9	3,3	3,5	3,3	2,7	2,6	1,1
Filipinas	2,0	3,0	5,9	1,5	1,4	3,5	2,0	3,0	5,9	1,5	0,6	-2,9
Mundo	2,8	3,0	3,3	3,1	2,5	2,7	2,8	3,0	3,3	3,1	1,3	-0,6

Fuente: MAPFRE Economics

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

Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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

	Escenario Base (EB)					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	2,45	2,40	2,69	1,92	0,87	1,29
Eurozona	0,93	1,13	1,17	0,32	0,48	0,84

Escenario Estresado (EE)					
2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
2,45	2,40	2,69	1,92	0,21	0,45
0,93	1,13	1,17	0,32	0,38	0,29

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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

	Escenario Base (EB)					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
USD-EUR	0,95	0,83	0,87	0,89	0,89	0,88
EUR-USD	1,05	1,20	1,15	1,12	1,13	1,14
GBP-USD	1,23	1,35	1,28	1,32	1,26	1,29
USD-JPY	116,80	112,90	110,83	109,12	106,00	106,00
USD-CNY	6,94	6,51	6,88	6,99	7,10	6,95

Escenario Estresado (EE)					
2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
0,95	0,83	0,87	0,89	0,88	0,88
1,05	1,20	1,15	1,12	1,13	1,14
1,23	1,35	1,28	1,32	1,31	1,34
116,80	112,90	110,83	109,12	104,00	105,10
6,94	6,51	6,88	6,99	7,21	6,99

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

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

	Escenario Base (EB)					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	0,75	1,50	2,50	1,75	0,20	0,20
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	2,59	3,09	3,07	2,81	1,50	2,71

Escenario Estresado (EE)					
2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
0,75	1,50	2,50	1,75	0,20	0,00
0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2,59	3,09	3,07	2,81	0,80	0,76

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 7 julio 2020.

Índice de gráficas, tablas y recuadros

Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Global: comportamiento de los PMIs	11
Gráfica 1.1.1-b	Economías seleccionadas: comportamiento de los PMIs	12
Gráfica 1.1.1-c	Global: contagios Covid-19 e índice de supresión	12
Gráfica 1.1.1-d	Global: actualización de las previsiones del crecimiento del PIB	21
Gráfica 1.1.2	Vulnerabilidades y riesgos globales	22
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	25
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	25
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	28
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	28
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	30
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	30
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	32
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	32
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	34
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	34
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	37
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	37
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB	39
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	39
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	41
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	41
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB	43
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	43
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB	45
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	45

Gráfica 1.2.11-a Argentina: descomposición y previsiones del PIB 47

Gráfica 1.2.11-b Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 47

Gráfica 1.2.12-a China: descomposición y previsiones del PIB 49

Gráfica 1.2.12-b China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 49

Gráfica 1.2.13-a Indonesia: descomposición y previsiones del PIB 51

Gráfica 1.2.13-b Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 51

Gráfica 1.2.14-a Filipinas: descomposición y previsiones del PIB 52

Gráfica 1.2.14-b Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 52

Gráfica 2.1.2-a Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo 63

Gráfica 2.1.2-b Eurozona: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 64

Gráfica 2.1.2-c Eurozona: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida 64

Gráfica 2.1.2-d Eurozona: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida 64

Gráfica 2.1.3-a Alemania: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 65

Gráfica 2.1.3-b Alemania: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida 65

Gráfica 2.1.3-c Alemania: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida 65

Gráfica 2.1.4-a Italia: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 66

Gráfica 2.1.4-b Italia: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida 67

Gráfica 2.1.4-c Italia: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida 67

Gráfica 2.1.5-a España: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 68

Gráfica 2.1.5-b España: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida 68

Gráfica 2.1.5-c España: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida 68

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

Gráfica 2.1.6-b Reino Unido: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 70

Gráfica 2.1.6-c Reino Unido: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida 70

Gráfica 2.1.6-d Reino Unido: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida 70

Gráfica 2.1.7-a Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo 71

Gráfica 2.1.7-b Estados Unidos: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 72

Gráfica 2.1.7-c Estados Unidos: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida 72

Gráfica 2.1.7-d Estados Unidos: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida 72

Gráfica 2.1.8-a Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo 73

Gráfica 2.1.8-b Brasil: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 73

Gráfica 2.1.8-c Brasil: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida 74

Gráfica 2.1.8-d Brasil: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida 74

Gráfica 2.1.9-a	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	74
Gráfica 2.1.9-b	México: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros	75
Gráfica 2.1.9-c	México: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida	75
Gráfica 2.1.9-d	México: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida	75
Gráfica 2.1.10 -a	Argentina: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros	76
Gráfica 2.1.10 -b	Argentina: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida	77
Gráfica 2.1.10 -c	Argentina: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida	77
Gráfica 2.1.11-a	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	78
Gráfica 2.1.11-b	Turquía: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros	78
Gráfica 2.1.11-c	Turquía: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida	79
Gráfica 2.1.11-d	Turquía: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida	79
Gráfica 2.1.12-a	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	79
Gráfica 2.1.12-b	China: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros	80
Gráfica 2.1.12-c	China: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida	80
Gráfica 2.1.12-d	China: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida	80
Gráfica 2.1.13-a	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	81
Gráfica 2.1.13-b	Japón: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros	82
Gráfica 2.1.13-c	Japón: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida	82
Gráfica 2.1.13-d	Japón: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida	82
Gráfica 2.1.14-a	Filipinas: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros	83
Gráfica 2.1.14-b	Filipinas: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros Vida	83
Gráfica 2.1.14-c	Filipinas: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros No Vida	83
Gráfica 2.2-a	Principales divisas: ajuste por volatilidad, 2018-2020	86
Gráfica 2.2-b	Ratios de solvencia 2019 y variación vs 2018	87
Gráfica 2.2-c	Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2019 y variación vs 2018	90
Gráfica 2.2-d	Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2019 y variación vs 2018	90
Gráfica 2.2-e	Peso relativo de los fondos propios respecto a las primas en 2019 y variación vs 2018	91
Gráfica 2.2.1-f	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2019	94
Gráfica 2.2.1-g	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2019	94
Gráfica 2.2-h	Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean la fórmula estándar en 2019 y variación vs 2018	95
Gráfica 2.2-i	Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean modelos internos parciales en 2019 y variaciones vs 2018	95

