

An aerial photograph of a large container port. A massive container ship is docked at a pier, its deck covered with stacks of colorful shipping containers in shades of red, yellow, and blue. Several large red gantry cranes are positioned along the pier, some with their booms extended over the ship. The water is a deep blue, and the sky is a pale, hazy blue. In the background, a city skyline is visible across a body of water.

Fundación **mapfre**

# PANORAMA ECONÓMICO Y SECTORIAL 2026

 **mapfre** Economics



# Panorama económico y sectorial 2026

 **mapfre** Economics

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 (2026), *Panorama económico y sectorial 2026*, Madrid,  
Fundación Mapfre.

© Imagen de cubierta: iStock

© De los textos:  
Mapfre Economics - [mapfre.economics@mapfre.com](mailto:mapfre.economics@mapfre.com)  
España: Carretera de Pozuelo, 52 - Edificio 1  
28222 Majadahonda, Madrid  
México: Avenida Revolución, 507  
Col. San Pedro de los Pinos  
03800 Benito Juárez, Ciudad de México

© De esta edición:  
2026, Fundación Mapfre  
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid  
[www.fundacionmapfre.org](http://www.fundacionmapfre.org)

Febrero, 2026.

**Manuel Aguilera Verduzco**

Director General

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

**Gonzalo de Cadenas Santiago**

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

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

**Ricardo González García**

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

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

**José Brito Correia**

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

**Eduardo García Castro**

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

**Begoña González García**

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

**Isabel Carrasco Carrascal**

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

**Fernando Mateo Calle**

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

**Rafael Izquierdo Carrasco**

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

**Johannes Ricardo Rojas Díaz**

[jrroja1@mapfre.com](mailto:jrroja1@mapfre.com)

**Eduardo Arroyo Samper**

**Gloria Donaire Picón**



# Contenido

<b>Presentación</b> .....	9
<b>Introducción</b> .....	11
<b>Resumen ejecutivo</b> .....	13
<b>1. Panorama económico</b> .....	17
1.1. El panorama económico global .....	17
1.1.1 Balance de 2025: la institucionalización de la incertidumbre .....	17
1.1.2 Perspectivas para 2026-2027: un puente inestable .....	19
1.1.3 La geopolítica como eje gravitacional .....	27
1.1.4 Escenarios de análisis .....	28
1.1.5 Dinámicas regionales y previsiones: asimetrías de un ciclo condicionado .....	35
1.1.6 Balance de riesgos .....	39
1.2. Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas .....	42
1.2.1 Estados Unidos .....	42
1.2.2 Eurozona .....	45
1.2.3 España .....	47
1.2.4 Alemania .....	49
1.2.5 Italia .....	51
1.2.6 Francia .....	53
1.2.7 Portugal .....	55
1.2.8 Reino Unido .....	57
1.2.9 Japón .....	60
1.2.10 Turquía .....	62
1.2.11 México .....	64
1.2.12 Brasil .....	66
1.2.13 Argentina .....	68
1.2.14 Colombia .....	70
1.2.15 Chile .....	72
1.2.16 Perú .....	74
1.2.17 China .....	76
1.2.18 Indonesia .....	79

<b>2. Panorama sectorial</b>	<b>83</b>
2.1. El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora	83
2.1.1 Mercados globales	83
2.1.2 Eurozona	86
2.1.3 Alemania	87
2.1.4 Italia	88
2.1.5 España	88
2.1.6 Portugal	89
2.1.7 Reino Unido	90
2.1.8 Estados Unidos	90
2.1.9 Brasil	92
2.1.10 México	93
2.1.11 Argentina	94
2.1.12 Turquía	94
2.1.13 China	95
2.1.14 Japón	96
2.1.15 Mercado de reaseguro	97
2.2. Tendencias regulatorias y de supervisión	98
2.2.1 Reforma de Solvencia II	98
2.2.2 Informe de la IAIS sobre el mercado global de seguros	99
2.2.3 Informe de estabilidad financiera 2025 de EIOPA	102
2.2.4 Test de estrés de liquidez de las IORP 2025	103
 <b>Apéndice A:</b> <b>previsiones macroeconómicas</b>	 109
 <b>Apéndice B:</b> <b>previsiones de crecimiento de primas</b>	 113
 <b>Índice de tablas, gráficas y recuadros</b>	 115
 <b>Referencias</b>	 119

# Presentación

Esta nueva edición del informe *Panorama económico y sectorial 2026*, que elabora Mapfre Economics y publica Fundación Mapfre, revisa las tendencias estructurales y coyunturales que marcarán el desempeño económico global en 2026, y analiza su repercusión en el desarrollo del mercado asegurador. Además, los comentarios y previsiones de este informe se revisarán a lo largo de 2026, con la publicación de dos actualizaciones trimestrales y una semestral.

El informe toma como punto de partida las proyecciones para 2026, año que se perfila como una etapa de transición delicada hacia la recuperación de la economía global. Este período estará marcado por un avance moderado de la actividad económica y una contención progresiva de los precios, aunque todavía condicionado por el margen limitado de las políticas públicas y ciertas desigualdades en el consumo. Bajo este escenario, el sector asegurador encuentra un entorno propicio para un desarrollo estable. En concreto, se anticipa que el segmento de los seguros de No Vida experimente una evolución positiva favorecida por la menor presión inflacionaria y la estabilización de sus costes operativos. Paralelamente, el segmento de los seguros de Vida se verá impulsado tanto por el entorno de tipos de interés como por la recuperación del poder adquisitivo de los hogares. En definitiva, la industria muestra una notable solidez para continuar su expansión, respaldada por un marco macroeconómico y financiero de relativa estabilidad.

Este estudio de Mapfre Economics se ha consolidado como un documento de referencia para obtener una visión actualizada, a comienzos de cada ejercicio y a lo largo del año, sobre la actividad económica y aseguradora. Con su publicación, Fundación Mapfre mantiene su compromiso con la divulgación del conocimiento financiero y asegurador, con el propósito de contribuir a mejorar la cultura de los ciudadanos en estas materias. Confiamos también que este trabajo constituya una herramienta útil para profesionales, reguladores, académicos y todos aquellos interesados en anticipar los escenarios que influirán en la economía y en la industria aseguradora durante los próximos años.

**Fundación Mapfre**



# Introducción

Esta edición de nuestro informe *Panorama económico y sectorial* apunta que la economía global ha transitado hacia un estado de resiliencia funcional, sostenida por la gestión de riesgos sistémicos más que por la fortaleza intrínseca del ciclo económico. Este escenario confirma a la incertidumbre como una característica estructural y no transitoria del entorno global. Así, la dinámica actual se rige por una suerte de selectividad estratégica, en la que la seguridad de suministro prevalece sobre la eficiencia, reconfigurando las cadenas de valor y “militarizando” la interdependencia económica. Simultáneamente, la Inteligencia Artificial actúa como catalizador de la inversión en infraestructura física y energética, aunque con efectos aún inciertos sobre la productividad.

Desde la perspectiva macroeconómica, se evidencia una polarización del consumo, la cual ha deteriorado el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Ante la insensibilidad a los tipos de interés por parte de los agentes con restricciones financieras, los bancos centrales han adoptado un enfoque macroprudencial y defensivo, al tiempo que la inflación, lejos de converger a un punto fijo, oscila en rangos estrechos, limitando la maniobra fiscal y monetaria. De esta forma, el próximo bienio (2026-2027) se perfila como una transición frágil hacia el crecimiento potencial dentro de un corredor estrecho. La geopolítica se consolida como el eje rector que redefine las funciones de reacción de la política económica, donde la competencia triangular entre potencias fragmenta la gobernanza global y convierte al tipo de cambio en un codificador de expectativas de seguridad.

Para la industria aseguradora, este entorno de crecimiento económico nominal y tipos de interés estabilizados en niveles estructuralmente superiores resulta favorable. En el segmento de los seguros de No Vida, la moderación de la inflación alivia la presión sobre los costes siniestros, mientras que la exposición a la actividad económica y la mejora en los rendimientos financieros impulsan la demanda. En el segmento de Vida, por su parte, los tipos de interés altos refuerzan los márgenes financieros y el atractivo de los productos de ahorro, apoyados por una cierta recuperación del poder adquisitivo real. En conclusión, el sector anticipa una expansión sólida y sostenible, correlacionada con una estabilidad macroeconómica que es administrada más que orgánica.

**Mapfre Economics**



# Resumen ejecutivo

## Panorama económico y sectorial 2026

### Panorama económico

La economía global concluyó 2025 exhibiendo una resiliencia funcional; esto es, una condición sostenida más por la gestión deliberada del riesgo que por la fortaleza intrínseca del ciclo económico. Este período confirmó que la incertidumbre ha dejado de ser un fenómeno transitorio para consolidarse como una característica estructural del sistema económico del mundo. Esta dinámica estuvo regida por una política comercial y geopolítica que evolucionó hacia la *selectividad estratégica*, donde la seguridad prevaleció sobre la eficiencia, reconfigurando las cadenas de suministro y transformando las materias primas en instrumentos de poder estratégico. Paralelamente, la inteligencia artificial (IA) actuó como catalizador de la inversión, desplazando el foco desde la infraestructura digital hacia la energía e insumos críticos, aunque con un impacto en la productividad aún incierto.

En el ámbito del consumo, se observó una marcada polarización. La demanda se concentró en hogares de altos ingresos, mientras que los segmentos de renta media y baja perdieron capacidad debido a salarios reales estancados y restricciones crediticias. Esta estructura desigual deterioró la transmisión de la política monetaria, la cual perdió capacidad de influencia, dado que la mayoría de los hogares, atrapados en restricciones financieras, se volvieron poco sensibles a los cambios en los tipos de interés. En consecuencia, la política monetaria dejó de operar como un mecanismo claramente contractivo, para funcionar más como un instrumento macroprudencial y defensivo. Respecto a la inflación, esta no logró converger a un punto estable, sino que osciló en un rango estrecho; una reducción drástica habría au-

mentado el peso real de la deuda y reactivado riesgos deflacionistas, mientras que un aumento habría comprometido el consumo y la sostenibilidad fiscal.

El año 2026 se perfila como un período de transición frágil hacia el crecimiento potencial de la economía global. El entorno estará marcado por un crecimiento moderado y una desinflación persistente, bajo políticas de maniobra limitada. La política monetaria mantendrá su carácter esencialmente macroprudencial, con una comunicación ambigua y curvas de rendimiento tensas, mientras la política fiscal enfrentará restricciones por los altos niveles de deuda y presiones de gasto estratégico. El patrón de consumo en "K" seguirá dominando, extendiendo una transmisión monetaria asimétrica.

Globalmente, es previsible que se profundice un orden comercial selectivo y politizado, con cadenas de suministro más cortas y una regionalización estratégica centrada en sectores críticos (energía, minerales y tecnología). La persistencia de las tensiones geopolíticas, más que su intensidad, constituye el principal riesgo de corto plazo en el panorama económico. Así, 2026 no será un año de mera prolongación del ciclo anterior, sino una fase de transición apoyada en bases frágiles (energía limpia, pero costosa, y tecnologías dependientes de insumos físicos), donde la incertidumbre es estructural y debe ser gestionada, no suprimida.

En el actual entorno de la economía global, la geopolítica se ha convertido en el eje central que reorganiza el ciclo económico y redefine las funciones de reacción de las políticas monetaria y fiscal. La seguridad pasa a ser parte explícita de los objetivos de los gobiernos, obligando a los bancos centrales a gestionar unos precios que reflejan la fragilidad de cadenas críticas y la exposición a *shocks*

geopolíticos. Esto deriva en comunicaciones prudentes, donde la ausencia de compromisos previos cobra relevancia ante información incompleta. La coordinación fiscal-monetaria se vuelve indispensable para gestionar riesgos sistémicos, sin implicar subordinación.

Así, la gobernanza global se fragmenta en arquitecturas funcionales que regulan el acceso a tecnologías y mercados. La interdependencia se instrumentaliza, convirtiendo estándares y logística en puntos de fricción. El escenario se organiza en una competencia triangular: Estados Unidos reorienta su estrategia a la seguridad nacional, usando la interdependencia (estándares tecnológicos/financieros) como instrumento de poder; China busca la "prosperidad común" mediante liderazgo industrial y tecnológico, asegurando rutas y coordinándose con Moscú; y Rusia actúa como factor de disrupción y socio estratégico en una alianza asimétrica con China (la guerra en Europa amplifica su capacidad de generar inestabilidad). Zonas del mundo como Venezuela, Irán, Groenlandia y el Sahel evidencian cómo esta competencia "militariza" la interdependencia, desplazando el riesgo desde el ciclo económico hacia la gestión de *shocks* geopolíticos. Así, el tipo de cambio pasa a codificar expectativas sobre seguridad y credibilidad.

En este entorno, para el período 2026-2027, se anticipa la continuidad de un equilibrio económico estable, pero dentro de un "corredor estrecho". La desinflación se aproximará a los objetivos en 2026 y convergerá con nitidez en 2027. La política monetaria avanzará hacia la neutralidad: recortes graduales en Estados Unidos, pausa en la Eurozona y normalización al alza en Japón. La IA entrará en una fase de difusión centrada en infraestructura, manteniendo la incertidumbre respecto a si generará o no aumentos de productividad.

Regionalmente, Estados Unidos crecerá moderadamente apoyado en inversión tecnológica; la Eurozona continuará su recuperación gradual y España mantendrá un desempeño robusto por los proyectos del NGEU. América Latina, por su parte, tenderá a equilibrar su crecimiento económico con la desinflación. Asia seguirá siendo motor clave del dinamismo global, con India y el bloque ASEAN beneficiándose de la relocalización y reformas, mientras que China mostrará mejoras tácticas limitadas estruc-

turalmente por la debilidad de su sector inmobiliario, el consumo privado y los potenciales efectos sobre su sistema financiero.

En conclusión, el bienio estará definido por una incertidumbre estructural que exige políticas prudentes. Si se mantiene la coordinación de las políticas fiscal y monetaria, se podrá consolidar un crecimiento moderado con inflación convergente. El desafío final será gestionar la incertidumbre para afianzar fundamentos sólidos y preservar la credibilidad institucional, en un sistema donde la estabilidad es un estado administrado.

## Panorama sectorial

El escenario base proyectado para la economía global durante el período 2026-2027, define un entorno caracterizado por un crecimiento moderado y una desinflación progresiva. Un factor determinante en este ciclo es la estabilización de los tipos de interés a largo plazo, los cuales, si bien han dejado de escalar, permanecerán en niveles estructuralmente superiores a los registrados en la década precedente. Para 2025, las estimaciones de cierre apuntan a un crecimiento real del PIB mundial del 3,2%, acompañado de una tasa de inflación global en torno al 3,3%. Esta combinación de variables macroeconómicas resulta en una proyección de crecimiento económico nominal cercana al 6,5%; indicador nominal que mostrará una tendencia ligeramente descendente hacia 2026 y 2027. Este patrón es de vital importancia para el sector asegurador, ya que actúa como el principal vector para la demanda de aseguramiento, existiendo una fuerte correlación entre el crecimiento nominal de la economía, la evolución de los precios y la exposición al riesgo, particularmente en el segmento de los seguros de No Vida.

En este entorno, el segmento de No Vida proyecta un crecimiento nominal positivo, caracterizado por una menor dependencia de los componentes inflacionarios en comparación con los años recientes. La normalización del crecimiento de los precios alivia la presión sobre las primas técnicas en ramos sensibles a los costes de siniestralidad (tales como Autos, Hogar y Salud). Simultáneamente, el componente de exposición (vinculado intrínsecamente a la actividad económica, la inversión empresarial y los niveles de empleo) mantiene

su aportación al crecimiento del sector. Así, las previsiones indican que el crecimiento nominal de la demanda en el segmento de No Vida se situará ligeramente por encima del crecimiento del PIB nominal. Este desempeño estará respaldado por un entorno financiero más favorable, el cual permitirá mejorar la rentabilidad de las carteras de inversión de las entidades aseguradoras, ayudando a absorber el endurecimiento de tarifas de ejercicios previos. En consecuencia, se espera una senda de crecimiento estable, aunque moderadamente inferior a los ritmos intensos observados en los años previos.

Por su parte, el impacto del escenario macroeconómico sobre el segmento de los seguros de Vida se perfila aún más favorable. La estabilización de los tipos de interés soberanos constituye un soporte fundamental para los productos de ahorro a largo plazo. Estos niveles de tipos de interés incrementan los rendimientos de las nuevas inversiones y refuerzan los márgenes financieros de las aseguradoras. Adicionalmente, el proceso de desinflación mejora la percepción de rentabilidad real por parte de los asegurados, elevando el atractivo de los productos de protección y acumulación de ahorro. Además, una cierta recuperación del poder adquisitivo de los hogares y la normalización de la confianza del consumidor actúan como catalizadores para estabilizar la demanda de productos de Vida riesgo y mixtos. Las proyecciones sugieren un ritmo de crecimiento nominal para este segmento que se mantendrá sólido.

Las previsiones consideradas en el informe confirman esta senda positiva. De esta forma, se prevé que, en 2026, se mantenga la trayectoria equilibrada observada en 2025, con un crecimiento en las primas del segmento de los seguros de Vida del 6,05% y en No Vida del 5,37%. Para 2027, las previsiones sitúan el avance del segmento de Vida en un 6,23% y el de No Vida en un 5,34%. Considerando las tasas de inflación previstas, estas cifras implican un aumento real de la demanda global de seguros cercano al 2% anual, alineado con el desempeño histórico y la resiliencia estructural de la industria.

En síntesis, el período 2026–2027 consolida un escenario de crecimiento de la demanda aseguradora moderado, sostenible y menos

volátil. El segmento de No Vida se apoyará en una exposición robusta y la estabilización de costes siniestral, mientras que el segmento de Vida capitalizará el entorno de tipos de interés y la mejora de los ingresos reales. Este panorama confirma la capacidad del mercado asegurador para expandirse a un ritmo sólido, apoyado en la estabilidad macroeconómica y financiera.



# 1. Panorama económico

## 1.1 El panorama económico global

### 1.1.1 Balance de 2025: la institucionalización de la incertidumbre

El año 2025 cerró con una economía global que, contra los pronósticos más pesimistas, exhibió una resiliencia funcional, aunque sustentada en fuerzas contrapuestas que revelan tensiones estructurales. El crecimiento económico avanzó sin erosiones visibles, la inflación se mantuvo dentro de rangos operativos y los mercados financieros conservaron su capacidad de absorber la volatilidad sin generar fracturas sistémicas. No obstante, no fue un simple año de tránsito, en la medida en que confirmó que la incertidumbre ha mutado en una *condición estructural del sistema económico global*. En este contexto, dos vectores ordenaron la dinámica del año: la *política comercial* y la *geopolítica*. Ambos vectores, lejos de disiparse, han evolucionado hacia formas más sofisticadas de tensión contenida, administradas en dosis que el sistema parece tolerar, y con las cuales la economía global parece estar aprendiendo a convivir<sup>1</sup>.

En el frente comercial, la narrativa de alivio ha sido más aparente que real. Si bien emergieron acuerdos parciales y se moderaron algunas tasas arancelarias efectivas, la arquitectura del comercio internacional continúa regida por una lógica de selectividad estratégica. Se trata de un orden en donde la eficiencia cede espacio a la seguridad, y en donde las cadenas globales se reconfiguran bajo criterios geopolíticos más que puramente económicos. Este desplazamiento no solo ha afectado a los bienes manufacturados, sino que ha incorporado de manera explícita a las materias primas dentro de las esferas de influencia, transformándolas en instrumentos de poder y no en meros insumos de producción. De esta forma, las ventajas comparativas ya no se derivan solo de la productividad, sino de un creciente filtro geopolítico que redefine qué producir, qué comerciar y con quién, y por tanto, dónde se

ancla la rentabilidad. Este proceso, amplificado por los conflictos en Europa y Oriente Medio, configura un escenario en el que la *Pax Americana*, otrora garante de estabilidad, comienza a evidenciar fisuras, y la capacidad de Estados Unidos para imponer un orden global se percibe cada vez menos incuestionable, impulsando al sistema internacional hacia un régimen de poder más difuso y contestado.

A esta dinámica se suma un factor emergente: la *inteligencia artificial*, como catalizador cíclico. Hasta este momento, la inversión ha apalancado el futuro hacia el “sí” con una intensidad notable, pero el retorno permanece como una incógnita que se irá despejando en el tiempo. El ciclo inversor se desplaza gradualmente desde los centros de datos hacia el suministro energético y las materias primas críticas, en un movimiento que confiere a los insumos físicos un protagonismo renovado. Esta transición refuerza la idea de que las materias primas seguirán siendo un pilar clave, no solo por su valor económico, sino por su incorporación explícita a esferas de influencia donde la seguridad de abastecimiento pesa tanto como los precios. La cuestión clave es si este proceso desembocará en un *shock* positivo y sostenido de productividad, o si, por el contrario, se traducirá en un exceso de inversión que erosionará los retornos durante un tramo del ciclo. Esta pregunta es una clave que, tanto los mercados laborales como los gestores de la política económica, deberán abordar con prudencia, ya que, hoy en día, deben observar desde un punto friccional en términos de desempleo, y márgenes de actuación y disciplina más estrechos que el pasado.

En paralelo, el patrón en “K” ha reaparecido como la clave interpretativa del consumo<sup>2</sup>. Los hogares con mayores ingresos siguieron gastando sin problemas, mientras que los de renta media y baja fueron perdiendo capacidad de consumo, presionados por salarios reales estancados y un crédito más difícil de obtener. El resultado es un gasto agregado que se

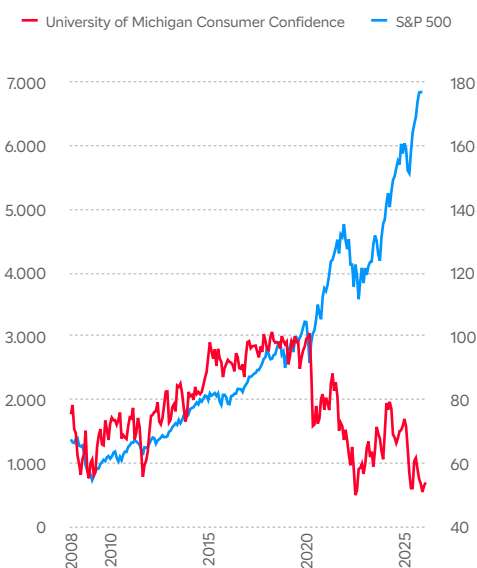
mantiene, pero cada vez más concentrado en quienes menos reaccionan a los cambios en los tipos de interés. Esto tiene consecuencias relevantes, ya que la política monetaria pierde eficacia porque actúa sobre una base de consumidores cada vez más estrecha, a medida que la parte baja de la distribución queda atrapada en una dinámica de rigidez. En ese contexto, pequeñas perturbaciones pueden generar efectos desproporcionados, al acumularse fragilidades que no son visibles en los datos agregados (véanse las Gráficas 1.1.1-a y 1.1.1-b). En el fondo, la aparente solidez del consumo descansa sobre un equilibrio frágil: pocos sostienen la demanda y muchos permanecen vulnerables. Esa asimetría no solo refleja mayor desigualdad, sino que afecta a la transmisión de la política económica, a la formación de expectativas y, a medio plazo, a la sostenibilidad del crecimiento.