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	25
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	28
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	30
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	32
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	34
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	37
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	39
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	41
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	43
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	45
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	47
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	49
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	51
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	52
Tabla 2.2-a	Principales cifras financieras y de solvencia, 2019	88
Tabla 2.2-b	Métodos de cálculo del SCR, 2019	88
Tabla 2.2-c	Calidad de los fondos propios admisibles, 2019	89
Tabla 2.2-d	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2019	92
Tabla 2.2-e	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2019	93
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto	97
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación	98
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	99
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio	99
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia	99

Recuadros

Recuadro 1.1.1-a	Volatilidad cambiaria emergente	13
Recuadro 1.1.1-b	Actualización de política monetaria	16
Recuadro 2.1.1	Pandemias, crisis económicas y desempeño del sector asegurador	56

Referencias

1/ Véase: Servicio de Estudios de MAPFRE (2020), *Panorama económico y sectorial 2020: perspectivas hacia el segundo trimestre*. Madrid, Fundación MAPFRE. En: https://www.fundacionmapfre.org/documentacion/publico/es/catalogo_imagenes/grupo.do?path=1105926

2/ Una actualización de las medidas de supresión relativas al Covid-19, los casos confirmados y los cambios en las expectativas de consenso sobre el crecimiento de la economía global por países puede verse [aquí](https://app.klipfolio.com/published/caccb158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/respuesta-institucional-a-la-crisis-covid19-y-efectos-en-el-crecimiento-esperado): <https://app.klipfolio.com/published/caccb158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/respuesta-institucional-a-la-crisis-covid19-y-efectos-en-el-crecimiento-esperado>

3/ Los *Informes sobre la Situación Financiera y Solvencia* (SFCR) correspondientes a 2019 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/2020/EN-Allianz-Group-SFCR-2019.pdf

Axa: https://www-axa-com.cdn.axa-contento-118412.eu/www-axa-com%2F09af29af-f672-42db-a0e3-ccbba2053693_axa_sfcr_2019_va.pdf

Generali: https://www.generali.com/doc/jcr:8755bddb-1edb-4286-ada3-68d86e9be77f/lang:en/Generali_Group_SFCR_2019.pdf

Aviva: <https://www.aviva.com/content/dam/aviva-corporate/documents/investors/pdfs/regulatoryreturns/2019/31%20Dec%202019%20-%20Aviva%20plc%20Group%20SFCR.pdf>

Talanx: https://www.talanx.com/media/Files/investor-relations/pdf/geschaeftsberichte/risikoberichte/2019_sfcr_hdi_gruppe_en.pdf

Crédit Agricole: https://www.ca-assurances.com/previewPDF/17885/CAA%20-%20SFCR%202019_FR.pdf

CNP: <https://www.cnp.fr/en/the-cnp-assurances-group/newsroom/publications/2020/le-groupe-cnp/analyste-investisseur/resultats/sfcr-2019-groupe-cnp-assurances>

BNP: <https://www.bnpparibascardif.com/documents/583427/1227287/SFCR+2019+BNPPC+Synth%C3%A8se+en+Italien.pdf/05ef10a4-8c60-4d4b-8dca-c717105456fd>

Aegon: <https://www.aegon.com/contentassets/44095bac30594b779000c9c7dc02d7d0/2019-sfcr-aegon-group.pdf>

MAPFRE: <https://www.mapfre.com/media/accionistas/2020/2019-sfcr-grupo-mapfre.pdf>

R+V: <https://www.ruv.de/static-files/ruvde/downloads/ueber-uns/geschaeftsberichte/2019-SFCR-ruv-versicherungag-gruppe.pdf>

Covéa: https://www.Covéa.eu/sites/default/files/2020-05/SFCR_Covéa_2019.pdf

Sogecap: https://www.assurances.societegenerale.com/uploads/tx_bisgnews/07_GROUPESOGECAP_SFCR_2019_2804_PLANCHE_01.pdf

Groupama: <https://www.groupama.com/wp-content/uploads/2020/05/SFCR-Groupe-Groupama-31-d%C3%A9cembre-2019-1.pdf>

RSA: <https://www.rsagroup.com/media/4037/rsa-insurance-group-plc-sfcr-including-uk-entities.pdf>

Poste Vita: https://www.poste.it/files/1476519465546/Allegato_RelazioneSemestrale_Consolidata_2019_GruppoPosteVita.pdf

4/ En el caso del grupo asegurador Poste, la cifra de las primas se ha tomado de las cuentas consolidadas del grupo, al no figurar en el informe parcial del SFCR de 2019 publicado hasta la fecha.

Otros informes de MAPFRE Economics

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

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

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

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

Servicio de Estudios de MAPFRE (2020), *Inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

AVISO

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

Las estimaciones contenidas en este documento han sido preparadas a partir de metodologías generalmente aceptadas y deben ser consideradas solo como previsiones o proyecciones, en la medida en que los resultados obtenidos de datos históricos, positivos o negativos, no pueden considerarse como una garantía de su desempeño futuro. Asimismo, este documento y su contenido 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