En materia de inflación, no se produjo una convergencia hacia un nivel estable, sino una permanencia dentro de un rango estrecho. Subir demasiado habría dañado el consumo, la sostenibilidad fiscal y la credibilidad de los bancos centrales. Bajar con fuerza, en cambio, habría aumentado el peso real de la deuda y reactivado riesgos deflacionistas, con efectos desproporcionados sobre consumo e inversión. Ese equilibrio se mantuvo en 2025 gracias a

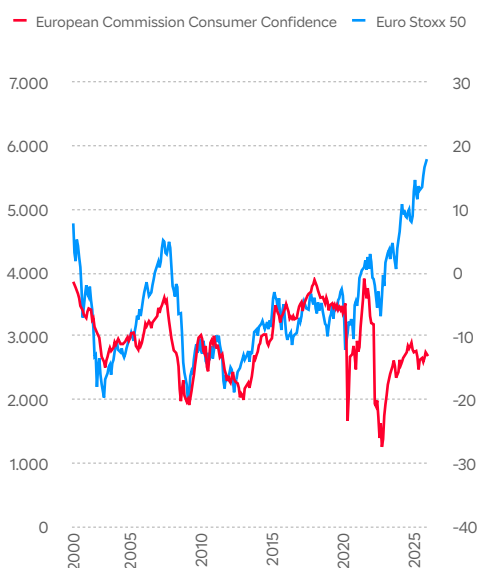
una gestión muy cuidadosa de las expectativas y de las condiciones financieras. El objetivo ya no fue tanto llevar la inflación a un supuesto nivel neutral, sino limitar la volatilidad y evitar riesgos sistémicos. En la práctica, la política monetaria dejó de ser claramente restrictiva y pasó a funcionar como una herramienta macroprudencial, afinada y defensiva, en un contexto en el que los mecanismos de transmisión son cada vez más débiles. Aunque los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron en niveles coherentes con la credibilidad de los bancos centrales, los tramos largos de las curvas siguieron bajo tensión, reflejo de la incertidumbre y de primas por plazo elevadas. Todo ello ocurrió en un entorno en el que la independencia formal de los bancos centrales convivió con restricciones fiscales de facto, reduciendo el margen real para movimientos discrecionales de política monetaria.

En síntesis, 2025 llegó a su fin como un año que aparentó resiliencia, pero que expuso las tensiones estructurales sobre las que descansa el sistema global. El crecimiento económico y la estabilidad nominal se sostuvieron, no por la solidez intrínseca del ciclo, sino por una administración deliberada del riesgo que sustituyó la idea de *equilibrio* por la de *contención*. La incertidumbre dejó de ser un factor exógeno para convertirse en un componente endógeno

**Gráfica 1.1.1-a**  
Estados Unidos: confianza del consumidor  
e índices bursátiles



**Gráfica 1.1.1-b**  
Eurozona: confianza del consumidor  
e índices bursátiles



del orden económico, alterando la lógica de las decisiones y desplazando la política desde el estímulo hacia la preservación. Este cambio no es menor, ya que redefine la naturaleza del sistema, donde la resiliencia ya no equivale a fortaleza, sino a la capacidad de gestionar vulnerabilidades sin resolverlas, revelando que la estabilidad contemporánea es más un estado administrado que un equilibrio genuino. Así, la incertidumbre no constituye un accidente pasajero, sino la condición inherente del sistema, y hoy se ha consolidado como variable estructural que condiciona cada decisión macroeconómica. En este marco, la economía global entra en 2026, no con la certeza de un ciclo expansivo, sino con la conciencia de que la gestión del riesgo se ha convertido en el núcleo de la política económica y en el verdadero ancla de la cohesión internacional.

### 1.1.2 Perspectivas para 2026-2027: un puente inestable

El año 2026 se presenta como un puente inestable entre la “resiliencia” experimentada en 2025 y un retorno gradual hacia el ritmo potencial del ciclo, pero bajo la premisa de que la incertidumbre puede haberse instalado como una condición permanente del sistema. Este puente no solo separa fases, sino que acopla el horizonte secular con el ciclo presente; una demografía menos dinámica, una transición energética intensiva en capital, la migración de la digitalización hacia el terreno físico y una arquitectura comercial crecientemente politizada conviven con una desinflación tardía, una normalización monetaria incompleta, un margen fiscal reducido y desequilibrios macroeconómicos latentes. En consecuencia, la economía global no parte de un terreno despejado, sino de un equilibrio frágil sostenido por políticas que priorizan la contención frente a la expansión, y por un entramado de decisiones que no eliminan los riesgos, sino que los redistribuyen.

En términos macroeconómicos, 2026 se perfila como un año de crecimiento moderado y desinflación persistente, pero condicionado por restricciones que acotan los márgenes de maniobra de la política económica. La inflación debería continuar convergiendo hacia la parte alta de los objetivos de los bancos centrales, no por una restauración plena de la neutralidad monetaria, sino porque el sistema ha aprendido a operar dentro del corredor estre-

cho que ya se intuía a finales de 2025. En este contexto, la política monetaria seguirá actuando como un dispositivo de precisión: ajustes de naturaleza más macroprudencial que expansiva, tipos de interés de corto plazo orientados a sostener credibilidad, comunicación deliberadamente ambigua para preservar opcionalidad y curvas de rendimiento con primas por plazo más elevadas que las de la década previa, reflejo de expectativas imperfectamente ancladas (véase el Recuadro 1.1.2).

La política fiscal, por su parte, transitará por un margen cada vez más estrecho, pues la presión por impulsar inversión pública en defensa, transición energética, digitalización y redes críticas colisiona con la necesidad de administrar déficits que funcionen como estabilizadores bajo el escrutinio de unos mercados que exigen más disciplina ante los elevados niveles de deuda y déficit (véanse las Gráficas 1.1.2-a y 1.1.2-b). Por ello, cualquier impulso fiscal en 2026 deberá ser selectivo y cuidadosamente secuenciado para evitar que la dominancia fiscal deje de ser latente y pase a condicionar de manera explícita la respuesta monetaria. Además, como antes se indicó, la propia política fiscal podría enfrentarse a tentativa de intentar abordar la dicotomía en “K” en la base de la distribución; sin embargo, un estímulo demasiado ambicioso o excesivo orientado a esos estratos podría tensionar de nuevo las anclas nominales y obligar a respuestas monetarias más restrictivas, neutralizando así parte del efecto buscado y amplificando la propia asimetría preexistente. De hecho, se anticipa que el patrón en “K” preservará su valor explicativo y seguirá siendo clave para interpretar la dinámica del consumo. La demanda seguirá apoyándose en la parte alta de la distribución, mientras la base mantendrá elasticidades reducidas por ingresos reales contenidos y acceso al crédito más selectivo. Ello implica una transmisión monetaria asimétrica, con los segmentos menos sensibles al efecto de los tipos de interés amortiguando la desaceleración del consumo, y los más frágiles exhibiendo una mayor propensión a *shocks* de cola. Por ello, para la política económica el reto será doble: por una parte, sostener la desinflación sin empujar a la parte baja de la distribución a un ajuste procíclico, y, por la otra, reforzar la inversión productiva sin alimentar bucles de precios o devaluar anclas nominales.

### Recuadro 1.1.2 Actualización de política monetaria

#### Reserva Federal

En su primera reunión de 2026, la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió mantener sin cambio los tipos de interés oficiales al rango de 3,50%-3,75%, en línea con lo esperado por el mercado. En cuanto a las expectativas, se mantuvo una orientación cautelosa a futuro basada en los datos, manteniendo que futuros recortes solo se realicen si la inflación continúa descendiendo hacia el 2% y los riesgos para el empleo se materialicen más claramente. En mayor detalle, se muestran 2 recortes de tipos de interés para este año y uno adicional en 2027, lo que casa con un ritmo de descenso gradual hasta dar con el tipo de interés terminal de largo plazo, que se mantiene en torno al 3,0%.

En cuanto al ajuste cuantitativo del balance, cabe destacar que, desde el punto máximo alcanzado a mediados de 2022, con 8,9 billones de dólares en activos hasta la fecha, la Reserva Federal ha deshecho casi la mitad del ajuste pandémico, al liberar del balance aproximadamente 2,3 billones de dólares (1,6 billones en bonos del Tesoro y 0,7 billones en activos respaldados por hipotecas, MBS). En este sentido, tras la decisión de concluir la reducción neta del balance a partir del 1 de diciembre (dando paso a una fase en la que el tamaño agregado permanecerá esencialmente estable durante el tiempo que sea necesario), la amortización de los MBS continuará al ritmo previo, pero sus flujos se utilizarán para financiar la compra de letras del Tesoro, mientras que los vencimientos de bonos del Tesoro se reinvertirán íntegramente en las subastas. Este enfoque no implica una reversión del proceso de normalización, sino una transición hacia una gestión más técnica y preventiva de la liquidez, coherente con un entorno en el que el sesgo restrictivo de la política monetaria se articula principalmente a través de los tipos de interés.

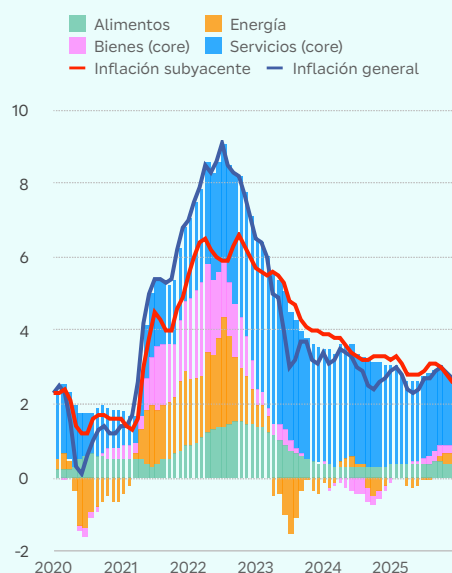
En lo que respecta a los datos de actividad económica, siguen denotando cierto optimismo en que la economía continúe expandiéndose, aunque sea de manera moderada (1,8-2,0% anual). Como resultado, la tasa de desempleo se espera que baje paulatinamente hacia el 4,2% del largo plazo. En materia de inflación, la última lectura de diciembre mostró una nueva desaceleración, hasta el 2,7% a/a y el 2,6% a/a en la subyacente (véase la Gráfica A). Al respecto, se ajustó la previsión de inflación para 2026 (de 2,6% a 2,4%) y se mantuvo las correspondientes a 2027 y 2028 (2,1% y 2,0%, respectivamente).

La línea de comunicación se mantuvo firme destacando que, si bien la inflación ha caído, todavía hay riesgos que podrían aumentar especialmente si los aranceles se prolongan. Además, las preocupaciones sobre el empleo han resultado más eventuales de lo inicialmente previsto, reflejando un mercado laboral que se enfría gradualmente, pero sin presentar un deterioro abrupto. Por tanto, no hay una reacción esperable ante la falta de avances relevantes, y la Reserva Federal opta por esperar, observando cómo evolucionan la inflación (especialmente de servicios y salarios), así como el desempleo.

#### Valoración

La lectura principal del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) sugiere que no es necesario reanudar los recortes de tipos de interés por el momento. Las últimas evidencias sobre la inflación siguen sin ser plenamente tranquilizadoras (aún por encima del objetivo); las del empleo, por otro lado, se mantienen, pese al ligero aumento del desempleo, que es considerado como consistente con la normalización tras un mercado laboral tensionado, en tanto que las métricas de

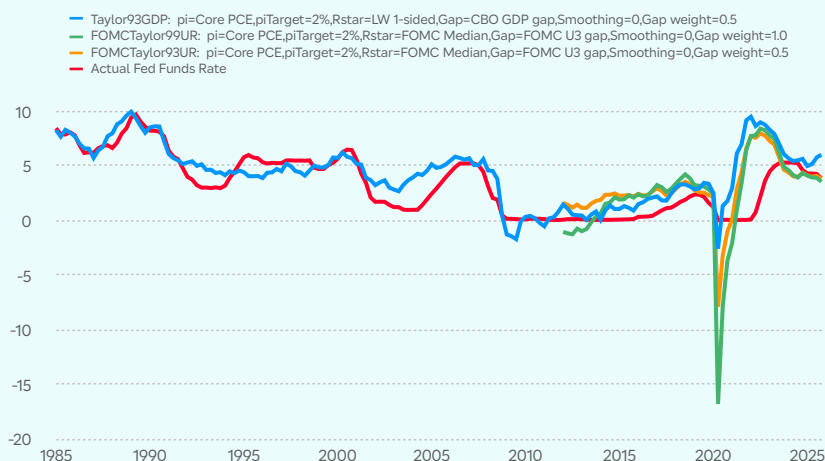
Gráfica A.  
Estados Unidos: inflación por componentes



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

### Recuadro 1.1.2 (continuación) Actualización de política monetaria

Gráfica B.  
Estados Unidos: tipo de interés actual y prescripciones de la regla de Taylor



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

crecimiento indican que la economía sigue siendo resiliente, pero que no se acelera. Además, al canalizar estas y otras variables a través de la regla de Taylor, sugieren que el rango actual de tipos de interés es apropiado y plenamente coincidente con el estado actual del ciclo económico (véase la Gráfica B).

Asimismo, conviene subrayar que la mecánica de decisión de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal continúa siendo flexible y condicionada por un elevado grado de incertidumbre. Si bien los efectos de las políticas migratorias, regulatorias, fiscales y comerciales impulsadas por la administración del presidente Trump ya han comenzado a materializarse, sus efectos macroeconómicos completos aún no han sido plenamente internalizados. Esta situación introduce complejidad en la estimación del tipo de interés neutral y, por extensión, del nivel terminal del ciclo monetario, reforzando un enfoque crecientemente dependiente de la evaluación continua de los datos.

#### Momento cíclico

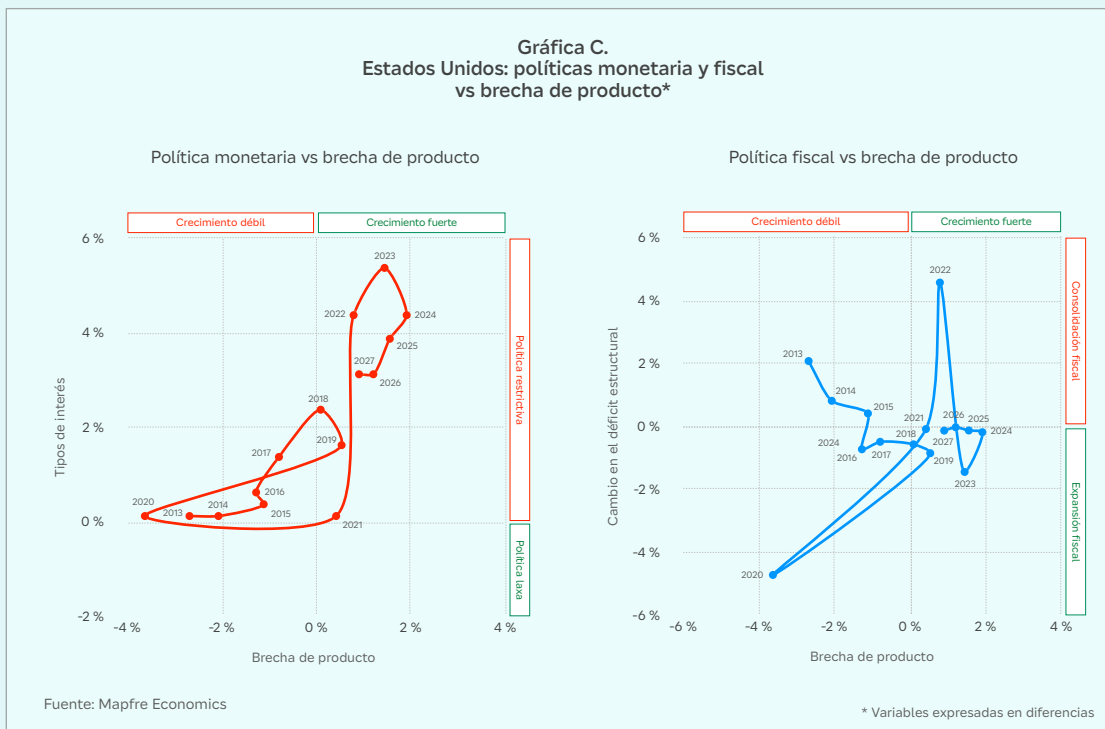
La Gráfica C muestra el sesgo monetario ajustado a medida que las presiones inflacionarias crecían y la brecha del producto se acortaba. En cuanto al cambio de sesgo, este llegó en el tercer trimestre de 2024 y le han sucedido dos bajadas de 25 pbs en los dos últimos meses del 2025, y tres de la misma magnitud desde septiembre de

2025. Este cambio se ha sostenido por las expectativas de inflación ligeramente más controlada (2,4% en 2026 y 2,1% en 2027), una brecha del producto en torno al 1,5%, y el cierre de la brecha con el tipo de interés dictaminado por la regla de Taylor desde 2023, tras un ciclo monetario históricamente acelerado y agresivo.

En lo referente a la política fiscal, se espera que el déficit público, en 2026, continúe elevado (1,7 billones de dólares que representa el 5,5% del PIB). Este nivel, que se prevé que permanecerá en el entorno del 6,0%, se deriva de la persistencia de recortes fiscales y aumentos de gasto sin contrapartidas claras. El panorama actual es de crecimiento del gasto obligatorio, encarecimiento del servicio de deuda y una estrategia de ingresos que depende de instrumentos transitorios como los aranceles. En este sentido, el deterioro y sostenibilidad fiscales necesitará de ajustes más integrales y estructurales sobre los ingresos y gastos, cuya evolución será objeto de atención ante la coherencia requerida con la actual política monetaria.

De esta forma, las medidas adoptadas por la Reserva Federal a lo largo de 2025 han llevado a una orientación que se percibe como próxima a la neutralidad. Esta configuración ha proporcionado un espacio de maniobra para absorber tímidos estímulos fiscales y tensiones macroeconómicas derivadas de aranceles y presiones externas, sin comprometer la credibilidad antiinflacionaria. En

### Recuadro 1.1.2 (continuación) Actualización de política monetaria



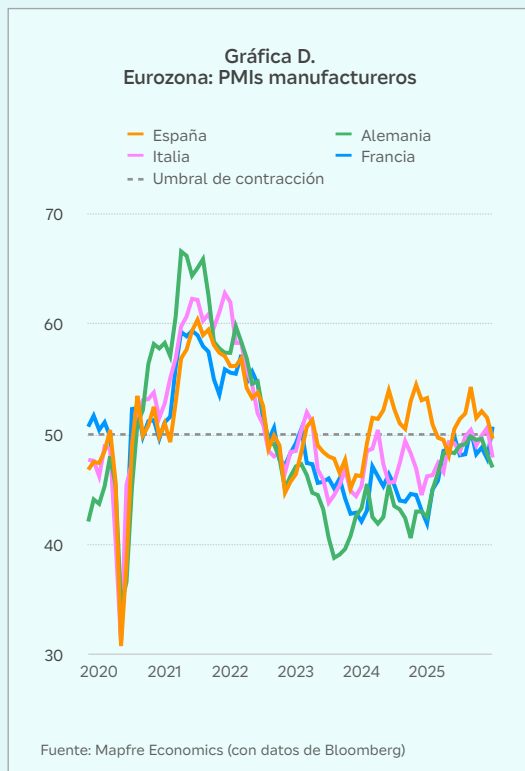
consecuencia, la Reserva Federal permanece paciente a la consolidación de los efectos de su relajación monetaria y los próximos indicadores macroeconómicos.

#### Banco Central Europeo

En su reunión de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener sus tipos de interés: 2,40% para el marginal de crédito, 2,15% el principal de financiación y 2,00% la facilidad de depósito. En cuanto al balance, el BCE ha consolidado, en 2025, el proceso de normalización cuantitativa iniciado tras la pandemia. Con el final de las reinversiones del Programa de Compras de Emergencia frente a la pandemia (PEPP) y del Programa de Compra de Activos (APP), el ajuste de balance ha pasado a estar determinado por la amortización natural de los activos. Sin embargo, el exceso de reservas del sistema sigue siendo elevado en términos históricos. Como resultado, el anclaje del tipo interbancario (€STR) al tipo de la facilidad de depósito (DFR) se mantiene, aunque con una mayor sensibilidad potencial a episodios de tensión de liquidez. En este contexto, el papel de la facilidad de crédito semanal (MRO) y, en última instancia, de la facilidad marginal (MLF) continúa siendo secundario, pero gana relevancia como mecanismo de respaldo a medida que progresa la reducción del balance.

El Consejo de Gobierno del BCE ha matizado la visión de debilidad económica dominante a comienzos de 2025, reconociendo una evolución algo más favorable, aunque desigual, de la actividad en la zona euro. Los indicadores adelantados muestran una mejora gradual del PMI manufacturero en economías centrales, como Alemania, Francia e Italia, lo que apunta a una estabilización del ciclo industrial, si bien esta dinámica contrasta con el deterioro observado en España, evidenciando una recuperación heterogénea (véase la Gráfica D). En este contexto, el Consejo de Gobierno ha reiterado su compromiso con el objetivo de estabilidad de precios, destacando que el proceso de desinflación continúa avanzando (véase la Gráfica E), aunque persiste un enfoque cauteloso ante el comportamiento de las expectativas de inflación y las incertidumbres ligadas a los precios energéticos, la negociación salarial y los riesgos comerciales. De cara a los próximos trimestres, la narrativa mantiene abierta la posibilidad de seguir flexibilizando la política monetaria, pero subraya la necesidad de calibrar cuidadosamente el ritmo, especialmente en un entorno en el que la reducción progresiva del balance comienza a interactuar de forma más visible con las condiciones financieras. El consenso en la toma de decisiones sigue siendo amplio, si bien el BCE ha señalado que futuras evaluaciones se apoyarán crecientemente en nuevas proyecciones macroeconómicas, reflejo de que el

### Recuadro 1.1.2 (continuación) Actualización de política monetaria

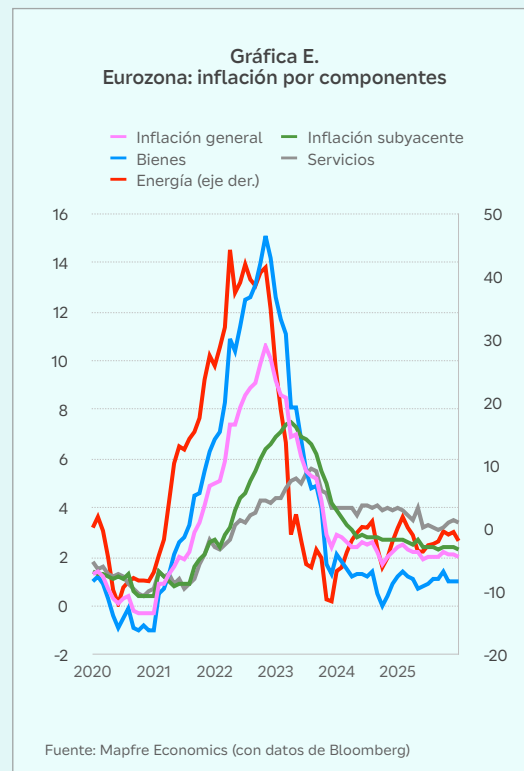


nivel del tipo de interés terminal continúa sujeto a revisión.

#### Valoración

Desde la última ronda de proyecciones y la pausa posterior en la senda de ajustes, el cuadro macroeconómico de la Eurozona ha mejorado solo de forma parcial. La inflación general ha vuelto puntualmente al entorno del 2%, pero el componente subyacente, en particular servicios, sigue condicionando la lectura del BCE, y la trayectoria a medio plazo continúa expuesta a *shocks* de energía y a un entorno comercial más adverso. En las proyecciones de diciembre de 2025, el BCE sitúa la inflación media en 1,9% para 2026 y 1,8% para 2027, con convergencia al 2,0% en 2028; el crecimiento económico, por su parte, mejora frente a septiembre, pero la institución evita extraer conclusiones estructurales y mantiene el énfasis en la incertidumbre.

En paralelo, la política monetaria entra en una fase más delicada. El debate deja de ser “cuánto recortar” y pasa a “dónde parar” y “con qué tolerancia al riesgo”. C. Lagarde y el Consejo de Gobierno han reiterado un enfoque reunión a reunión, sin una senda comprometida, precisamente porque



el equilibrio entre riesgos de inflación persistente y crecimiento débil se ha vuelto menos nítido. Esto tiende a tensar el consenso interno conforme los tipos de interés se aproximan al rango neutral, no tanto por un giro explícito, sino porque el conjunto de escenarios plausibles se ha ensanchado: aranceles y fragmentación comercial ya no son riesgo de cola, sino parte del marco base de análisis.

En este contexto, el balance añade una capa adicional a la calibración. El BCE ya está plenamente en régimen de contracción pasiva: las reinversiones del APP se discontinuaron en julio de 2023 y las del PEPP se interrumpieron por completo al cierre de 2024, de modo que la reducción de activos depende principalmente de vencimientos y amortizaciones. Esto refuerza la necesidad de clarificar el marco operativo y la interpretación del tipo de interés neutral, porque el punto de equilibrio ya no descansa solo en hipótesis de crecimiento e inflación internos, sino también en una inflación importada más volátil y menos controlable (energía, comercio, cadenas de suministro), así como en un entorno fiscal-político europeo con episodios recurrentes de fricción (un crecimiento potencial contenido y desinflación doméstica compatible con tipos de interés más

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

bajos, frente a *shocks* externos y primas de riesgo que empujan a mantener tipos competitivos durante más tiempo).

*Momento cíclico*

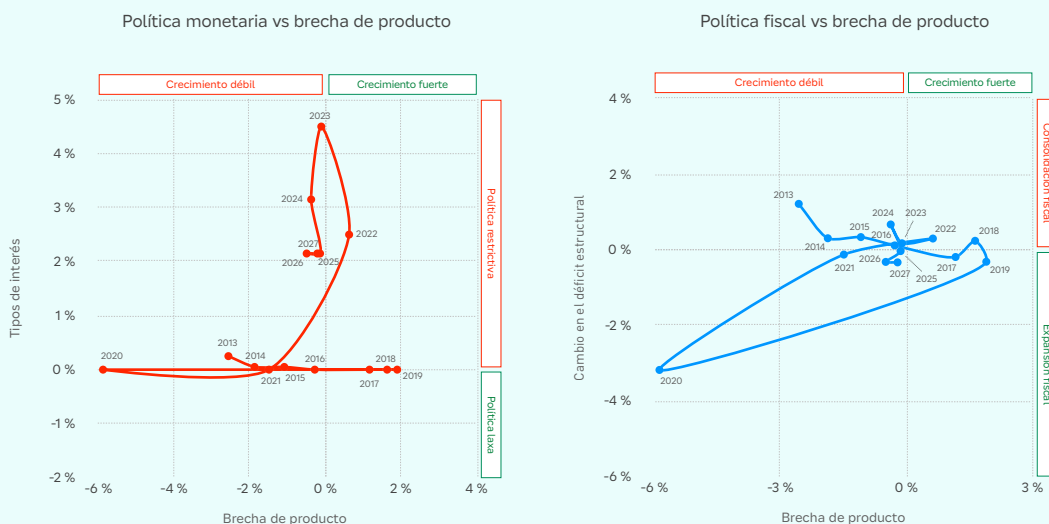
En la Gráfica F se muestra el cambio de sesgo monetario en septiembre de 2024, justificado por el cambio hacia una política expansiva que ayude a cerrar la brecha del producto negativa, aunque se mantiene cautela y, por ello, se pronostica que el tipo refi, al menos hasta 2027, se ubique en torno al 2,0%, sopesando los factores internos y externos a la Unión Europea. Por otra parte, la brecha respecto al tipo de interés que predice la regla de Taylor se encontró cerca a cero al finalizar 2024, y se espera que permanezca en niveles bajos los próximos años.

En lo referente a la política fiscal europea, esta entra en una fase más disciplinada y, a la vez, más “a medida”, tras la reforma del marco fiscal que entró en vigor en abril de 2024, orientada a compatibilizar sostenibilidad y crecimiento mediante sendas plurianuales de ajuste. En el agregado, la Comisión ya anticipaba una orientación

ligeramente contractiva en 2024 y aproximadamente neutral en 2025, con el déficit del área del euro en torno al 3% del PIB en 2024 y una mejora gradual a medio plazo.

Pese a ello, la asimetría entre grandes economías sigue siendo el punto débil. Francia e Italia permanecen como focos de tensión fiscal, hasta el punto de que el Consejo activó procedimientos de déficit excesivo contra ambos (entre otros) en julio de 2024; señal de que la flexibilidad del nuevo marco no es sinónimo de concesiones. Alemania, con una deuda relativamente contenida, se ve más limitada por restricciones internas y por necesidades de inversión, mientras que España llega a 2025 con un perfil de déficit más controlado, aunque con una deuda aún alta, lo que reduce su margen ante *shocks*. En paralelo, esta normalización fiscal convive con un BCE que, ya en terreno más cercano a lo neutral, tiende a mantener cautela; la combinación de consolidación desigual, crecimiento frágil y un entorno externo más incierto eleva el valor de esperar confirmación en datos antes de comprometer una senda clara.

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

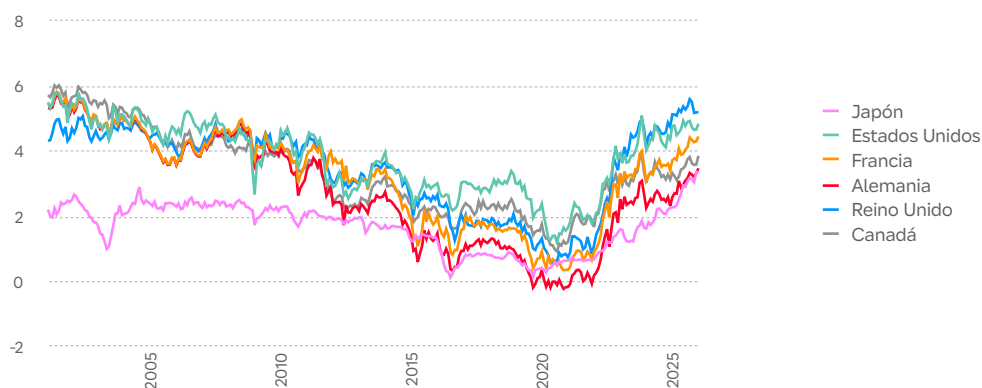


Fuente: Mapfre Economics

\* Variables expresadas en diferencias

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

**Gráfica 1.1.2-a**  
Economías seleccionadas: tipos de interés de largo plazo  
(rendimientos del bono a 30 años, %)

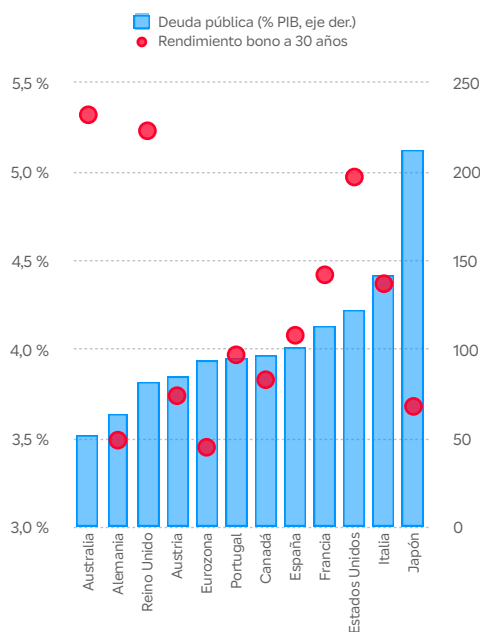


Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

En el ámbito comercial, 2026 no supondrá un retorno a la globalización lineal, sino la consolidación de un orden selectivo en donde las cadenas de valor se acortan, se regionalizan y se blindan en torno a nodos críticos. De esta forma, los acuerdos dejan de ser meros instrumentos de eficiencia para convertirse en dispositivos de seguridad nacional, incorporando cláusulas que politizan la producción, el inter-

cambio y la financiación. Este sesgo, ya visible en 2025, trasciende manufacturas y tecnología y podría extenderse a sectores como la energía, las materias primas y los minerales estratégicos, integrándose en las esferas de influencia como palancas de poder adicionales, redefiniendo la lógica de acceso y sumándose a la jerarquía de nuevas ventajas comparativas. Así, es importante destacar que, en este contexto, la competencia ya no se mediría solo en precios, sino en capacidad de resiliencia, trazabilidad y abastecimiento de insumos esenciales (véanse las Gráficas 1.1.2-c y 1.1.2-d).

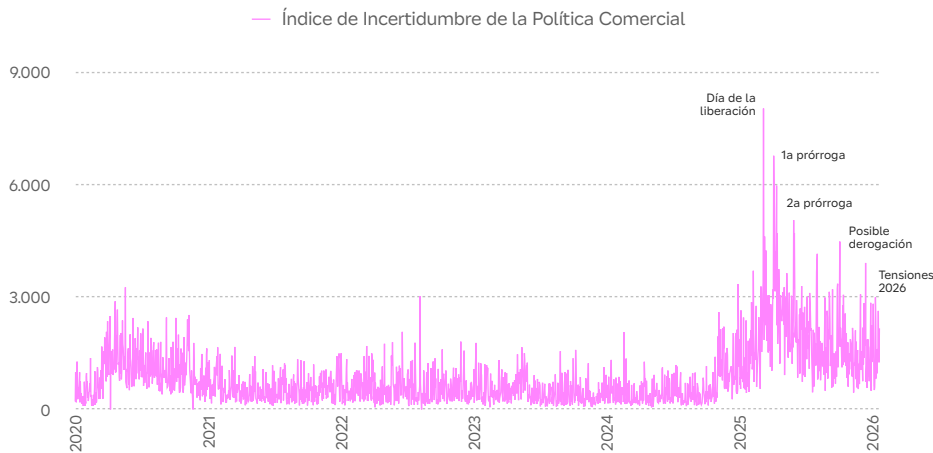
**Gráfica 1.1.2-b**  
Economías seleccionadas: deuda pública y rendimientos de largo plazo



Fuente: Mapfre Economics (con datos del IIF)

Por lo que respecta a las tensiones geopolíticas, lejos de disiparse, se espera que continúen actuando como una fuerza gravitacional del ciclo y sigan añadiendo densidad e incertidumbre al tablero económico. En este sentido, los conflictos hoy encapsulados podrían impactar no tanto por intensidad sino por su persistencia, irradiando una incertidumbre que se traducirá en primas de riesgo sobre logística, energía y financiación. Por ello, se espera que la arquitectura de seguridad continúe operando bajo una lógica de granularidad creciente y previsibilidad decreciente; es decir, alianzas tácticas, compromisos reversibles y un uso explícito de instrumentos económicos como extensiones de la política exterior. El resultado es un sistema en donde los *shocks* no necesariamente serán más frecuentes, pero donde su propagación podría ser menos lineal, forzando un entorno en el que la política económica deberá internalizar la dimensión

**Gráfica 1.1.2-c**  
**Global: incertidumbre comercial**



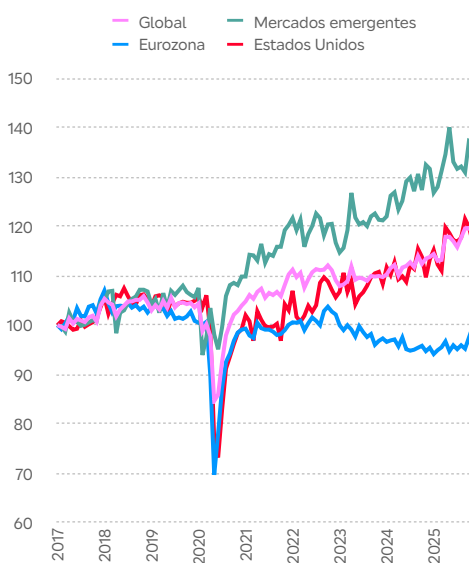
Fuente: Mapfre Economics (con datos de Economic Policy Uncertainty)

estratégica como condición para mantener la estabilidad.

También es previsible que la inteligencia artificial entre en su primera prueba de madurez macroeconómica. Tras el impulso inicial sobre datos, *software* y cómputo, el ciclo inversor se debería desplazar hacia la energía y materiales, la capacidad eléctrica firme, las redes, el almacenamiento y la extracción/procesamiento.

Ese giro de lo digital a lo físico confiere a 2026 una doble lectura: la posibilidad de impulsar un *shock* positivo de productividad (si la difusión tecnológica supera los cuellos de botella), o, alternativamente, un exceso de inversión con rendimientos decrecientes en el corto plazo (si la ejecución no cumple con lo esperado). En cualquiera de los casos, la secuencia temporal importa, ya que la inversión antecede a los dividendos de productividad, y aunque el volumen agregado podría tener cierta continuidad en 2026, es esperable que comience a demandarse la prueba de calidad de ese capital.

**Gráfica 1.1.2-d**  
**Global: exportaciones**  
**(CBP Merchandise, Export Volume Index SA)**



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

Bajo este prisma, 2026 no debe interpretarse como una mera prolongación del ciclo anterior, sino como una transición crítica hacia el potencial. El puente que lo define es inestable, porque se sostiene en pilares que deben reforzarse mientras se avanza: cadenas de suministro más cortas, pero más resilientes; energía más limpia, aunque intensiva en capital; tecnologías más poderosas, pero dependientes de insumos físicos y marcos regulatorios complejos; y políticas monetarias y fiscales más disciplinadas, aunque tensionadas por demandas sociales ineludibles. Este tránsito exige reconocer que la incertidumbre no es un accidente del trayecto, sino una condición estructural en la que el objetivo de la política económica no es abolirla, sino gobernarla, administrando vulnerabilidades sin pretender eliminarlas. En esa gestión, y no en la promesa ilusoria de certidumbre, reside la posibilidad de que 2026 cumpla su función, que será, no la de

inaugurar un auge inmediato, sino la de anclar un crecimiento sostenible sobre bases menos frágiles que las heredadas, reforzando la cohesión del sistema frente a *shocks* no lineales, y preservando la credibilidad de las instituciones en un entorno donde la estabilidad parece más un estado administrado que un equilibrio genuino.

### 1.1.3 La geopolítica como eje gravitacional

La deriva actual invita a preguntarse si la geopolítica se ha convertido en el eje gravitacional que ordena el ciclo económico y en el factor que, por sí mismo, reescribe la función de reacción de las políticas económicas. Cuando la seguridad nacional se incorpora explícitamente a la función objetivo de los estados, la política monetaria deja de responder únicamente a una métrica agregada de precios, y pasa a gestionar una cesta compleja de precios relativos que codifica la elasticidad de las cadenas críticas, el coste de sustitución de insumos estratégicos, la vulnerabilidad energética y la exposición a *shocks* endógenos de naturaleza geopolítica. La política fiscal, por su parte, abandona su papel de estabilizador inercial y pasa a internalizar la dimensión estratégica de la inversión pública habilitante. En consecuencia, este desplazamiento de la ortodoxia hacia la gestión de riesgos sistémicos se manifiesta en regímenes de comunicación más prudentes y deliberadamente ambiguos. El “*no pre-commitment*” (la ausencia de un compromiso previo) gana valor porque la información estratégica es, por naturaleza, incompleta y discontinua. Ello normaliza una tolerancia selectiva a episodios de “inflación de composición”, especialmente cuando la política industrial blindo nodos críticos a costa de asumir primas por plazo que incorporan explícitamente esa incertidumbre geopolítica. En la práctica, los tipos de interés de corto plazo preservan el anclaje nominal, mientras los tramos largos de la curva disciplinan la credibilidad de la ejecución estratégica.

Aun así, la coordinación *de facto* entre la política fiscal y la política monetaria no implica subordinación, sino una compatibilidad operativa necesaria para gestionar riesgos sistémicos. Mientras la primera prioriza la inversión estratégica (energía, redes e interconexiones, almacenamiento, procesamiento, aplicaciones

de doble uso y defensa nacional), la segunda calibra la estructura temporal de la curva de tipos de interés para no interferir en esa trayectoria ni desanclar expectativas. Por ello, las autoridades económicas evitan adelantar trayectorias que puedan interpretarse como compromisos garantizados, conscientes de que la información geopolítica es, por definición, incompleta y discontinua. Así, los *shocks* dejan de originarse en el ciclo clásico y pasan a vincularse al propio *momentum* del reordenamiento estratégico. De ahí, la ambigüedad deliberada que acompaña a un período en el que la inflación permanece encorsetada y la credibilidad se preserva a través de la flexibilidad.

Este desplazamiento implica que la gobernanza global deja de operar sobre principios universales y se fragmenta en arquitecturas funcionales que regulan el acceso a tecnologías, a insumos críticos y a mercados estratégicos. La interdependencia, lejos de diluirse, se instrumentaliza y se convierte en un vector de poder en donde la capacidad de imponer normas y condicionar interoperabilidad sustituye a las reglas anteriores. En este contexto, la densidad del tablero aumenta a medida que cada nodo (ya sea un estándar digital, una cadena logística o un mineral estratégico) se convierte en punto de fricción potencial. En consecuencia, la previsibilidad se erosiona y los *shocks*, sin necesidad de ser más frecuentes, se vuelven menos lineales, más opacos y con mayores efectos de segundo orden.

Sobre este lienzo se proyecta una rivalidad de naturaleza sistémica, en la que la competencia por *hardware*, semiconductores, estándares digitales, materias primas y capacidades logísticas y militares convive con un desacople selectivo, sectorial y regulatorio. A su vez, terceros países enfrentan un “no alineamiento activo” cada vez más costoso, a medida que la presión normativa y comercial de los polos rivales se intensifica. En la práctica, la política exterior transaccional gana peso como coerción económica recurrente, mientras que la negociación se usa para congelar conflictos en términos útiles y prolongar la fricción sin cruzar umbrales formales.

Bajo esta lógica, se configura un tablero mundial dominado por una geometría triangular que articula la rivalidad estructural del siglo XXI: Estados Unidos, China y Rusia. Estados

Unidos desplaza su centro de gravedad hacia la lógica de la seguridad nacional y convierte la interdependencia en palanca de poder, blindando estándares tecnológicos y financieros, asegurando nodos críticos, reforzando alianzas y ejerciendo coerción selectiva. China, por su parte, trata de acelerar el concepto de “prosperidad común”, mediante el dominio industrial y tecnológico, asegurando corredores comerciales, energéticos, de insumos y logísticos, al tiempo que consolida un eje funcional con Moscú. De hecho, Rusia, el tercer vértice del triángulo, pese a las restricciones internas y las sanciones externas, opera como multiplicador de disrupción, a medida que se prolonga la guerra en Europa, exportando inestabilidad y posicionándose como proveedor crítico en la alianza asimétrica con China.

En este contexto, Oriente Medio funciona como ecosistema de estallidos simultáneos que impactan directamente en la energía y las rutas marítimas. El Sahel consolida vacíos de seguridad que exportan inestabilidad al calor de retrocesos democráticos internos que actúan como multiplicadores de riesgo externo. América Latina, por su parte, emerge como un tablero secundario pero decisivo, por su peso en minerales, agricultura, puertos y energía. Europa trata de traducir su autonomía estratégica en capacidades tangibles y reglas interoperables, aunque condicionada por problemas de gobernanza interna y elevada dependencia exterior. De hecho, este marco no se agota en la política fiscal y monetaria ni en la arquitectura industrial, sino que se evidencia desde la dimensión cambiaria. Cuando la geopolítica redefine las funciones objetivo, el tipo de cambio deja de ser un simple precio comercial y pasa a codificar expectativas sobre seguridad, liquidez y credibilidad. La gobernanza de pagos y divisas se convierte en infraestructura estratégica, y la prima de riesgo incorpora factores que trascienden al ciclo y los fundamentales, por lo que, en este contexto, comprender cómo las divisas ajustan la cuenta corriente y la posición externa exige una lectura integrada que combine fundamentos reales, condiciones financieras y riesgo sistémico (véase el Recuadro 1.1.3-a).

La traza de esta competencia se verifica sobre el terreno: Venezuela, como nodo de influencia hemisférica y arbitraje energético; Irán, como pivote de una disuasión por delegación que

densifica la fricción en el Golfo; Siria, como ecosistema de presencia cruzada y ensayo de capacidades; Yemen, como punto de estrangulamiento (*choke-point*), que expone la vulnerabilidad de las rutas y seguros marítimos; y Groenlandia, como frente ártico donde minerales críticos, infraestructura dual y posicionamiento estratégico definen un “control silencioso” del futuro logístico. Estos casos ilustran cómo la rivalidad triangular va militarizando la interdependencia y desplazando el centro del riesgo desde el ciclo económico hacia la gestión de *shocks* geopolíticos de manera que se normaliza la coerción económica, se blindan la tecnología de doble uso y se fragmenta el régimen de normas en esferas interoperables solo dentro de cada coalición (véase el Recuadro 1.1.3-b).

El resultado no es una regla mecánica, sino un sistema de control multivariable en el que: (i) la prosperidad equivale a eficiencia condicionada por seguridad; (ii) la gestión importa más que el impulso, y (iii) calibrar y secuenciar es más importante que prometer. Por lo tanto, las nuevas reglas pasan a ser las de preservar corredores de estabilidad mientras se eleva la frontera de productividad, reconstruir amortiguadores públicos y privados estratégicos, y ordenar transiciones donde energía y materias primas se integran en una nueva lógica de creación de valor. Esta lógica geopolítica no solo condiciona las dinámicas regionales, sino que se convierte en la variable que define los extremos y escenarios de riesgo.

### 1.1.4 Escenarios de análisis

#### Escenario base

Conforme a lo anterior, para los efectos del análisis y preparación de las previsiones macroeconómicas que se presentan en este informe, el *escenario base* para 2026 refleja una economía global que ha dejado atrás la expectativa de una normalización lineal y opera, en cambio, dentro de un equilibrio gestionado, donde la incertidumbre se ha convertido en un componente estructural del sistema. El crecimiento de la economía mantiene una resiliencia funcional, pero sustentada en fuerzas contrapuestas: por un lado, la reconfiguración estratégica de las cadenas de valor y un ciclo inversor en inteligencia artificial que se desplaza progresivamente hacia los insumos físicos (energía, capacidad eléctrica,

**Recuadro 1.1.3-a**  
**Divisas, cuenta corriente y ajuste externo:**  
**una visión integrada en torno al dólar estadounidense**

**El tipo de cambio:**  
**algunos fundamentos conceptuales**

Desde un punto de vista teórico, en un régimen de flotación, el tipo de cambio debe entenderse como el precio de un activo financiero que capitaliza, en valor presente, expectativas sobre inflación y tipos reales relativos, la orientación futura de la política monetaria y fiscal, y la prima de riesgo exigida por los inversores. Esta lectura permite reconciliar la volatilidad de corto plazo con los ajustes de largo plazo; es decir, que las divisas se mueven cuando cambian las expectativas, pero esas expectativas se anclan, con distintos horizontes temporales, en fundamentos reales y financieros. Así, en ausencia de *shocks* persistentes, la paridad del poder adquisitivo actúa como fuerza de reversión del tipo de cambio real, mientras que los diferenciales de tipos reales y la credibilidad del banco central canalizan los flujos de capital.

Ahora bien, desde una perspectiva estructural, el tipo de cambio real es también una variable de equilibrio intertemporal que conecta ahorro, inversión y posición externa. Su función última es facilitar el ajuste de la balanza de pagos, en particular del saldo de la cuenta corriente, de forma compatible con la restricción presupuestaria externa de la economía. De esta forma, un déficit por cuenta corriente refleja una absorción de recursos superior a la producción y, por tanto, la acumulación de pasivos externos; el tipo de cambio real actúa como el precio relativo que corrige ese desequilibrio al reorientar la demanda entre bienes domésticos y externos. A la inversa, superávits persistentes tienden a coexistir con monedas apreciadas que redistribuyen renta real hacia el resto del mundo.

En la práctica, el tipo de cambio real no es un mero reflejo de precios relativos. Existen factores estructurales que permiten desviaciones duraderas respecto a la paridad. El mecanismo Balassa-Samuelson implica que economías con alta productividad en sectores transables sostengan monedas estructuralmente apreciadas sin deteriorar su cuenta corriente. Una canasta exportadora diferenciada y con capacidad de fijación de precios, o una posición acreedora neta elevada frente al exterior, permiten mantener precios relativos altos sin tensiones externas. Estos elementos interactúan con el ciclo. Así, cuando la brecha de producto se cierra y la inflación subyacente presiona, el mercado anticipa tipos reales más altos y la moneda se fortalece. Por el contrario, cuando la holgura

domina, los diferenciales se erosionan y la divisa pierde soporte.

Para valorar una moneda es clave separar el componente de “valor” fundamental de la *prima de riesgo*. El tipo de cambio real sintetiza productividad, términos de intercambio, posición externa neta y *momentum* cíclico, pero el mercado añade una compensación por riesgo vinculada a la liquidez, la profundidad financiera, la disponibilidad de un colateral seguro y el estatus internacional de la divisa. En episodios de aversión al riesgo, estos factores financieros pueden dominar cualquier lectura de los fundamentos reales. Por ello, una subida de tipos de interés no garantiza una apreciación: si responde a riesgos fiscales o deterioro del crédito, la prima de riesgo aumenta y neutraliza el efecto; si refleja credibilidad y disciplina intertemporal, refuerza la moneda.

La *geopolítica* introduce una capa adicional al precio del riesgo. Sanciones, conflictos y fragmentación alteran los flujos de capital, el acceso a mercados y las cadenas de suministro, afectando tanto a los términos de intercambio como a la percepción de convertibilidad y repatriación de capitales. En fases de “*risk-off*” (aversión al riesgo), la demanda de activos seguros concentrados en unas pocas monedas se intensifica, apreciándolas por razones de liquidez y uso internacional, incluso sin cambios en sus fundamentos reales. En este contexto, los bancos centrales han actuado como arquitectos de mercado, reforzando el estatus de sus divisas al garantizar liquidez y estabilidad sistémica.

**El dólar y otras divisas**

La historia monetaria confirma esta interacción entre fundamentos, instituciones y liquidez global. El dólar estadounidense emergió como moneda internacional por la profundidad de sus mercados y el papel de la Reserva Federal, consolidándose tras el acuerdo de Bretton Woods, en 1944, y adaptándose al régimen de tipos flotantes tras 1971. Desde entonces, la dinámica cambiaria ha estado dominada por expectativas, diferenciales de tipos de interés y primas de riesgo, con episodios de coordinación creíble (como el Acuerdo del Plaza de 1985) y de crisis que reforzaron el valor de las monedas capaces de proveer liquidez global.

En este marco jerárquico, el dólar ocupa el vértice por su liquidez, su papel como colateral seguro y la centralidad de sus infraestructuras

**Recuadro 1.1.3-a (continuación)**  
**Divisas, cuenta corriente y ajuste externo:**  
**una visión integrada en torno al dólar estadounidense**

financieras, lo que explica su apreciación defensiva en momentos de *shocks* globales. El euro, por su parte, actúa como segunda plataforma, con peso comercial y financiero, pero limitado por la fragmentación fiscal. El yen japonés combina profundidad financiera y credibilidad, aunque con tipos de interés reales persistentemente bajos que lo orientan más a la financiación y la cobertura (*carry-trade*) que al colateral. El yuan chino avanza de forma gradual mediante infraestructuras y acuerdos bilaterales, pero su internacionalización sigue condicionada por controles de capital y un sesgo intervencionista. Las monedas emergentes, por su parte, integran fundamentos reales con primas de riesgo elevadas y volátiles, lo que las hace especialmente sensibles al ciclo financiero global.

Este enfoque integrado permite entender por qué relaciones teóricas simples, como la apreciación automática de la moneda tras la imposición de aranceles, rara vez se cumplen. Aunque los aranceles pueden mejorar los términos de intercambio, en la práctica la política monetaria reacciona, los socios comerciales responden, la incertidumbre eleva las primas de riesgo y los ajustes reales son lentos. En estos episodios, el mercado suele revalorizar antes la trayectoria de tipos de interés y el riesgo que el canal comercial puro, de modo que la reacción cambiaria refleja el equilibrio de fuerzas financieras más que una nueva realidad externa.

En definitiva, el valor de una moneda emerge del diálogo entre fundamentos reales, condiciones financieras, expectativas y prima de riesgo, y su función estructural es cerrar la balanza de pagos de forma consistente con la cuenta corriente y la posición externa. A corto plazo, la capa financiera y la geopolítica pueden dominar; a largo plazo, los fundamentos imponen disciplina. No existen reglas mecánicas: cuando la credibilidad es alta y los mercados son profundos, la moneda resiste; cuando la incertidumbre domina y el acceso a financiación externa se erosiona, el ajuste llega vía precios relativos. En definitiva, el tipo de cambio no es un reflejo automático del comercio, sino el precio que hace compatible la cuenta corriente, el ciclo financiero y el riesgo con la sostenibilidad externa de una economía.

#### **El entorno actual**

En la actualidad, a efectos prácticos, el dólar se sitúa en torno a 1,18 frente al euro. Según los

fundamentos, debería converger gradualmente hacia el nivel que el consenso considera compatible con el equilibrio de la cuenta comercial y corriente con la Unión Europea, esto es, en el entorno de 1,24-1,26. Este nivel, sin embargo, es cada vez más incierto por la acción de dos fuerzas estructurales opuestas. Por un lado, un posible aumento de la productividad asociado al *shock* tecnológico de la inteligencia artificial (IA), que favorecería una mayor apreciación del dólar. Por otro, el deterioro progresivo de su estatus como moneda de reserva y de intercambio global, que reduciría la demanda de activos en dólares y presionaría a la baja el tipo de cambio al debilitar la financiación del déficit externo estadounidense. La coexistencia de ambas fuerzas dificulta fijar un tipo de cambio de equilibrio claro.

En el corto plazo, predominan factores distintos. La activación de aranceles por parte de Estados Unidos, del orden del 10-15% en promedio, debería haber sido apreciatoria para el dólar al mejorar los términos de intercambio. Sin embargo, lo observado ha sido una depreciación inicial intensa y posteriormente más moderada, vinculada al deterioro de las expectativas sobre la política fiscal y monetaria, las presiones sobre la Reserva Federal, y un entorno político y comercial incierto. Este movimiento ha alimentado un consenso que anticipa una transición relativamente rápida hacia un dólar más débil, acercándose a su equilibrio estructural hacia 2027-2028, lo que implicaría depreciaciones sostenidas a lo largo de 2026.

No obstante, el ajuste parece haberse frenado e incluso parcialmente revertido, con el dólar estabilizándose en torno a 1,17-1,18 frente al euro, por debajo de lo que el consenso esperaba para el cierre del año, y en niveles similares frente a la cesta de emergentes. De esta forma, sigue sin estar claro si la trayectoria futura estará dominada por la pérdida de credibilidad y, por tanto, la depreciación, o por las ganancias de productividad y, en consecuencia, la apreciación. Lo que es evidente es que, a corto plazo, el tipo de cambio seguirá condicionado por las expectativas y la narrativa en torno a las decisiones de la administración estadounidense en materia comercial, fiscal y monetaria. A medida que los mercados se adapten a este entorno de incertidumbre, es plausible que el dólar reaccione cada vez menos a los cambios de expectativas y que no se alcancen, en el corto plazo, los niveles de depreciación que hoy descuenta el consenso.

### Recuadro 1.1.3-b

#### 11 verticales de la geopolítica global

##### 1. Rivalidad sistémica Estados Unidos-China

La competencia entre Estados Unidos y China ha dejado de ser comercial o tecnológica para convertirse en una *rivalidad sistémica*, en la que cada dimensión del poder (económica, militar, normativa, regulatoria y material) opera bajo una lógica geoestratégica. Ambos países compiten por el control del *hardware* del mundo: semiconductores, inteligencia artificial (IA), estándares digitales, materias críticas, capacidades militares y cadenas logísticas globales. China ha desarrollado un mecanismo de poder que el marco de la geoburocracia captura bien: una arquitectura administrativa que integra agencias, empresas estatales y marcos regulatorios, destinada a condicionar el flujo global de materiales estratégicos. La palanca no es el embargo, sino la burocracia técnica: licencias, inspecciones, requisitos ambientales, cuotas, certificaciones y estándares que alteran suministro sin anunciar una coerción abierta. Estados Unidos, por su parte, responde con controles a la exportación de chips avanzados, restricciones a la transferencia tecnológica, filtros de inversión y alianzas de seguridad (AUKUS, QUAD). No obstante, la asimetría estructural persiste: Washington domina la cúspide tecnológica y Pekín el primer kilómetro material. El desacople ya no es binario, es selectivo, sectorial y regulatorio, y empuja a terceros países a un “no alineamiento activo”, cada vez menos sostenible por la presión normativa y comercial de ambos polos.

##### 2. Doctrina Trump 2.0 y política exterior transaccional

El segundo mandato del presidente Donald Trump ha redefinido la política exterior estadounidense como coerción económica y política selectiva, con alianzas menos ancladas en compromisos históricos y más dependientes de reciprocidad inmediata. Aranceles, sanciones, amenazas regulatorias y condicionalidad sobre migración y seguridad funcionan como los instrumentos principales, afectando incluso a los aliados históricos estadounidenses. El elemento diferencial en 2026 es que esta *transaccionalidad* ya no se limita al comercio, sino que se expresa en geografía, recursos y soberanía. El caso Groenlandia lo ilustra con nitidez. D. Trump ha reactivado explícitamente la idea de “adquirir” Groenlandia como activo estratégico para bloquear influencia rusa o china, y la reacción europea ha sido de choque frontal, con advertencias públicas de que un intento de *takeover* militar sería

incompatible con la lógica de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) y detonaría obligaciones europeas de asistencia a un Estado miembro bajo agresión. Así, el debate sitúa el Ártico como nueva frontera de competencia: rutas, bases, vigilancia espacial y acceso a minerales críticos. En este marco, la Unión Europea (UE) y Dinamarca intentan mantener la defensa bajo el paraguas de la OTAN y preservar la soberanía groenlandesa, mientras que China denuncia que se la use como pretexto. El resultado práctico es que la previsibilidad estadounidense deja de ser un supuesto y pasa a ser una variable de riesgo para los socios, justo cuando Europa busca reforzar capacidades propias.

##### 3. Guerra en Ucrania y expansión de la guerra híbrida rusa con negociación condicionada

Rusia considera a Ucrania el punto decisivo para redefinir el orden europeo. No busca solo control territorial, sino impedir el anclaje occidental de Ucrania y forzar una reconfiguración de la seguridad continental. A la ofensiva convencional se suma una estrategia de guerra híbrida de coste incremental, diseñada para desgastar a Europa sin cruzar los umbrales que activen una respuesta directa de la OTAN: ciberataques, sabotajes, desinformación, presión energética y tácticas de polarización. En 2025 y principios de 2026, el conflicto ha entrado, además, en una fase política más visible: proliferan los contactos y planes de alto nivel para un alto el fuego, pero el núcleo sigue siendo un choque de objetivos. Ucrania y sus aliados insisten en garantías de seguridad robustas y verificables, con la idea de una “coalición de los dispuestos” como segunda línea de disuasión, y un papel estadounidense clave de verificación y monitorización tras un eventual cese de hostilidades. Rusia, por su parte, mantiene una postura punitiva: exige cesiones territoriales y limitaciones estructurales a Ucrania, usando la negociación como instrumento para congelar el conflicto en términos favorables y dividir a los países europeos. En paralelo, la discusión sobre “tierra y activos críticos”, como centrales nucleares, aparece como el punto duro de las conversaciones, y Kiev presiona por garantías de largo plazo, consciente de que un alto el fuego sin disuasión real es una pausa operativa rusa. La lectura estratégica es simple: el proceso puede producir una congelación temporal, pero no una paz estable si Rusia no renuncia a su objetivo político de subordinar a Ucrania.

### Recuadro 1.1.3-b (continuación)

#### 11 verticales de la geopolítica global

#### 4. Aumento del estrés geopolítico estructural

La geopolítica actual no es una *sucesión de crisis*, sino que se ha transformado en un *régimen estructural* de riesgo elevado. La dimensión interna es clave: erosión institucional, polarización, desigualdad y militarización doméstica preceden a la agresividad externa, y la vulnerabilidad a la injerencia. La dimensión externa amplifica el daño: contigüidad con conflictos, rivalidades ideológicas y tensiones con vecinos. En este marco, el sistema internacional pierde amortiguadores, y la gestión de crisis se hace más cara y menos predecible. Así, cuando la política doméstica se desordena, la política exterior se vuelve más impulsiva, más oportunista y propensa a *shocks*.

#### 5. Fragmentación económica global (con geoburocracia)

La *globalización* no desaparece, sino que muta hacia un sistema competitivo donde la eficiencia cede ante la resiliencia, control y seguridad. Aranceles y sanciones son la superficie; lo decisivo es la *fragmentación* normativa, tecnológica y material, la *weaponización* regulatoria y el control de cuellos de botella. China condiciona oferta con burocracia técnica sobre materiales críticos, y Estados Unidos responde con sanciones financieras, control de chips, vetos de inversión y normas de seguridad económica. La UE intenta navegar con autonomía estratégica abierta, pero su retraso industrial y su dependencia en materias críticas limitan el margen. En la práctica, la economía mundial se reordena en cadenas más cortas, más redundantes y politizadas, con primas de coste y riesgo estructuralmente más altos.

#### 6. Crisis del multilateralismo

Las instituciones creadas tras la segunda guerra (1945) atraviesan una crisis de funcionalidad: el Consejo de Seguridad de la Organización de las Naciones Unidas queda paralizado por vetos, la Organización Mundial de Comercio (OMC) pierde capacidad arbitral, y las instituciones financieras (Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial) compiten con mecanismos alternativos. Las potencias respetan reglas cuando conviene y las instrumentalizan cuando estorban. El resultado es un mosaico de microórdenes parciales, donde las alianzas coyunturales sustituyen a las normas generales, reduciendo previsibilidad y elevando volatilidad.

#### 7. Oriente Medio tras Gaza: Irán como nodo de guerra indirecta

Oriente Medio opera como un ecosistema de estallidos simultáneos con impacto inmediato en la energía, el comercio marítimo y la estabilidad financiera. Irán utiliza *proxies* para proyectar disuasión sin guerra abierta y presiona en varios frentes, incluyendo las rutas del Mar Rojo. Estados Unidos mantiene un enfoque de contención y castigo limitado, combinando sanciones con respuesta militar puntual contra redes y capacidades de *proxies*, pero evitando un salto a la guerra directa. La novedad de inicios de 2026 es la tensión añadida por la crisis interna iraní y el debate en Washington sobre “opciones fuertes”, mientras Teherán señala que está preparado para un conflicto, pero abierto a negociar bajo condiciones “justas”. Esto eleva el riesgo de un error de cálculo: más fricción operativa, más incentivos a exhibir fuerza, y más probabilidad de incidentes que escalen por una dinámica de reputación.

#### 8. Sahel y África Occidental tras la retirada francesa

El Sahel consolida un vacío de seguridad que fortalece insurgencias yihadistas, juntas militares y patrones de influencia no occidentales. Se produce exportación de inestabilidad hacia Europa vía migración irregular, crimen organizado y disrupciones de cadenas de suministro (oro, uranio y minerales críticos). Los gobiernos locales intercambian alineamiento geopolítico por apoyo rápido y acceso a recursos, y la arquitectura regional se debilita, con efectos de arrastre sobre el Mediterráneo.

#### 9. Militarización tecnológica y nuevos dominios de guerra (con geoburocracia)

La guerra contemporánea se define por la velocidad, la saturación y la autonomía: drones baratos, municiones de merodeo, guerra electrónica, ciberataques y uso intensivo de datos. Pero el punto estructural es material: el poder militar depende del acceso a componentes y materiales altamente especializados. El control chino sobre parte del refinado y certificación de metales y químicos críticos introduce una asimetría estratégica. Así, quien controla la materia prima del poder militar condiciona el ritmo de rearmamento de otros. La guerra empieza antes del combate, en el diseño de la cadena de valor y en la capacidad de sostener la producción.

**Recuadro 1.1.3-b (continuación)**  
**11 verticales de la geopolítica global**

**10. Retroceso democrático y expansión del autoritarismo**

El deterioro democrático global es estructural y funciona como multiplicador de riesgo. Polarización, caída del Estado de derecho y erosión de contrapesos, degradan la coherencia estratégica y aumentan la vulnerabilidad a influencias externas. Los autoritarismos explotan estas grietas con desinformación, financiación, acuerdos energéticos y presencia militar. La UE sufre un problema adicional: en la práctica, su toma de decisiones por unanimidad convierte la fragmentación interna en una parálisis externa.

**11. América Latina como tablero secundario de la rivalidad global, con choque Unión Europea-Mercosur y giro Estados Unidos-Venezuela**

América Latina no es un tablero pasivo, sino un espacio de competencia por minerales críticos, agricultura, puertos e influencia política. China incrementa su huella en infraestructura, minería y energía; Estados Unidos combina presión migratoria, comercial y de seguridad, y Rusia e Irán operan en zonas grises mediante cooperación energética, tecnológica o informativa. Los gobiernos de la región no intentan un “alineamiento activo”, pero esa flexibilidad genera dependencia múltiple y exposición a represalias.

En este marco, la política de Estados Unidos hacia Venezuela ha cambiado de régimen, pasando del aislamiento a una gestión coercitiva con objetivos hemisféricos. La novedad del inicio de 2026 es extrema: una operación estadounidense capturó al presidente Nicolás Maduro el 3 de enero, con lectura explícita de mensaje disuasorio a China y Rusia en el hemisferio. Paralelamente, el Tesoro estadounidense ha señalado su disposición a levantar más sanciones para facilitar ventas de crudo y el reenganche financiero, utilizando licencias y *waivers* como instrumento de control sobre destinos y flujos, y no como una forma de rehabilitación

política del régimen. Sobre el terreno, el episodio incrementa inestabilidad y riesgo interno: Caracas ordenó perseguir a colaboradores del ataque y se observan movimientos políticos y humanitarios como liberaciones de detenidos extranjeros bajo presión estadounidense. En términos operativos, la frontera colombo-venezolana sigue siendo un nodo de crimen organizado, con presencia simultánea del Ejército de Liberación Nacional (ELN), disidencias de las Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia (FARC), redes de tráfico de armas, oro y cocaína, y estructuras paraestatales, lo que refuerza la lectura de Washington de que narcotráfico y seguridad fronteriza son, ante todo, palancas geopolíticas.

La gran novedad geoeconómica paralela es el avance del acuerdo UE-Mercosur. El 9 de enero de 2026, los Estados miembros de la UE dieron luz verde para su firma, prevista para el 17 de enero en Asunción, tras décadas de negociación y con salvaguardas agrícolas más estrictas para contener oposición europea. El efecto en Europa será asimétrico: gana diversificación de suministros y acceso a mercado, pero abre conflicto político interno con sectores agrícolas y con el debate ambiental, que puede convertirse en munición doméstica contra la propia autonomía estratégica europea. Para el Mercosur, el acuerdo mejora acceso preferente a la UE y eleva su poder de negociación frente a China, pero también aumenta la presión para cumplir estándares regulatorios y ambientales europeos, y puede reforzar la reprimarización si no se acompaña de una política industrial y de valor añadido.

En suma, en 2026, el sistema ya no intenta “resolver” crisis; intenta administrarlas sin colapso. La doctrina Trump 2.0 acelera el giro hacia soberanía transaccional (Groenlandia), Rusia usa la negociación para congelar la guerra en términos útiles (Ucrania), e incluso la apertura UE-Mercosur es menos comercio y más estrategia defensiva en un mundo de cuellos de botella.

redes y materias primas críticas) y, por otro, unas tensiones geopolíticas persistentes que continúan actuando como fuerza gravitacional del ciclo.

En este entorno, la actividad global avanza de manera moderada, con Asia consolidándose como el núcleo dinámico de la economía

global, gracias a la relocalización manufacturera y al despliegue de infraestructura asociada a tecnologías de nueva generación, mientras que las economías avanzadas transitan hacia un crecimiento más contenido, condicionado por márgenes fiscales estrechos, mercados laborales que comienzan a perder tensión, y un patrón de consumo en “K” que

sigue limitando la elasticidad de la demanda agregada. En materia de precios, la inflación continúa ajustándose dentro de un corredor estrecho que ni permite desanclar expectativas ni habilita una normalización plena. Por este motivo, la política monetaria opera con un sesgo macroprudencial, priorizando estabilidad y preservación de anclas nominales a través de tipos de interés de corto plazo prudentes, curvas con primas elevadas y una comunicación deliberadamente ambigua y diseñada para mantener opcionalidad.

### Escenario estresado

De manera complementaria, el escenario alternativo (*escenario estresado*) para 2026 está dominado por un *shock* de fricción geopolítica que se amplifica a través de dos vectores principales: por una parte, un giro arancelario significativo en Estados Unidos, con un aumento de 10 puntos porcentuales (pp) en la tasa efectiva sobre un conjunto amplio de bienes, y medidas de represalia selectivas por parte de varios socios comerciales; y, por la otra, una prima energética persistente, con el precio del petróleo Brent situándose en niveles un 10–15% superiores al escenario base y manteniendo un perfil más elevado también en 2027. La combinación de tensiones comerciales, disrupciones intermitentes en nodos logísticos y requisitos regulatorios menos predecibles sobre insumos estratégicos por la geopolítica, elevaría los costes de transacción globales y alteraría los precios relativos. El resultado sería una inflación más alta en 2026, entre 0,1 y 1,0 pp, según región, y un patrón de menor crecimiento, especialmente en economías con menor elasticidad de oferta. A nivel global, el crecimiento se reduciría 0,3 pp en 2026 y 0,2 pp en 2027, reflejando una erosión moderada, pero persistente, de la actividad económica.

La transmisión del *shock* mantiene un carácter no disruptivo, pero sí friccional. Así, el aumento de precios responde a componentes energéticos, aseguramiento, logística y aranceles, sin desanclar por completo las expectativas. Los bancos centrales preservarían un sesgo de restricción prudente, aunque con un menor compromiso por la neutralidad, ante la mayor incertidumbre y un crecimiento económico más débil. Ello se refleja en curvas de tipos de interés a largo plazo ligeramente más bajas que en el escenario base, coherentes con un en-

torno de menor crecimiento tendencial y episodios de búsqueda de calidad. En los mercados financieros, el impacto sería acotado. Las bolsas globales muestran correcciones moderadas (20% de caída), lejos de episodios severos del pasado, y los diferenciales crediticios se amplían de manera contenida (rango 100-150 puntos básicos). De esta forma, el riesgo central que se presenta no es tanto de naturaleza sistémica, sino de persistencia de la fricción; esto es, costes más altos, menor visibilidad regulatoria y una asignación de capital más cauta que desplaza a la baja el crecimiento económico potencial a corto plazo.

Aun así, conviene reconocer la posibilidad de un riesgo mayor, con probabilidad baja, pero no despreciable, hacia un choque deflacionario desencadenado por: (i) una corrección abrupta de precios relativos críticos a partir de una normalización inesperadamente rápida de la oferta energética y de materias primas; (ii) una recalibración de expectativas de precios, en la que empresas y hogares posponen gasto e inversión ante señales de desinflación más intensas; y (iii) una amplificación financiera, con revalorización negativa de activos ilíquidos, un mayor valor real de la deuda y un endurecimiento de estándares crediticios. En este caso extremo, la demanda se enfriaría de manera no lineal, la inversión migraría hacia la preservación de capital, y la política monetaria podría aproximarse al límite inferior efectivo de forma contra-cíclica. Debe enfatizarse que no es el escenario más probable, pero sí un *tail risk* relevante en el que la distinción entre desinflación benigna y pérdida de anclaje inferior se volvería crítica.

Por lo tanto, el escenario alternativo describe un régimen en el que la geopolítica y la política comercial condicionan la eficiencia global, elevando la prima estructural de riesgo y desplazando el crecimiento a un rango más bajo. Aunque el sesgo dominante es hacia más inflación y menor crecimiento, la presencia de un riesgo deflacionario de baja probabilidad añade asimetría al balance de riesgos y subraya la necesidad de políticas que preserven anclas nominales, gestionen cuellos de oferta, y refuerzan amortiguadores financieros en un entorno donde la fricción es ya parte estable del marco operativo.

### 1.1.5 Dinámicas regionales y previsiones: asimetrías de un ciclo condicionado

Las previsiones de crecimiento para 2026 y 2027 sugieren la continuidad del equilibrio operativo, con una mejora marginal atribuible a políticas menos restrictivas y a estímulos selectivos, más que a un cambio de régimen. El mundo seguirá operando en un corredor estrecho en el que producción, consumo y formación de precios se sincronizan sin requerir impulsos generalizados de precios, es decir, la desinflación continuará acercándose a la parte alta de los objetivos de los bancos centrales en 2026, con convergencias más limpias en 2027, a medida que se diluyen los rezagos en servicios y energía. En este marco, los tipos naturales de interés se aproximan de nuevo a la neutralidad; la política monetaria avanza hacia un rol menos restrictivo, con recortes graduales en Estados Unidos, pausa prolongada en la Eurozona y normalización al alza en Japón, preservando anclas nominales y sin estrangular la inversión habilitante (transición verde, digitalización, defensa y despliegue de IA).

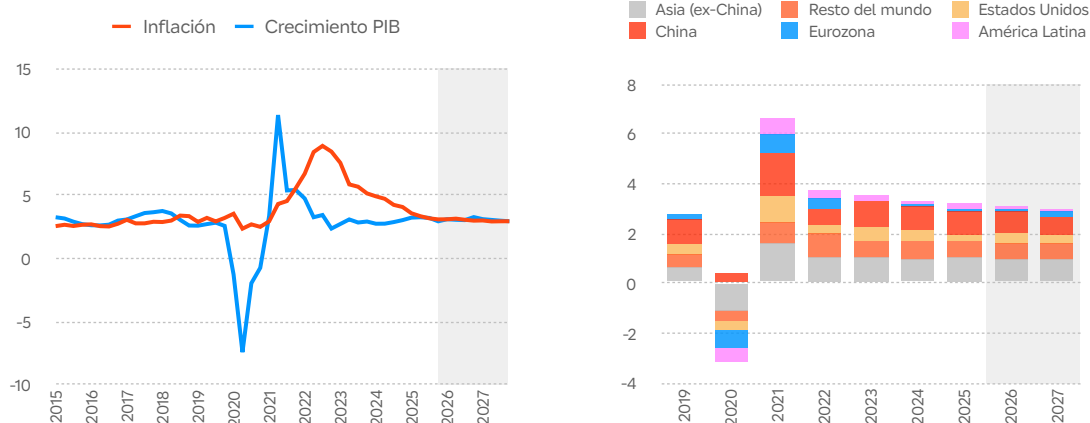
La lectura central es que las mutaciones comerciales y la geopolítica no se traduzcan de forma nítida y persistente en los agregados globales, de manera que su impacto sea granular, sectorial y más compositivo que direccional. De este modo, se sostiene una tesis de continuidad cíclica para 2026–2027, compatible con un crecimiento cercano al potencial (entorno 3,1% mundial, en 2026, y 3,0%, en

2027), y con una inflación en descenso que convive con episodios puntuales de “inflación de composición” en energía, alimentos y minerales críticos, sin desancrar expectativas (véase la Gráfica 1.1.5-a). El patrón en “K” como base para la explicación del consumo persiste, aunque con menor intensidad conforme la base de la distribución mejora por salarios reales más favorables y una normalización gradual del crédito, mientras los deciles altos de ingreso mantienen niveles elevados de gasto, aunque con un menor impulso derivado del efecto riqueza financiera. En relación con la inteligencia artificial, se prevé que entre en una fase de difusión selectiva. El foco migrará del *software* a la infraestructura física (capacidad eléctrica, redes, permisos), permitiendo que los primeros dividendos de productividad comiencen a materializarse de forma heterogénea a lo largo de 2026, y ganen profundidad en 2027 conforme avance la ejecución. En este sentido, la IA encara su primera prueba macroeconómica tras el ciclo intenso de inversión en *capex*.

#### Estados Unidos

El escenario central para 2026 dibuja un crecimiento moderado (en torno al 2,2%), con consumo más equilibrado, tras el adelanto de compras del arranque de 2025, el impulso fiscal y con una inversión que se sostiene en automatización, digitalización y energía/infraestructura, incluida la inversión en IA (centros de datos, electrificación y equipos). A su vez, la dinámica de 2026 presenta rasgos de

**Gráfica 1.1.5-a**  
Global: crecimiento del PIB e inflación globales y contribución por regiones al crecimiento  
(%; puntos porcentuales)



Fuente: Mapfre Economics

expansión, lo que implica mejoras potenciales de productividad y un menor dinamismo en la contratación, aunque con tasas de desempleo aún contenidas. En materia de inflación, se prevé un descenso impulsado por la normalización en vivienda y servicios, aunque persista cierta presión en bienes, reflejo de los ajustes de precios asociados a la nueva estructura arancelaria. La política monetaria preserva la opcionalidad, con recortes graduales hacia una zona cercana a la neutralidad (en torno al 3,00-3,25%), mientras los tramos largos mantienen una prima por plazo positiva. En suma, el enfoque macroprudencial dominará sobre cualquier impulso expansivo, evitando amplificar tensiones de balance. Para 2027, el escenario apunta a una continuidad del ciclo, con tasas de crecimiento estables, inflación en descenso y una política monetaria centrada en la estabilidad financiera y la preservación de anclas nominales más que en estímulos agresivos. Por tanto, el crecimiento se situaría en torno al 1,9%, con una composición algo más equilibrada que en 2026.

### Eurozona

En 2026, la Eurozona se configura como una economía en recuperación contenida, apoyada en tipos de interés próximos a la neutralidad, en un impulso fiscal selectivo y en una mejora de los términos de intercambio gracias a importaciones más competitivas (crecimiento del 1,1%). Como contrapeso, persistirán restricciones de oferta (energía, regulación, fragmentación financiera), que moderarán la pendiente del ciclo. Las encuestas de final de año (PMIs) reflejan un tono algo más firme en servicios, pero los datos duros apuntan a una transición gradual, sostenida por un consumo prudente y por tasas de ahorro aún elevadas. En 2027, el crecimiento podría ganar algo más de tracción (hasta el 1,4%), si mejora la capacidad de ejecución en ámbitos como la integración de los mercados de capitales, la agilización regulatoria y la priorización del gasto de capital en sectores con elevado multiplicador fiscal. La inflación se mantendrá en un corredor estrecho, en torno al 2,0%, con un euro apreciado actuando como amortiguador y reduciendo la probabilidad de efectos de segunda vuelta. El Banco Central Europeo permanecerá en pausa durante 2026, y cualquier movimiento al alza quedaría desplazado más allá de 2027 bajo probabilidades aún residuales.

### España

La economía española continuará mostrando un rendimiento relativo superior en 2026 y 2027, sostenido por la prolongación del impulso asociado a los fondos NGEU. Aunque la intensidad de la inversión será algo menor que en años anteriores, los proyectos estratégicos en ejecución seguirán aportando soporte relevante a la actividad económica. La estructura productiva mantiene una resiliencia notable, con un sesgo hacia servicios de alto valor añadido (consultoría, tecnología, salud) y hacia manufacturas de contenido tecnológico que se benefician tanto de la relocalización parcial de cadenas como de la demanda europea en segmentos especializados. Todo ello contribuye a sostener la inversión privada, incluso en un contexto de normalización monetaria. El crecimiento económico se situará en torno al 2,2%, en 2026, y al 1,9% en 2027, por encima de la media de la Eurozona. No obstante, esta fortaleza relativa estará condicionada por la desaceleración externa y por la moderación del comercio global. La limitada exposición arancelaria reduce riesgos directos, aunque no elimina la vulnerabilidad asociada a una demanda europea más débil. La inflación seguirá convergiendo gradualmente hacia el objetivo del 2,0%, aunque las presiones en servicios y alquileres prolongarán el proceso de convergencia respecto al resto de la Eurozona. En el plano fiscal, España seguirá operando bajo restricciones derivadas de la prórroga presupuestaria y de las recomendaciones comunitarias sobre la senda de gasto, lo que limitará la capacidad de implementar nuevas expansiones discrecionales.

### América Latina

La región afronta 2026-2027 con revisiones al alza en varias economías, dentro de un marco de crecimiento moderado, pero más equilibrado en su composición. En México, se anticipa una mejora gradual del crecimiento económico, mientras que Brasil encontraría cierto soporte en una desinflación más rápida de lo previsto y en la recuperación de márgenes para recortes de tipos de interés, que a su vez apuntalen la inversión doméstica y el crédito. Argentina avanza en su proceso de normalización macroeconómica, reduciendo desequilibrios y recuperando acceso a mercados, lo que podría devolverla a tasas de crecimiento próximas a

su potencial, mientras Chile y Perú muestran una desaceleración más contenida de lo previsto, apoyada en la resiliencia de la inversión minera y en la demanda sostenida de litio y cobre en las cadenas globales de transición energética. Con la inflación acercándose a los rangos objetivo de los bancos centrales, y con tipos de interés aún restrictivos, se abre espacio para una flexibilización gradual y para políticas contracíclicas focalizadas en infraestructura y sectores exportadores. El atractivo del *carry trade* podría seguir respaldando las divisas de la región, aunque condicionado a la credibilidad fiscal y a la ausencia de *shocks* geopolíticos. A ello, se suma que la mejora en los términos de intercambio y la estabilidad de los flujos de capital atenúan, al menos parcialmente, las vulnerabilidades externas.

## Asia

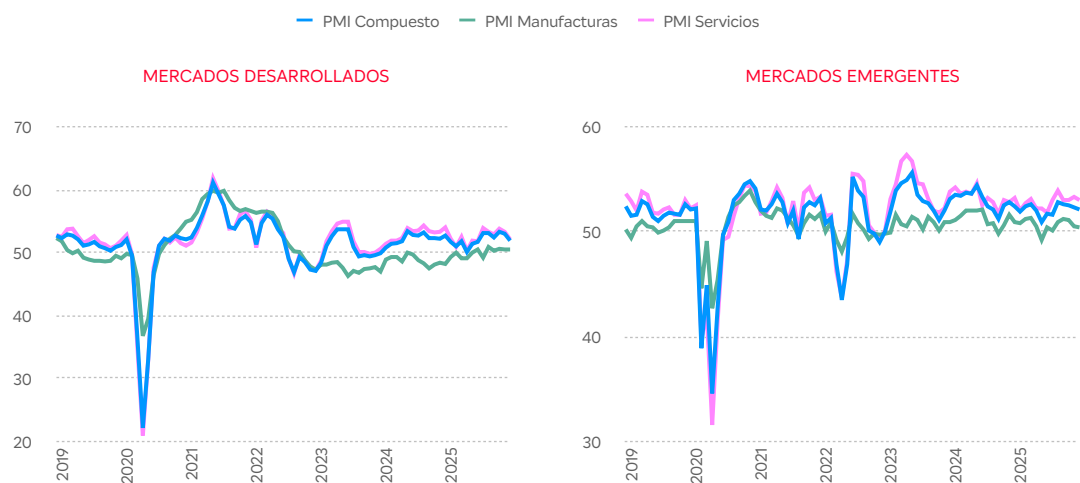
La región asiática, especialmente la emergente, se mantendrá como uno de los principales motores del crecimiento global en 2026 y 2027, impulsada por la relocalización manufacturera y por un ciclo sostenido de inversión público-privada en logística, energía y digitalización. India mantiene un diferencial de crecimiento económico positivo, respaldado por reformas estructurales y por la expectativa cada vez más tangible de acuerdos comerciales que reduzcan las barreras arancelarias y faciliten la expansión manufacturera. El bloque

ASEAN podría capitalizar su papel como nodo crítico en las cadenas tecnológicas, con Vietnam, Indonesia y Malasia beneficiándose del despliegue de infraestructura vinculada a la IA y a los semiconductores. Además, la baja inflación relativa y unas divisas menos apreciadas permiten mantener cierto margen de política monetaria y fiscal, reforzando la estabilidad macroeconómica de la región.

## China

La economía china, por su parte, muestra mejoras tácticas impulsadas por estímulos más quirúrgicos dirigidos a la manufactura avanzada y a la transición energética. Estas dinámicas se desarrollan en un contexto de deflación persistente y de menores presiones arancelarias, tras la reciente distensión comercial con Estados Unidos. Sin embargo, su trayectoria secular continúa siendo más lenta, con una elevada sensibilidad a nuevas tensiones tecnológicas y a la prolongada corrección del sector inmobiliario. China, y la región asiática completa, podría beneficiarse de la capilaridad de la cadena de IA (chips, servidores, memorias), que refuerza las exportaciones y sostiene el ciclo industrial. No obstante, persisten riesgos de ajustes compensatorios tras el *front-loading* de importaciones observado en 2025. En síntesis, esa región combina dinamismo estructural con holgura monetaria y fiscal, lo que le permite absorber *shocks* externos y mantener un

Gráfica 1.1.5-b  
Global: PMIs de mercados desarrollados y mercados emergentes



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.5-c  
Economías seleccionadas: PMIs Manufactureros

	2024												2025											
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Austria	43,0	43,0	42,2	43,5	46,3	43,6	43,1	44,4	42,8	42,0	44,5	43,3	45,7	46,7	46,9	46,6	48,4	47,0	48,2	49,1	47,6	48,8	50,4	49,3
Brasil	52,8	54,1	53,6	55,9	52,1	52,5	54,0	50,4	53,2	52,9	52,3	50,4	50,7	53,0	51,8	51,8	49,4	48,3	48,2	47,7	46,5	48,2	48,8	47,6
Canadá	48,3	49,7	49,8	49,4	49,3	49,3	47,8	49,5	50,4	51,1	52,0	52,2	51,6	47,8	46,3	45,3	46,1	45,6	46,1	48,3	47,7	49,6	48,4	48,6
China	50,8	50,9	51,1	51,4	51,7	51,8	49,8	50,4	49,3	50,3	51,5	50,5	50,1	50,8	51,2	50,4	48,3	50,4	49,5	50,5	51,2	50,6	49,9	50,1
República Checa	43,0	44,3	46,2	44,7	46,1	45,3	43,8	46,7	46,0	47,2	46,0	44,8	46,6	47,7	48,3	48,9	48,0	50,2	49,7	49,4	49,2	47,2	48,0	50,4
Mercados desarrollados	48,9	49,3	49,3	48,6	50,0	49,7	48,8	48,3	47,5	48,1	48,4	48,2	49,3	50,0	49,1	49,1	50,0	50,5	49,2	50,9	50,3	50,6	50,5	50,5
Mercados emergentes	51,1	51,5	52,0	52,0	52,0	52,1	50,7	50,8	49,8	50,6	51,6	50,9	50,8	51,2	51,3	50,5	49,2	50,4	50,1	50,9	51,2	51,1	50,5	50,4
Unión Europea	46,6	46,5	46,3	45,8	47,3	45,8	45,9	46,0	45,3	46,3	45,5	45,3	46,7	47,8	48,6	49,1	49,2	49,2	49,6	50,4	49,8	49,5	48,8	48,8
Eurozona	46,6	46,5	46,1	45,7	47,3	45,8	45,8	45,8	45,0	46,0	45,2	45,1	46,6	47,6	48,6	49,0	49,4	49,5	49,8	50,7	49,8	50,0	49,6	48,8
Francia	43,1	47,1	46,2	45,3	46,4	45,4	44,0	43,9	44,6	44,5	43,1	41,9	45,0	45,8	48,5	48,7	49,8	48,1	48,2	50,4	48,2	48,8	47,8	50,7
Alemania	45,5	42,5	41,9	42,5	45,4	43,5	43,2	42,4	40,6	43,0	43,0	42,5	45,0	46,5	48,3	48,4	48,3	49,0	49,1	49,8	49,5	49,6	48,2	47,0
Grecia	54,7	55,7	56,9	55,2	54,9	54,0	53,2	52,9	50,3	51,2	50,9	53,2	52,8	52,6	55,0	53,2	53,2	53,1	51,7	54,5	52,0	53,5	52,7	52,9
India	56,5	56,9	59,1	58,9	57,5	58,4	58,1	57,5	56,5	57,5	56,5	56,4	57,7	56,3	58,1	58,2	57,6	58,4	59,1	59,3	57,7	59,2	56,6	55,0
Indonesia	52,9	52,7	54,2	52,9	52,1	50,7	49,3	48,9	49,2	49,2	49,6	51,2	51,9	53,6	52,4	46,7	47,4	46,9	49,2	51,5	50,4	51,2	53,3	51,2
Irlanda	49,5	52,2	49,6	47,6	49,8	47,4	50,1	50,4	49,4	51,5	49,9	49,1	51,3	51,9	51,6	53,0	52,6	53,7	53,2	51,6	51,8	50,9	52,8	52,2
Italia	48,5	48,7	50,4	47,3	45,6	45,7	47,4	49,4	48,3	46,9	44,5	46,2	46,3	47,4	46,6	49,3	49,2	48,4	49,8	50,4	49,0	49,9	50,6	47,9
Japón	48,0	47,2	48,2	49,6	50,4	50,1	49,1	49,9	49,7	49,2	49,0	49,6	48,7	49,0	48,4	48,7	49,4	50,1	49,0	49,7	48,5	48,2	48,7	50,0
México	50,2	52,3	52,2	51,0	51,2	51,1	49,6	48,5	47,3	48,4	49,9	49,8	49,1	47,6	46,5	44,8	46,7	46,3	49,1	50,2	49,6	49,5	47,3	46,1
Países Bajos	48,9	49,3	49,7	51,3	52,5	50,7	49,2	47,7	48,2	47,0	46,6	48,6	48,4	50,0	49,6	49,2	49,0	51,2	51,9	51,9	53,7	51,8	51,8	51,1
Polonia	47,1	47,9	48,0	45,9	45,0	45,0	47,3	47,8	48,6	49,2	48,9	48,2	48,8	50,6	50,7	50,2	47,1	44,8	45,9	46,6	48,0	48,8	49,1	48,5
Rusia	52,4	54,7	55,7	54,3	54,4	54,9	53,6	52,1	49,5	50,6	51,3	50,8	53,1	50,2	48,2	49,3	50,2	47,5	47,0	48,7	48,2	48,0	48,3	48,1
Corea del Sur	51,2	50,7	49,8	49,4	51,6	52,0	51,4	51,9	48,3	48,3	50,6	49,0	50,3	49,9	49,1	47,5	47,7	48,7	48,0	48,3	50,7	49,4	49,4	50,1
España	49,2	51,5	51,4	52,2	54,0	52,3	51,0	50,5	53,0	54,5	53,1	53,3	50,9	49,7	49,5	48,1	50,5	51,4	51,9	54,3	51,5	52,1	51,5	49,6
Taiwán	48,8	48,6	49,3	50,2	50,9	53,2	52,9	51,5	50,8	50,2	51,5	52,7	51,1	51,5	49,8	47,8	48,6	47,2	46,2	47,4	46,8	47,7	48,8	50,9
Turquía	49,2	50,2	50,0	49,3	48,4	47,9	47,2	47,8	44,3	45,8	48,3	49,1	48,0	48,3	47,3	47,3	47,2	46,7	45,9	47,3	46,7	46,5	48,0	48,9
Reino Unido	47,0	47,5	50,3	49,1	51,2	50,9	52,1	52,5	51,5	49,9	48,0	47,0	48,3	46,9	44,9	45,4	46,4	47,7	48,0	47,0	46,2	49,7	50,2	50,6
Estados Unidos	50,7	52,2	51,9	50,0	51,3	51,6	49,6	47,9	47,3	48,5	49,7	49,4	51,2	52,7	50,2	50,2	52,0	52,9	49,8	53,0	52,0	52,5	52,2	51,8
Vietnam	50,3	50,4	49,9	50,3	50,3	54,7	54,7	52,4	47,3	51,2	50,8	49,8	48,9	49,2	50,5	45,6	49,8	48,9	52,4	50,4	50,4	54,5	53,8	53,0
Mundo	50,0	50,3	50,6	50,3	51,0	50,9	49,7	49,6	48,7	49,4	50,1	49,6	50,1	50,6	50,3	49,8	49,5	50,4	49,7	50,9	50,7	50,9	50,5	50,4

Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

diferencial de crecimiento frente a las principales economías desarrolladas y emergentes.

En conclusión, al proyectar 2026–2027, la economía global no se enfrenta a la promesa de certidumbre, sino a la constatación de que la incertidumbre se ha convertido en un componente estructural del sistema. La visión central no anticipa impulsos generalizados capaces de reactivar el ciclo, sino una gestión calibrada que busca preservar la estabilidad, mientras la economía avanza hacia su potencial en un entorno de incertidumbre estructural (véanse las Gráficas 1.1.5-b y 1.1.5-c).

De esta forma, la política monetaria avanzará hacia un rol neutral con un marcado sesgo macroprudencial, manteniendo cierto margen para recortes graduales condicionados a los datos y acompañados de una comunicación que evitará comprometer trayectorias u hojas de ruta demasiado definidas. La política fiscal, por su parte, reorientará el gasto hacia inversiones con efectos de oferta medibles y alto multiplicador fiscal, preservando reglas simples, pero creíbles, que eviten episodios de dominancia fiscal. Si esta compatibilidad operativa se mantiene, el período 2026–2027 podría consolidar un régimen de crecimiento económico moderado y con inflación convergente. En este marco, la resiliencia dejaría de equivaler a mera contención y pasaría a medirse por la capacidad de ejecutar inversiones que eleven la frontera de productividad,

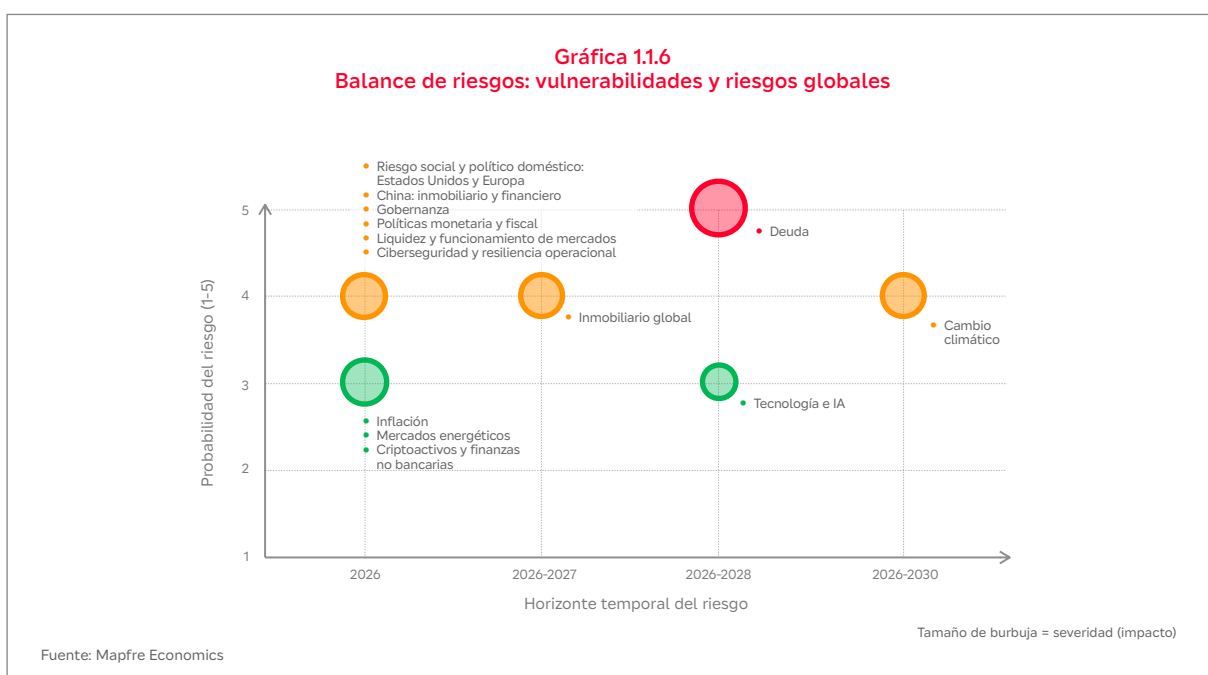
sin deteriorar las anclas nominales; sin embargo, continuará percibiéndose como un puente inestable. Como advertía F. Knight, la incertidumbre no es un accidente, sino la condición propia del sistema; el valor añadido reside en hacerla gobernable.

### 1.1.6 Balance de riesgos

Por lo que se refiere al balance de riesgos globales, a continuación, se presenta el conjunto de aspectos que podrían afectar el desempeño de la economía global en 2026, los cuales se ilustran en el mapa de riesgos de la Gráfica 1.1.6.

#### Gobernanza

El riesgo de gobernanza a nivel global sigue alto por la persistencia de medidas proteccionistas, el uso de aranceles como herramienta negociadora y la posibilidad de represalias coordinadas. La Unión Europea, Canadá y México ya han sido objeto de anuncios de tarifas generalizadas o sectoriales por parte del gobierno de los Estados Unidos, con amenazas de incrementos si no se reequilibran déficits o se adoptan concesiones específicas. Ello deteriora la previsibilidad regulatoria y la seguridad jurídica de las cadenas de valor, eleva costes transfronterizos y puede erosionar la inversión, sobre todo en manufacturas complejas (automoción, maquinaria, aeroespacial). En paralelo,



2026 podría traer cambios en el equilibrio de voto del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal de los Estados Unidos por rotaciones y re-nombramientos, con un impacto en el sesgo de política monetaria y la lectura de la independencia del banco central. La combinación de fragmentación comercial y potencial giro institucional eleva la volatilidad de los tipos de interés, divisas y prima de riesgo, y condiciona decisiones de gasto de capital y el proceso de *nearshoring*.

## Deuda

El déficit estructural de los Estados Unidos se ha ampliado con la “One Big Beautiful Bill”, que extiende recortes tributarios y eleva gasto en partidas prioritarias, cargando estímulo y posponiendo ajustes. El Tesoro de los Estados Unidos ha enfatizado en la financiación con bonos y ha insinuado que considera aumentos futuros de cupones; el mercado ya descuenta una mayor pendiente de las curvas de tipos como señal de inquietud ante excesos fiscales y una prima por plazo más volátil. Para 2026–2027, el riesgo es doble: (i) mayor sensibilidad del coste de la deuda a cualquier repunte inflacionario, y (ii) *crowding-out* sobre crédito privado y *duración* en carteras de aseguradoras y fondos, con potencial *mark-to-market* adverso. Un “*debt scare*” podría activar subastas más agresivas, presión en tramos de 10 a 30 años, y recompras del Tesoro con sesgo a control tácito de curva de tipos de interés. La disciplina fiscal luce como prerrequisito para anclar expectativas.

## Políticas monetaria y fiscal

La convergencia a tipos de interés “neutrales” no está asegurada. El Banco Central Europeo (BCE) ha proyectado menor inflación hacia 2026 y ha seguido recortando tipos de interés, mientras que parte del debate sugiere que bancos centrales podrían priorizar la sostenibilidad fiscal frente a un objetivo estricto de precios, sobre todo si maduran grandes muros de deuda global. El *guidance* del BCE habla de un entorno incierto, con hipótesis alternativas ante tensiones comerciales. En los Estados Unidos, la rebaja de tipos de interés y eventuales cambios en la composición votante del FOMC de la Reserva Federal elevarían la probabilidad de un sesgo más acomodaticio en 2026. El riesgo para carteras es una asimetría: si la

demanda se enfría por aranceles y un débil gasto de capital, el estímulo podría estabilizar el ciclo; si se combina con déficits elevados, podría reavivar la prima por plazo y la “re-flación fiscal” más adelante. Escenarios y coberturas de curva serán críticos.

## Inflación

La desinflación energética y efectos base llevan al BCE a situar el índice armonizado de precios de 2026 en torno a 1,6 %, pero la lectura global es heterogénea. Estados Unidos podría enfrentar impulsos inflacionarios por aranceles y *reshoring* (bienes transables), mientras que los salarios y servicios tardarían más en ceder. La clave será el pulso entre un mercado energético con señales de exceso de oferta que ancle componentes de bienes, y choques de costes por tarifas, logística y normativas. La volatilidad de *headline* y *core* puede regresar si se materializan nuevas rondas arancelarias o si el dólar se debilita en exceso, revalorizando *commodities* en términos locales. Para carteras y presupuestos públicos, conviene mantener cláusulas de ajuste, indexación parcial y coberturas inflacionarias selectivas, dado el sesgo bimodal de la distribución.

## China: sector inmobiliario y financiero

El sector inmobiliario chino encadena seis años de ajuste: la liquidación de Evergrande, las ventas y precios débiles, y el apoyo oficial marginal (subsidios a hipotecas, uso de fondos de vivienda) que estabiliza más que reanima. Se prevé que la recuperación del sector de la vivienda se extienda hasta la segunda mitad de 2026; el riesgo principal es una demanda interna débil que transmita deflación suave al exterior y recorte compras de *commodities*. El sistema financiero podría absorber episodios de tensión (NPLs, promotores), pero el coste fiscal de un rescate amplio parece políticamente indeseado; se favorecerían medidas “quirúrgicas”. Para Asia y América Latina, la desaceleración impacta comercio, metales y márgenes de *mid-stream*. Un evento más profundo (*v.gr.*, *default* sistémico de un gran promotor o de bancos locales) elevaría el *risk-off* global.

## Cambio climático

La intensificación de eventos climáticos eleva las pérdidas aseguradas y la retirada de

cobertura en zonas de alto riesgo (v.gr., en Estados Unidos: California, Florida, las Carolinas), lo que tensiona hipotecas y valoraciones residenciales, y traslada riesgos a bancos locales y agencias. Para 2026, el riesgo es de asegurabilidad decreciente: primas más altas, límites más bajos y mayor volatilidad de reaseguro/ILS tras años de pérdidas catastróficas. Para empresas con activos físicos críticos, el coste de capital podría subir si no hay planes creíbles de resiliencia y *hardening*. Las soluciones paramétricas y la cofinanciación público-privada ganan tracción, pero la brecha de protección se amplía. Este frente interactúa con el sector de la energía (transición, seguridad) y con la deuda (más gasto de capital hoy para evitar pérdidas futuras), con implicaciones en márgenes 2026–2028.

### Inmobiliario global

El CRE (*comercial real estate*) continúa como un foco de riesgo estructural. La demanda de oficinas se ha reconfigurado; las tasas de vacancia y la caída de rentas presionan el DSCR (*Debt Service Coverage Ratio*) y el LTV (*Loan-to-Value*). La morosidad en CMBS (*Commercial Mortgage-Backed Securities*) de oficinas y *floating-rate* sigue alta, con *default* de activos emblemáticos y reevaluaciones severas que ponen a prueba carteras de bancos regionales, aseguradoras y el crédito privado. El “*extend-and-pretend*” difiere pérdidas, pero 2026–2027 concentran vencimientos. Aún con los tipos de interés moderándose, la recuperación requiere absorción real de espacio y gasto de capital de reconversión; regulaciones urbanísticas pueden ralentizarlas. Para matrices globales, el contagio puede venir por canales de mercado (*spreads*, CLO inmobiliarios), más que por solvencia sistémica, pero el obstáculo sobre el crecimiento regional es tangible.

### Mercados energéticos

Para 2026, el consenso recogido por encuestas apunta a exceso de oferta: WTI (West Texas Intermediate) medio \$53–59 y el Brent ~\$62, inventarios elevados, y la OPEP+ recuperando cuota. A estos precios, el *shale* de Estados Unidos tendería a estancarse o declinar, salvo repunte de precios, lo que sugiere un reequilibrio en 2027. Este entorno reduce presiones inflacionarias a corto plazo, pero incrementa la dispersión de ingresos fiscales en productores y

plantea riesgos de inversión insuficiente (ex-OPEP) a medio plazo. Para los importadores, abarata costes y mejora términos de intercambio, aunque la volatilidad geopolítica puede poner suelo a precios. Empresas intensivas en energía deberían renovar coberturas con márgenes de seguridad y cláusulas de flexibilidad de volumen.

### Riesgo de liquidez y funcionamiento de los mercados

La mayor dependencia del Tesoro de los Estados Unidos de la financiación a través de bonos y las señales de futuras subidas de cupones, sumado a episodios de *steepening* global, elevan el riesgo de tensiones de liquidez en tramos largos de la curva de tipos y de *basis* volátiles en repos/T-bills, en especial si la demanda de *buy-and-hold* no absorbe el flujo. Cambios de mezcla en QRA (*Quarterly Refunding Announcements*) y sorpresa en calendarios de subasta pueden disparar *shocks* del VaR. En materia de tipos de cambio, un dólar más estable-débil por relajación monetaria y déficits elevados, pueden reactivar flujos hacia los mercados emergentes, pero en episodios de *risk-off* la reversión sería rápida. Para 2026, la clave será la secuencia: si la desaceleración exige más emisión neta y menos expansión monetaria (QE) implícita (v.gr., compras indirectas o recompras), los tramos de 10 a 30 años podrían sufrir, afectando el *pricing* de activos globales.

### Tecnología e IA

La tesis de productividad por inteligencia artificial (IA) convive con riesgos de monetización más lenta, concentración de beneficios en pocas firmas y cuellos de botella de energía y semiconductores. Si el gasto de capital de *hyperscalers* se desacelera tras el *boom* de 2025, la elasticidad de beneficios a múltiplos elevados podría aumentar la volatilidad de *equity*. Por el lado real, la disponibilidad de potencia eléctrica y las latencias en las cadenas de suministro de chips especializados condicionan la expansión de los centros de datos. Un aterrizaje ordenado con menores precios de energía y mejoras de eficiencia mitigaría el riesgo; lo contrario, implicaría un gasto de capital más caro y retrasos en despliegues, con impacto en proveedores y regiones ancla de *clusters*. La sensibilidad de sentimiento y riqueza

financiera añade un canal de transmisión al consumo.

### Criptoactivos y finanzas no bancarias

Segmentos de finanzas en la sombra (*private funds* inmobiliarios) y criptoactivos han crecido como canales de riesgo y liquidez. ZeroHedge ha destacado el potencial de las *stablecoins* criptomonedas como *money-like* con riesgo de corridas si cambian condiciones regulatorias o de *market-making*. En crédito privado, la opacidad de *covenants* y la concentración sectorial pueden amplificar *shocks* en CRE o en consumo si se eleva el nivel de desempleo. Así, 2026 será un año de prueba para vehículos con ventanas de liquidez desalineadas y activos menos líquidos; descuentos forzosos podrían trasladar estrés a bancos y aseguradoras vía contrapartes. La supervisión y la estandarización de reportes serán clave para acotar contagios.

### Ciberseguridad y resiliencia operacional

La digitalización y la concentración en nubes públicas elevan la dependencia cruzada entre sectores críticos (finanzas, energía, salud). Un gran incidente ciber o un fallo sistémico de proveedor *cloud* podría tener un impacto macro (pagos, mercados) y costes reputacionales/regulatorios severos. La exposición de pólizas de ciberriesgos, con colas gruesas y acumulaciones silenciosas, preocupa a la industria aseguradora (límites, exclusiones, *war clauses*). En 2026, la superficie de ataque crecerá con IoT (internet de las cosas) industrial y *edge computing* para IA. La mitigación pasa por *segregation*, *zero-trust*, ejercicios de crisis con *playbooks* legales, y pruebas de continuidad (fallos de *regions cloud*) con métricas exigibles por supervisores.

### Riesgo social y político: Estados Unidos y Europa

El uso de aranceles como política de ingresos industriales, la discusión sobre el techo de la deuda y cierres de gobierno, y la presión por rearmar Europa pueden elevar la polarización y el riesgo de parálisis legislativa. En Estados Unidos, los episodios de *shutdown* ya mostraron efectos en datos oficiales, gasto y confianza; en Europa, el giro hacia gasto en defensa e infraestructuras, con reglas fiscales en revisión, puede tensar coaliciones. Para 2026, procesos

electorales y la negociación de paquetes fiscales serán eventos de riesgo. El *tail risk* sería un choque de confianza que precipite ventas en bonos largos o bolsas, activando un *pro-cyclical tightening*.

## 1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

### 1.2.1 Estados Unidos

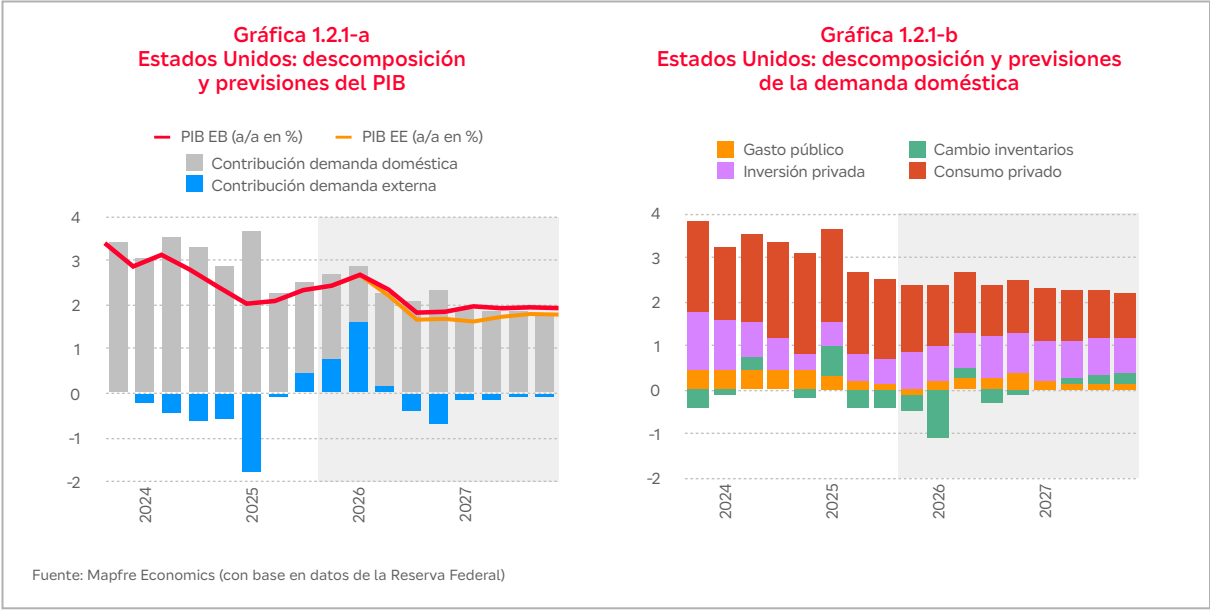
#### Riesgos e incertidumbres variadas, aunque la economía por ahora sigue su curso.

La economía de Estados Unidos creció a un ritmo anual del 2,3% a/a (1,1% t/t) en el tercer trimestre de 2025. El consumo privado creció un 3,5%, el consumo del gobierno federal un 2,2%, la inversión no residencial un 2,8%, mientras que la residencial bajó un -5,1%, las exportaciones aumentaron un 8,8% y las importaciones descendieron un -4,7%. El PMI (índice de gestores de compras) compuesto se situó en 52,7 puntos en diciembre, señalando una expansión en el sector privado, en tanto que el PMI manufacturero se ubicó en 51,8 y el de servicios en 52,5 puntos. Asimismo, el indicador de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan de enero se situó en 54,0, mientras que las ventas al por menor subieron un 3,3% y la producción industrial un 2,0% en diciembre. La inflación se situó en 2,7% en diciembre, con la subyacente en 2,6%. En este contexto, se prevé un crecimiento del PIB estadounidense del 2,2% para 2026 y del 1,9% para 2027 (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

En su reunión de diciembre, la Reserva Federal de los Estados Unidos bajó en 25 puntos básicos (pbs) el tipo de interés de referencia, situándolo

#### Estados Unidos

- Tensiones geopolíticas e internas también.
- La Reserva Federal inyecta liquidez a corto plazo, pero evadiendo la idea de una expansión cuantitativa.
- Corrección del déficit y estabilización de la deuda, desafíos para los próximos años.
- Se prevé que la economía estadounidense crezca un 2,2% en 2026 y un 1,9% en 2027.



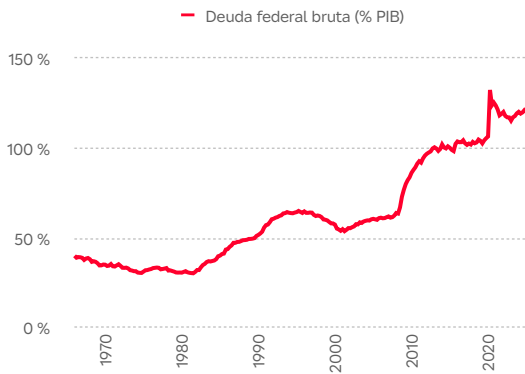
**Tabla 1.2.1**  
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	6,2	2,5	2,9	2,8	2,1	2,2	1,9	2,0	1,7
Contribución de la demanda doméstica	7,4	2,9	2,5	3,2	2,5	2,0	1,9	1,9	1,8
Contribución de la demanda externa	-1,3	-0,5	0,4	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	0,1	-0,2
Contribución del consumo privado	5,9	2,1	1,8	2,0	1,8	1,3	1,1	1,2	1,0
Contribución de la inversión total	1,2	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9
Contribución del gasto público	0,1	-0,2	0,4	0,4	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1
Consumo privado (% a/a)	8,8	3,0	2,6	2,9	2,6	2,4	2,2	1,8	2,0
Gasto público (% a/a)	0,5	-1,3	3,0	3,3	0,8	2,0	1,0	2,0	1,0
Inversión total (% a/a)	5,6	1,9	3,8	3,5	3,0	3,9	3,8	3,4	3,9
Exportaciones (% a/a)	6,5	7,6	2,8	3,6	1,8	2,2	2,2	1,6	1,4
Importaciones (% a/a)	14,6	8,5	-0,9	5,8	2,4	-2,0	3,7	-4,5	2,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,2	3,6	3,8	4,1	4,5	4,3	4,2	4,4	4,3
Inflación (% a/a, media)	4,7	8,0	4,1	3,0	2,7	2,5	2,3	2,7	2,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,8	7,1	3,2	2,7	2,8	2,3	2,3	2,7	2,6
Balance fiscal (% PIB)	-11,8	-4,0	-7,5	-7,5	-7,3	-8,1	-7,8	-7,7	-7,4
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,6	-3,8	-3,3	-4,0	-3,6	-2,9	-3,0	-2,6	-2,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	4,50	5,50	4,50	3,75	3,00	3,00	3,25	3,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,09	4,59	5,33	4,31	3,65	3,08	3,08	3,41	3,22
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,52	3,88	3,88	4,58	4,18	4,21	4,20	4,26	4,26
Tipo de cambio vs USD (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,13	1,07	1,11	1,04	1,18	1,16	1,16	1,18	1,19
Crédito privado (% a/a, media)	15,6	-1,6	5,5	9,9	1,7	6,5	5,7	6,8	6,1
Crédito familias (% a/a, media)	8,0	8,1	3,6	2,5	2,1	5,9	5,8	5,7	5,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	4,4	9,7	3,0	1,9	2,7	5,0	4,2	5,0	4,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	4,9	9,8	5,5	0,3	3,8	2,1	1,9	2,1	1,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	11,4	3,3	5,6	5,5	4,7	4,3	4,8	4,3	5,0

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos de la Reserva Federal)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

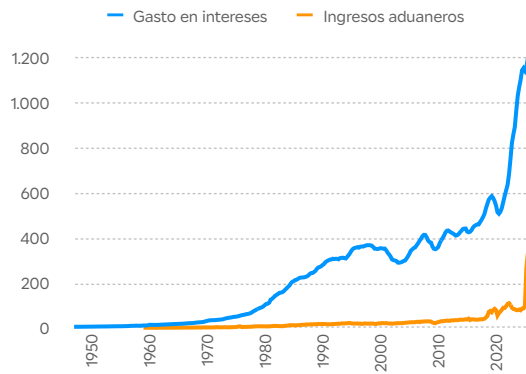
Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información

**Gráfica 1.2.1-c**  
Estados Unidos: deuda federal bruta  
(% del PIB)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de la Reserva Federal de St. Louis)

**Gráfica 1.2.1-d**  
Estados Unidos: gasto en intereses de la  
deuda federal e ingresos aduaneros  
(millardos de USD)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de la Reserva Federal de St. Louis)

en un rango objetivo de 3,50%-3,75%. El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) decidió también que se iniciará la compra de valores del Tesoro a más corto plazo según sea necesario para mantener un suministro suficiente de reservas de forma continua. Sin embargo, enfatizó en que no se trata de un nuevo QE (*Quantitative Easing*), sino de una compra puntual de corto plazo. Las evaluaciones del comité tendrán en cuenta una amplia gama de información, incluyendo lecturas sobre las condiciones del mercado laboral, las presiones inflacionarias y las expectativas de inflación, así como la evolución financiera e internacional.

Entre los principales riesgos a corto plazo para la economía de los Estados Unidos destaca el deterioro de la trayectoria fiscal y su impacto potencial sobre el coste de financiación. El déficit federal cerró 2024 en torno al 6,9 % del PIB, y se estima se sitúe en 6,5% en 2025 y podría mantenerse elevado en 2026, cerca del 6,3%, según proyecciones oficiales, reflejando una senda claramente insostenible a medio plazo. Esta situación ha sido reconocida como problemática por la Reserva Federal, la Oficina Presupuestaria del Congreso, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las principales agencias de calificación. El aumento persistente de las necesidades de financiación, en un contexto de elevados tipos de interés y la reducción del balance de la Reserva Federal, está detrás de los recientes repuntes de las rentabilidades de la deuda del Tesoro y del creciente debate sobre

el apetito estructural por bonos estadounidenses, especialmente por parte de inversores extranjeros.

El paquete fiscal aprobado en julio, conocido como “*One Big Beautiful Bill*”, refuerza estos riesgos, en la medida en que incluye deducciones fiscales para horas extra, propinas y contribuciones a la seguridad social, junto con un aumento significativo del gasto en defensa y control migratorio, mientras que elimina incentivos a la compra de vehículos eléctricos y reduce progresivamente otros créditos fiscales vinculados al IRA (*Inflation Reduction Act*), y se anticipan recortes en el *Medicaid*. La Oficina Presupuestaria del Congreso estima que el paquete podría añadir entre 2,4 y 3 billones de dólares (trillones en notación estadounidense) al déficit y a la deuda en la próxima década, mientras que el gobierno sostiene que el mayor crecimiento compensará con ingresos adicionales, una hipótesis ampliamente cuestionada por analistas.

En el frente externo, los riesgos han aumentado de forma notable. Estados Unidos había anunciado la imposición de aranceles del 10% de aplicación inmediata sobre importaciones procedentes de Dinamarca, Noruega, Suecia, Finlandia, Alemania, Francia, Reino Unido y Países Bajos, con la advertencia de elevarlos hasta un 25% adicional a partir del 1 de junio si no se alcanzaba un acuerdo político en torno al tema de Groenlandia. Estas medidas se producen en un contexto de tensión con varios socios de la OTAN, lo que ha deteriorado la

confianza entre los socios transatlánticos. Como respuesta, la Unión Europea amenazó con activar contramedidas comerciales de gran escala y, de forma más preocupante, ha surgido el debate (aún incipiente, pero relevante) sobre una posible reducción de compras de bonos estadounidenses o una diversificación acelerada de reservas. Dada la elevada dependencia de Estados Unidos del ahorro externo para financiar su déficit, esta combinación de desequilibrios fiscales persistentes, endurecimiento financiero y escalada geopolítica representa un riesgo significativo no solo para la economía de ese país, sino también para la estabilidad del sistema económico global.

## 1.2.2 Eurozona

### Apostando a la inversión como forma de salir de la atonía.

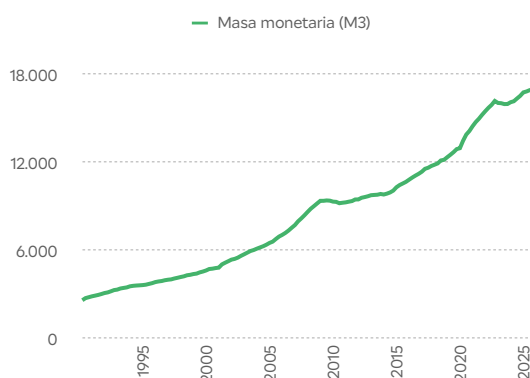
La economía de la Eurozona experimentó un crecimiento del 1,5% en la totalidad de 2025, y del 1,3% a/a en el cuarto trimestre del año. Con respecto a los indicadores adelantados de actividad, el PMI compuesto de diciembre se situó en 51,5 puntos, el manufacturero en 48,8 (en zona de contracción), el de servicios en 52,4 y el de la construcción en 47,4. La confianza del consumidor bajó al -13,1, sin haber recuperado los niveles de 2019. Asimismo, las ventas al por menor de noviembre crecieron un 2,3%, y la producción industrial subió un 2,5%.

### Eurozona

- Inversión en defensa, infraestructura y transición energética, aspectos clave.
- El aumento de los rendimientos de los bonos exige mayor esfuerzo de consolidación fiscal.
- La baja productividad y el envejecimiento poblacional, temas a vigilar.
- Se estima que el PIB de la zona euro crecerá 1,2% y 1,4% en 2026 y 2027.

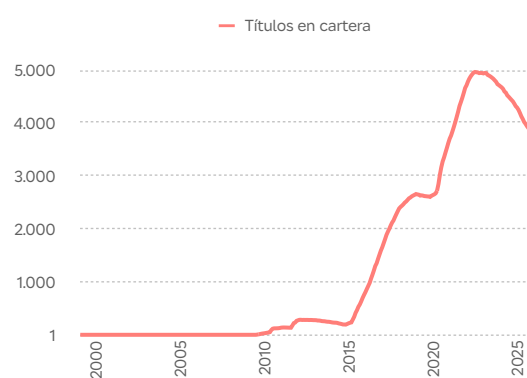
La economía de la Eurozona mantiene un crecimiento moderado pero estable. Este repunte marginal se explica principalmente por un mayor impulso del gasto público, especialmente en Alemania (gasto en defensa e infraestructura), y por el desempeño relativamente sólido de economías como España e Irlanda. Sin embargo, el crecimiento sigue siendo bajo en términos históricos y permanece limitado por factores estructurales no resueltos, como la baja productividad, el envejecimiento demográfico y una inversión privada contenida. A diferencia de otras regiones, la Eurozona se ha beneficiado menos del reciente auge de inversión ligado a tecnologías digitales y de inteligencia artificial, lo que reduce su potencial de convergencia a medio plazo. Conforme a lo anterior, se estima que la Eurozona registrará un crecimiento económico del 1,2% para 2026 y del 1,4% para 2027 (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-c y 1.2.2-d).

**Gráfica 1.2.2-a**  
Eurozona: masa monetaria M3  
(millardos de euros)



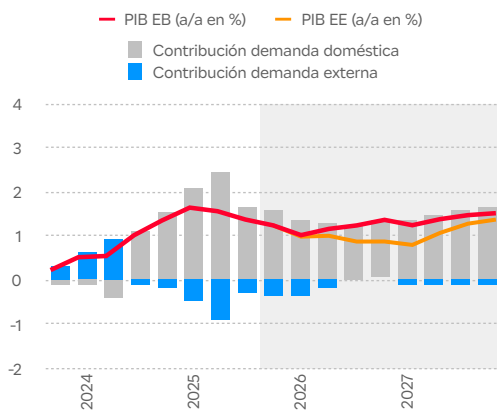
Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.2.2-b**  
Eurozona: títulos en cartera  
con propósitos de política monetaria  
(millardos de euros)



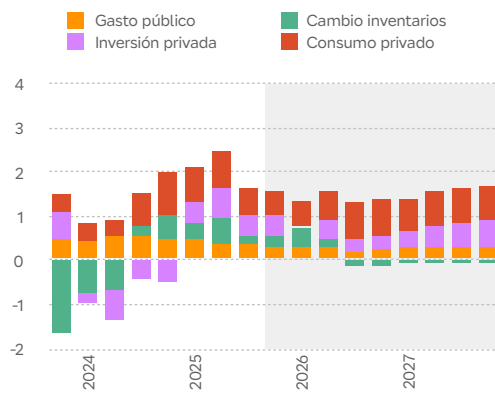
Fuente: Mapfre Economics (con datos del BCE y Bloomberg)

**Gráfica 1.2.2-c**  
Eurozona: descomposición  
y previsiones del PIB



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del BCE)

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



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del BCE)

**Tabla 1.2.2**  
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	6,4	3,7	0,6	0,8	1,5	1,2	1,4	1,0	1,2
Contribución de la demanda doméstica	4,9	3,8	0,3	0,5	1,9	1,3	1,5	1,2	1,3
Contribución de la demanda externa	1,4	-0,1	0,3	0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1
Contribución del consumo privado	2,4	2,7	0,3	0,6	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7
Contribución de la inversión total	0,8	0,5	0,6	-0,4	0,5	0,3	0,5	0,1	0,4
Contribución del gasto público	1,0	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Consumo privado (% a/a)	4,6	5,3	0,6	1,2	1,3	1,4	1,8	1,3	1,6
Gasto público (% a/a)	4,3	1,3	1,5	2,2	1,6	1,2	1,3	1,2	1,3
Inversión total (% a/a)	3,7	2,2	2,7	-2,1	2,6	1,2	2,5	0,5	1,7
Exportaciones (% a/a)	11,4	7,5	-1,0	0,5	2,0	0,3	1,4	-0,4	0,6
Importaciones (% a/a)	8,9	8,5	-1,8	-0,1	3,4	1,0	1,8	0,6	1,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,2	6,7	6,6	6,2	6,4	6,3	6,2	6,5	6,4
Inflación (% a/a, media)	2,6	8,4	5,4	2,4	2,1	1,8	2,0	2,0	2,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,6	10,0	2,7	2,2	2,1	1,8	2,1	2,0	2,1
Balance fiscal (% PIB)	-5,1	-3,4	-3,5	-3,1	-2,9	-3,1	-3,0	-3,2	-3,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-3,7	-1,7	-1,8	-1,2	-1,0	-1,0	-0,9	-1,2	-1,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,7	-0,2	1,6	2,6	2,1	2,3	2,2	2,1	2,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	2,00	2,00	1,75	1,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,57	2,13	3,91	2,71	2,03	2,07	2,10	1,75	1,70
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,32	3,39	2,79	3,00	3,32	3,25	3,30	3,20	3,22
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,13	1,07	1,11	1,04	1,18	1,16	1,16	1,18	1,19
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	4,0	4,4	1,3	0,5	2,4	3,4	3,4	3,4	3,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	4,0	6,2	2,5	1,3	1,5	2,5	3,6	2,3	3,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,1	9,4	-0,2	1,2	0,5	1,0	1,1	1,0	1,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	17,3	13,5	14,2	15,2	15,2	14,9	14,5	14,9	14,5

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del BCE)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

Por su parte, la inflación en diciembre se situó en 1,9%, subiendo 2 décimas. La inflación subyacente, que excluye los precios de alimentos y energía, aumentó un 2,3%. En la reunión de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener los tipos de interés en 2,00% y la tasa de las operaciones principales de financiación en 2,15%. El Programas de Compra de Activos (APP) y el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP) continuarán disminuyendo a un ritmo medido y predecible, dado que han dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo. Las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. Así, el Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos de interés.

Las perspectivas económicas para la zona euro siguen condicionadas por debilidades estructurales persistentes. El sector manufacturero continúa bajo presión, debido al impacto acumulado del encarecimiento energético tras la ruptura de relaciones comerciales con Rusia, que ha erosionado la competitividad de industrias intensivas en energía. A ello, se suma la apreciación real del euro frente a monedas de países competidores, lo que reduce la capacidad exportadora en sectores clave. Aunque el aumento previsto del gasto en defensa podría apoyar la actividad económica de la región, su impacto será gradual y limitado en el corto plazo, dado que los compromisos para alcanzar los objetivos se extienden hasta 2035. Además, la fragmentación entre países en cuanto a capacidad fiscal y dinamismo económico amplifica las divergencias internas dentro de la unión.

Desde el punto de vista macroeconómico, los riesgos de corto plazo se inclinan a la baja. Un endurecimiento prolongado de las condiciones financieras, tensiones geopolíticas persistentes y una desaceleración más intensa del comercio mundial podrían frenar aún más la inversión y el crecimiento. Además, la elevada deuda pública en varios países limita el margen de maniobra fiscal ante posibles *shocks* adversos, mientras que la necesidad de consolidación

presupuestaria podría volverse más exigente si el crecimiento decepciona. Aunque el sistema financiero ha mostrado resiliencia, el entorno de bajo crecimiento económico y altos costes de financiación aumentan la vulnerabilidad de empresas y gobiernos, reforzando el riesgo de una prolongación del estancamiento económico en la Eurozona.

### 1.2.3 España

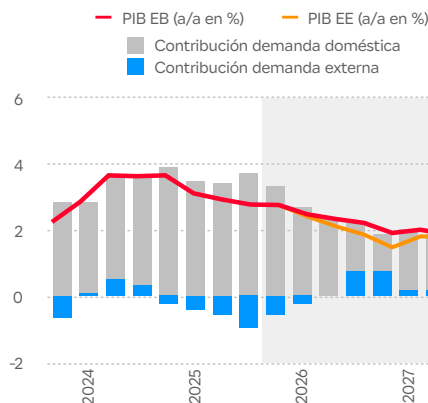
#### El dinamismo de la economía española sigue destacando en el contexto europeo.

La economía española creció un 2,8% en 2025, (2,6% en el cuarto trimestre), situándose como uno de los crecimientos más fuertes de la Eurozona. El consumo privado aumentó un 3,3%, el consumo público lo hizo un 1,7%, y la inversión un 6,5%. Por su parte, las exportaciones crecieron un 3,5% y las importaciones aumentaron un 6,9%. Las ventas minoristas crecieron un 6,1% en noviembre, en tanto que el índice de producción industrial mostró una excelente recuperación en 2025, hasta los 109,75 puntos. Los últimos datos del PMI parecen confirmar las perspectivas de esta dinámica: el compuesto de diciembre se situó en 55,6, el manufacturero en 49,6 y el de servicios en 57,1 puntos. El índice de indicadores adelantados de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) también indica buenas perspectivas, y la confianza del consumidor sigue recuperándose, pero aún sin alcanzar los niveles de 2019. La inflación en diciembre se situó en 2,9% a/a (0,3% m/m), con la subyacente en 2,6%. Por componentes: los precios de la alimentación aumentaron un 3,0%, los de la vivienda y energía un 5,7%, hoteles y restaurantes 4,6%, y transporte 1,8%.

#### España

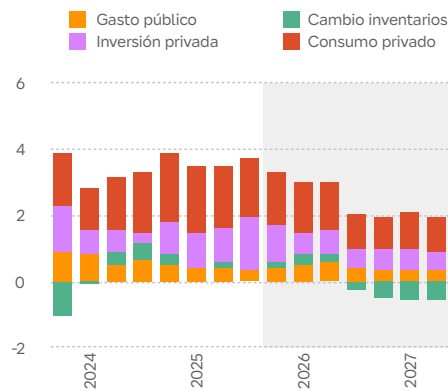
- El consumo privado y la inversión se mantienen fuertes.
- La inflación sigue presionada por el coste de la vivienda, alimentación, hoteles y restauración.
- Notable resiliencia económica; los riesgos vienen dados por el contexto externo.
- Se estima que la economía española crecerá un 2,2% en 2026 y un 1,9% en 2027.

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



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

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



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

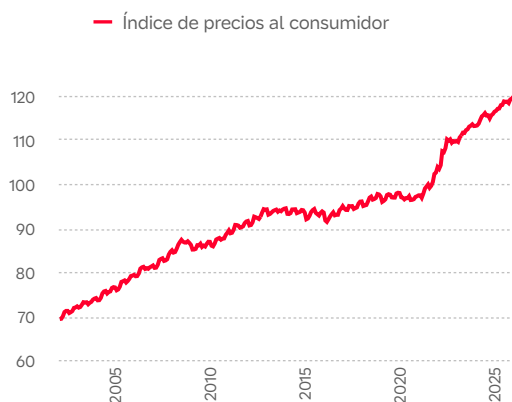
**Tabla 1.2.3**  
España: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	6,7	6,4	2,5	3,5	2,8	2,2	1,9	2,0	1,8
Contribución de la demanda doméstica	6,9	4,2	1,7	3,3	3,5	1,9	1,7	1,7	1,5
Contribución de la demanda externa	-0,3	2,2	0,8	0,2	-0,7	0,3	0,2	0,3	0,2
Contribución del consumo privado	4,0	2,8	1,0	1,7	1,8	1,2	1,1	1,1	0,9
Contribución de la inversión total	0,5	0,8	1,1	0,7	1,2	0,7	0,5	0,6	0,4
Contribución del gasto público	0,8	0,2	0,9	0,6	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3
Consumo privado (% a/a)	7,1	4,9	1,8	3,1	3,3	2,6	1,9	2,4	1,7
Gasto público (% a/a)	3,6	0,8	4,5	2,9	1,7	2,2	1,4	2,2	1,4
Inversión total (% a/a)	2,6	4,2	5,9	3,6	6,5	5,2	3,8	4,7	3,3
Exportaciones (% a/a)	13,4	14,2	2,2	3,2	3,5	1,5	1,5	1,0	0,8
Importaciones (% a/a)	15,0	7,7	0,0	2,9	6,9	2,2	0,8	1,9	0,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	13,4	13,0	11,8	10,6	10,3	9,9	9,8	10,1	10,1
Inflación (% a/a, media)	3,1	8,4	3,5	2,8	2,7	2,1	2,0	2,3	2,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	5,8	6,6	3,3	2,4	3,0	1,8	2,0	1,9	2,1
Balance fiscal (% PIB)	-6,7	-4,6	-3,3	-3,2	-2,5	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5
Balance fiscal primario (% PIB)	-4,4	-2,2	-1,0	-0,8	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,8	0,4	2,7	3,2	3,0	2,8	2,8	2,6	2,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	2,00	2,00	1,75	1,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,57	2,13	3,91	2,71	2,03	2,07	2,10	1,75	1,70
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,60	3,66	3,00	3,07	3,29	3,33	3,43	3,27	3,35
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,13	1,07	1,11	1,04	1,18	1,16	1,16	1,18	1,19
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	0,1	0,8	-1,9	-0,6	3,3	2,3	2,1	2,3	2,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,4	0,7	-0,1	0,7	0,8	4,0	5,3	3,4	4,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,2	0,6	2,2	-1,1	-2,6	-0,1	2,8	-0,1	3,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	14,3	9,0	11,7	12,7	12,1	11,4	10,8	11,3	10,7

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del INE)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

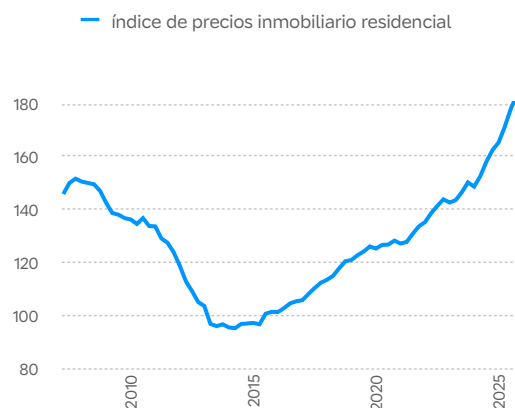
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

**Gráfica 1.2.3-c**  
España: índice de precios al consumidor  
(SA, 2021=100)



Fuente: Mapfre Economics (con datos del INE)

**Gráfica 1.2.3-d**  
España: índice de precios inmobiliario residencial  
(SA, 2015=100)



Fuente: Mapfre Economics (con datos del INE)

España mantiene unas perspectivas de crecimiento relativamente favorables en el contexto europeo, con tasas previstas en torno al 2,2 % en 2026 y una moderación hacia 1,9 % en 2027, aunque no está exenta de riesgos relevantes (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b). La fragmentación política interna sigue siendo un factor clave de incertidumbre, ya que puede dificultar la consolidación fiscal y retrasar la implementación de reformas estructurales necesarias. Asimismo, el envejecimiento demográfico reducirá progresivamente la población activa y limitará el crecimiento potencial a medio plazo. Además, la elevada dependencia de la demanda interna y del turismo expone a la economía a *shocks* externos y a episodios de volatilidad global. Aunque el déficit y la deuda pública muestran una trayectoria descendente, siguen siendo sensibles a un aumento de los costes de financiación. Finalmente, una ejecución incompleta de los fondos europeos y un entorno comercial internacional más restrictivo podrían lastrar la inversión y el crecimiento futuro.

#### 1.2.4 Alemania

**Se prevé que, en 2026, la economía alemana salga finalmente del estancamiento.**

En el cuarto trimestre de 2025, la economía alemana siguió muy estancada, con un ritmo de aumento del 0,3% (a/a), dejando de esa forma el crecimiento anual también en el 0,3%. Los indicadores adelantados de actividad (PMIs) de diciembre, sitúan el indicador com-

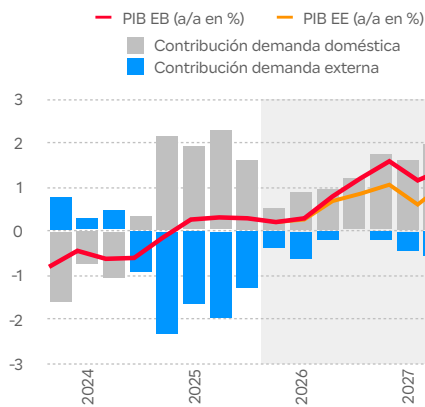
puesto en 51,3, el manufacturero en 47,0 (aún en zona de contracción) y el de servicios en 52,7 puntos. Asimismo, las ventas minoristas decrecieron un 1,4% en noviembre, y la producción industrial avanzó un 0,8% en octubre. La confianza del consumidor del GfK, en -26,9, sigue muy por debajo de los niveles registrados en 2019.

Alemania enfrenta riesgos macroeconómicos importantes que reflejan una profunda tensión estructural en su modelo económico, tradicionalmente basado en la industria manufacturera. La economía ha mostrado un crecimiento débil, con un avance de solo alrededor del 0,2 % en 2025, tras dos años de contracción. La recuperación se ve frenada por un entorno externo adverso y una intensificación de la competencia. En este entorno, se estima un crecimiento del PIB alemán del 1,0% para 2026 y del 1,5% para 2027 (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

#### Alemania

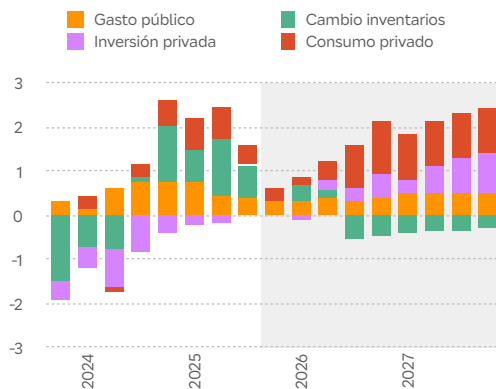
- La producción industrial está en declive desde 2017.
- El potencial aumento de aranceles por parte de Estados Unidos, un riesgo para el desempeño económico en Alemania.
- La inversión en infraestructuras y defensa, claves para la recuperación.
- Se estima que el PIB alemán se incremente un 1,0% en 2026 y un 1,5% en 2027.

**Gráfica 1.2.4-a**  
Alemania: descomposición  
y previsiones del PIB



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos de DESTATIS)

**Gráfica 1.2.4-b**  
Alemania: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos de DESTATIS)

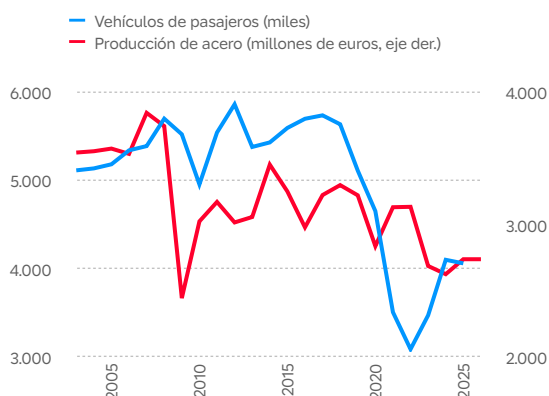
**Tabla 1.2.4**  
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)	Estresado (EE)		
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	3,9	1,9	-0,7	-0,5	0,3	1,0	1,5	0,7	1,3
Contribución de la demanda doméstica	3,1	3,0	-0,7	0,2	1,6	1,2	2,0	1,0	1,9
Contribución de la demanda externa	0,8	-1,1	0,0	-0,6	-1,3	-0,2	-0,6	-0,3	-0,6
Contribución del consumo privado	1,0	3,3	-0,2	0,3	0,5	0,7	1,0	0,6	0,9
Contribución de la inversión total	0,1	0,0	-0,3	-0,6	-0,1	0,3	0,6	0,1	0,5
Contribución del gasto público	0,7	0,1	0,0	0,6	0,5	0,3	0,5	0,3	0,5
Consumo privado (% a/a)	1,9	6,5	-0,5	0,5	1,0	1,3	2,5	1,2	2,3
Gasto público (% a/a)	3,1	0,6	-0,2	2,6	2,1	1,5	2,2	1,5	2,2
Inversión total (% a/a)	0,6	0,0	-1,6	-3,2	-0,6	1,3	5,9	0,6	5,0
Exportaciones (% a/a)	10,0	4,0	-0,9	-1,9	-0,1	-0,4	0,6	-1,1	-0,3
Importaciones (% a/a)	9,2	7,7	-1,0	-0,4	3,5	0,7	2,1	0,3	1,2
Tasa de paro (%; último trimestre)	5,2	5,5	5,8	6,1	6,3	5,9	5,4	6,1	5,6
Inflación (% a/a, media)	3,1	6,9	5,9	2,3	2,2	1,9	2,0	2,1	2,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,7	8,6	3,5	2,4	2,1	1,8	2,2	2,0	2,4
Balance fiscal (% PIB)	-3,2	-1,9	-2,5	-2,7	-2,4	-2,7	-2,9	-2,9	-3,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,6	-1,2	-1,6	-1,6	-1,3	-1,5	-1,7	-1,7	-2,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	7,0	3,9	5,5	5,7	4,9	4,8	4,2	4,6	4,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	2,00	2,00	1,75	1,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,57	2,13	3,91	2,71	2,03	2,07	2,10	1,75	1,70
Tipo de interés a 10 años (final período)	-0,18	2,57	2,03	2,36	2,86	2,82	2,81	2,73	2,67
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,13	1,07	1,11	1,04	1,18	1,16	1,16	1,18	1,19
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	5,2	5,0	1,9	0,5	1,4	3,2	4,0	3,2	4,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,2	9,3	4,4	2,1	2,8	4,5	4,8	4,5	4,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	10,0	12,7	6,3	9,2	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	14,4	10,4	10,4	11,2	10,4	10,9	10,2	10,9	10,2

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos de DESTATIS)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

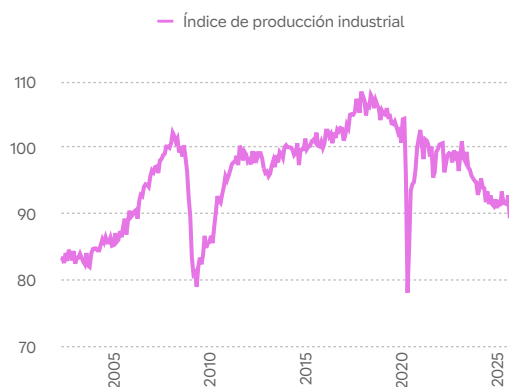
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

**Gráfica 1.2.4-c**  
**Alemania: fabricación de automóviles**  
**y producción de acero**



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Deutsche Bundesbank)

**Gráfica 1.2.4-d**  
**Alemania: índice de producción industrial**



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Deutsche Bundesbank)

Por otra parte, la inflación en diciembre se ha situado en el 1,8%, y en el 2,2% la inflación sin energía. Por componentes, los precios de la alimentación, transporte y energía crecieron un 0,8%, 2,3% y -1,7%, respectivamente. Debe señalarse que la caída de los precios de la energía para el hogar y en carburantes favorece una moderación de la inflación general.

Uno de los riesgos centrales a corto plazo para la economía alemana es la crisis de las industrias intensivas en electricidad y energía, que han perdido atractivo frente a ubicaciones con menores costes energéticos, lo que promueve la deslocalización de producción a países con ventaja competitiva en costes. Este fenómeno, junto con un entorno externo complejo y la paulatina eliminación de la energía nuclear, encarecen los costes de producción industrial y erosionan la ventaja competitiva de Alemania. Cabe destacar que el sector del automóvil (un pilar de su tejido industrial) enfrenta una competencia feroz de fabricantes chinos, especialmente en vehículos eléctricos y mercados clave como Estados Unidos, donde posibles aranceles y tensiones comerciales podrían agravar la caída de las exportaciones y la pérdida de cuota de mercado. La combinación de estancamiento del crecimiento, presión competitiva externa, altos costes estructurales y la posible ampliación de barreras comerciales, constituyen riesgos significativos para el futuro de la economía alemana si no se implementan reformas profundas orientadas a mejorar su competitividad industrial.

## 1.2.5 Italia

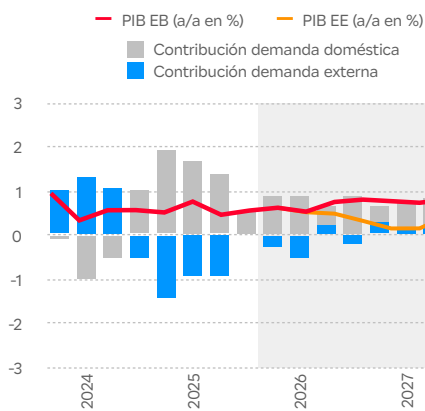
**El consumo privado y público están estancados, limitando el dinamismo de la economía.**

La economía italiana aumentó un 0,8% en el último trimestre del año, con lo que alcanzó un crecimiento del 0,7% para la totalidad de 2025. Los indicadores adelantados de actividad (PMIs) de diciembre, por su parte, sitúan el indicador compuesto en 50,3 puntos. Sectorialmente, el manufacturero empeora, situándose en 47,9 puntos, el de servicios en 51,5 y la construcción en 47,9. Las ventas minoristas, por su parte, crecieron un 1,6% en noviembre, y la producción industrial creció un 1,4%, aunque, en contrapartida, la encuesta a la industria muestra un nivel de pedidos de exportación en caída. Conforme a lo anterior, se prevé un crecimiento económico en Italia del

### Italia

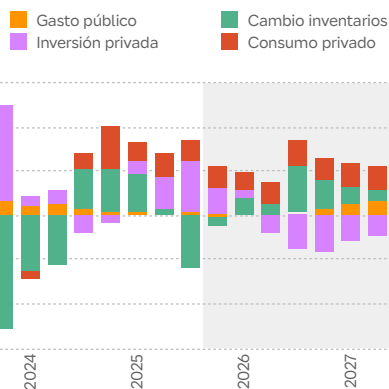
- Los fondos europeos de recuperación y resiliencia, claves en mantener el crecimiento de la economía italiana.
- Las exportaciones han sido el motor, pero la cartera de pedidos industriales se debilita.
- El elevado nivel de deuda es un riesgo, aunque el déficit mejoró significativamente.
- Se prevé un crecimiento económico del 0,7% en 2026 y del 0,8% en 2027.

**Gráfica 1.2.5-a**  
Italia: descomposición  
y previsiones del PIB



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos de ISTAT)

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



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos de ISTAT)

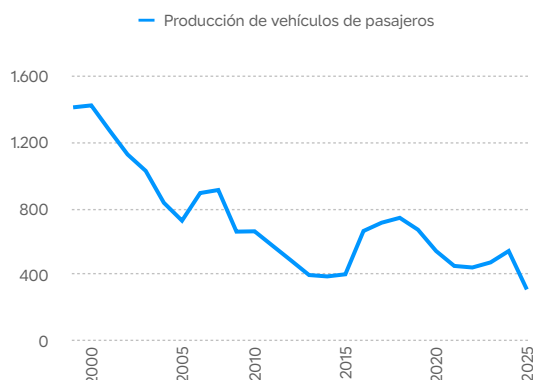
**Tabla 1.2.5**  
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)	Estresado (EE)	2026(p)	2027(p)
						2026(p)	2027(p)		
PIB (% a/a)	8,8	5,0	1,1	0,5	0,7	0,7	0,8	0,4	0,5
Contribución de la demanda doméstica	8,8	5,4	0,6	0,4	1,1	0,7	0,7	0,5	0,4
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,5	0,5	0,1	-0,4	0,0	0,1	-0,1	0,1
Contribución del consumo privado	3,4	3,0	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Contribución de la inversión total	3,9	1,6	2,1	0,0	0,7	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5
Contribución del gasto público	0,5	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,3
Consumo privado (% a/a)	5,8	5,3	0,6	0,6	0,9	0,9	0,9	0,7	0,5
Gasto público (% a/a)	2,3	0,8	1,1	1,0	0,3	0,4	1,7	0,4	1,7
Inversión total (% a/a)	21,5	7,7	10,3	0,0	3,1	-1,9	-1,7	-2,7	-2,6
Exportaciones (% a/a)	14,2	10,6	0,1	-0,6	1,0	0,5	1,6	-0,4	0,6
Importaciones (% a/a)	16,0	13,6	-1,6	-1,1	3,0	1,1	1,3	0,5	0,1
Tasa de paro (%; último trimestre)	9,0	7,9	7,5	6,2	6,0	6,2	6,6	6,4	6,8
Inflación (% a/a, media)	1,9	8,2	5,6	1,0	1,5	1,5	1,8	1,6	1,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,5	11,7	1,0	1,2	1,2	1,9	1,8	2,0	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-8,9	-8,1	-7,2	-3,4	-3,1	-2,8	-2,9	-3,0	-3,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-5,5	-4,0	-3,6	0,5	0,8	1,3	1,3	1,1	1,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,0	-1,8	0,2	1,1	1,5	1,7	1,5	1,5	1,4
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	2,00	2,00	1,75	1,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,57	2,13	3,91	2,71	2,03	2,07	2,10	1,75	1,70
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,19	4,72	3,69	3,52	3,51	3,57	3,68	3,53	3,65
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,13	1,07	1,11	1,04	1,18	1,16	1,16	1,18	1,19
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	3,0	3,4	0,2	-0,6	1,6	1,9	1,8	1,8	1,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,1	3,3	-1,6	-2,7	-0,2	2,9	3,3	1,8	2,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	22,7	19,6	5,3	-4,0	-4,6	4,6	5,5	4,0	5,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	15,5	11,0	11,0	11,6	12,8	12,6	12,4	12,6	12,6

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos de ISTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

**Gráfica 1.2.5-c**  
Italia: fabricación de automóviles  
(miles de unidades)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Associazione Nazionale Fra Industrie Automobilistiche)

**Gráfica 1.2.5-d**  
Italia: rendimiento del  
bono del gobierno a 10 años



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

0,7% para 2026 y del 0,8% para 2027 (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

La inflación de diciembre, por su parte, se ha situado en 1,2% a/a (0,2% m/m). Por componentes, los precios de la alimentación aumentaron un 2,6%, restaurantes y hoteles un 3,0%, y bienes y servicios varios un 3,4%. Asimismo, el precio de los seguros aumentó en un 4,2% y los de los vehículos en un 4,6%.

La economía de Italia enfrenta riesgos macroeconómicos profundos que ponen en duda la sostenibilidad de sus cuentas públicas en el medio plazo. A pesar de una reducción significativa del déficit desde niveles del 7,2 % del PIB, en 2023, a aproximadamente 3,4%, en 2024, y proyecciones cercanas al 3,0% en 2025, la deuda pública sigue extremadamente alta, rondando cerca del 136-138% del PIB, y se espera que solo disminuya de forma muy lenta en ausencia de reformas estructurales adicionales. Esta enorme carga de deuda, asociada a un crecimiento económico moderado (proyectado en alrededor del 0,6 % en 2025) limita seriamente el espacio fiscal para responder a posibles choques y obliga a un ajuste prolongado. Además, el envejecimiento de la población y una productividad persistentemente débil agravan este panorama, ya que aumentan los gastos en pensiones y salud, mientras que se reducen la base de contribuyentes y la fuerza laboral, frenando aún más el crecimiento potencial. Sin políticas fiscales más ambiciosas y reformas que impulsen la productividad y participación labo-

ral, Italia corre el riesgo de caer en un estancamiento prolongado y ver deteriorada la confianza en sus finanzas públicas.

## 1.2.6 Francia

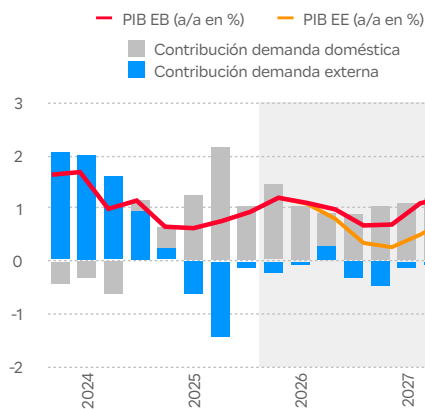
### La rentabilidad de los bonos franceses revela inquietud con respecto a las cuentas públicas.

La economía francesa creció un 0,9% en 2025 (0,2% en el cuarto trimestre). El consumo privado aumentó un 0,4% en el año, mientras que el consumo público lo hizo un 1,7%. La inversión, por su parte, creció solo el 0,2%; las exportaciones crecieron un 1,4%, en tanto que las importaciones lo hicieron en un 2,9%. Por lo que se refiere a las perspectivas de la economía francesa, los PMI de diciembre situaron el compuesto en 50,0, el manufacturero en 50,7 y el de servicios en 50,1 puntos. En tanto que el de la construcción se ubicó en 43,4 puntos. Las ventas minoristas, por su parte, están muy estancadas, con múltiples meses con caídas en

#### Francia

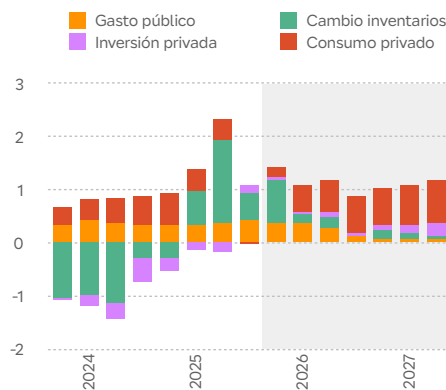
- Francia mantiene un déficit fiscal estructural y necesita reformas.
- Los altos niveles de gasto social y de impuestos dejan poco espacio de maniobra para la política fiscal.
- La estimación de crecimiento para la economía francesa en 2026 se sitúa en el 0,9%, y en el 1,2% para 2027.

**Gráfica 1.2.6-a**  
Francia: descomposición  
y previsiones del PIB



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del Instituto Nacional de Estadística y de Estudios Económicos)

**Gráfica 1.2.6-b**  
Francia: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del Instituto Nacional de Estadística y de Estudios Económicos)

**Tabla 1.2.6**  
Francia: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	6,8	2,8	1,6	1,1	0,9	0,9	1,2	0,6	0,9
Contribución de la demanda doméstica	6,1	2,9	0,7	-0,1	1,5	0,9	1,2	0,7	1,0
Contribución de la demanda externa	0,7	-0,1	0,9	1,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
Contribución del consumo privado	2,8	1,7	0,4	0,5	0,2	0,6	0,8	0,5	0,7
Contribución de la inversión total	2,2	-0,1	0,2	-0,3	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1
Contribución del gasto público	1,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,2	0,1	0,2	0,1
Consumo privado (% a/a)	5,3	3,3	0,8	1,0	0,4	1,2	1,5	1,0	1,4
Gasto público (% a/a)	6,6	2,7	1,5	1,4	1,7	0,8	0,4	0,8	0,4
Inversión total (% a/a)	9,6	-0,2	0,7	-1,3	0,2	0,4	1,2	-0,2	0,6
Exportaciones (% a/a)	11,0	9,3	2,8	2,4	1,4	1,9	1,1	1,3	0,4
Importaciones (% a/a)	8,0	9,3	0,1	-1,3	2,9	2,4	1,3	2,0	0,6
Tasa de paro (% último trimestre)	7,2	6,9	7,3	7,1	7,6	7,8	7,6	7,9	7,7
Inflación (% a/a, media)	1,6	5,2	4,9	2,0	0,9	1,4	1,6	1,5	1,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,7	6,1	3,7	1,3	0,9	1,7	1,9	1,8	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-6,6	-4,8	-5,4	-5,8	-5,4	-5,5	-5,4	-5,6	-5,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-5,2	-2,8	-3,5	-3,7	-3,2	-3,1	-2,7	-3,2	-2,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,3	-1,4	-1,1	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	-0,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	2,00	2,00	1,75	1,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,57	2,13	3,91	2,71	2,03	2,07	2,10	1,75	1,70
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,10	3,02	2,54	3,21	3,56	3,61	3,72	3,56	3,65
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,13	1,07	1,11	1,04	1,18	1,16	1,16	1,18	1,19
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	5,4	5,5	2,6	0,0	1,1	3,1	2,8	3,1	2,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,3	7,2	4,8	2,4	4,2	4,8	4,9	4,8	4,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	17,0	16,7	2,9	12,3	2,3	3,2	3,1	3,3	3,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	15,2	12,8	13,0	14,3	14,5	14,2	13,7	14,1	13,6

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del Instituto Nacional de Estadística y de Estudios Económicos)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

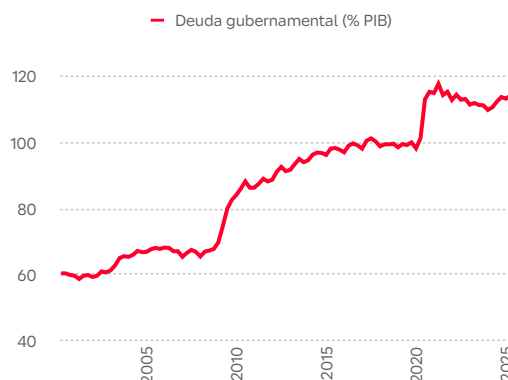
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

**Gráfica 1.2.6-c**  
Francia: Italia: rendimiento del  
bono del gobierno a 10 años



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.2.6-d**  
Francia: deuda del gobierno  
(% PIB)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

el último año. La producción industrial aumentó un 2,1% a/a en noviembre, mientras que la confianza del consumidor se sitúa en 90 puntos, por debajo de 100 desde 2021. En este contexto, se estima que el PIB francés crecerá en torno a 0,9% en 2026, acelerando un poco en 2027, hasta 1,2% (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b). Por su parte, la inflación en diciembre se situó en 0,8%, determinada por algunas componentes en negativo, como los precios regulados de la electricidad (-14,2%). En otros ámbitos, los precios de la alimentación subieron un 1,8%, los de bienes y servicios variados un 3,9%, y los seguros un 4,3%.

Francia enfrenta riesgos fiscales y de sostenibilidad de deuda que plantean serias amenazas a su estabilidad macroeconómica, si no se adoptan medidas contundentes. Se estima que el déficit presupuestario general se ubique en alrededor del 5,4 % del PIB, en 2025, muy por encima del límite del 3,0% establecido por las reglas fiscales de la Unión Europea, aunque el país se ha comprometido a reducirlo por debajo del 3,0% hacia 2029. Bajo el escenario actual, sin medidas adicionales, el déficit podría permanecer cerca del 6,0% del PIB en el mediano plazo, con la deuda pública aumentando de forma continua, poniéndose en camino hacia más de 130% del PIB a principios de la década de 2030 si no se ajusta la política fiscal. La deuda bruta ya supera el 113% del PIB, reflejando un incremento de vulnerabilidad frente a choques externos y tipos de interés más altos.

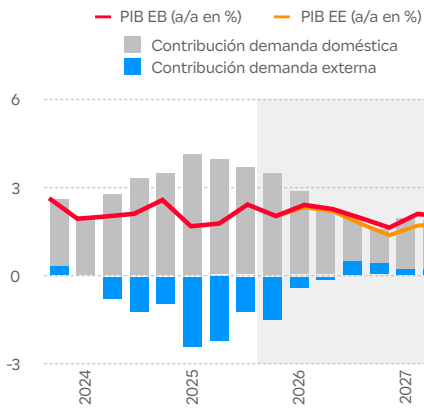
Esta situación deteriorada se ve agravada por la fragmentación política interna y la incapacidad de implementar reformas estructurales y ajustes de gasto consensuados, lo que mina la credibilidad de planes de consolidación fiscal. Mantener un sistema de gasto público muy generoso, sin reformas fiscales profundas, no solo compromete la reducción del déficit, sino que podría desencadenar un reajuste forzado con efectos contractivos sobre la actividad económica y la confianza inversora. Varios organismos y agencias calificadoras de *rating* ya han advertido que, sin un paquete de medidas claras, equilibradas y socialmente aceptables, Francia corre el riesgo de un deterioro continuo de sus cuentas públicas y, por ende, una mayor incertidumbre económica.

## 1.2.7 Portugal

### Crecimiento robusto sustentado en el consumo interno.

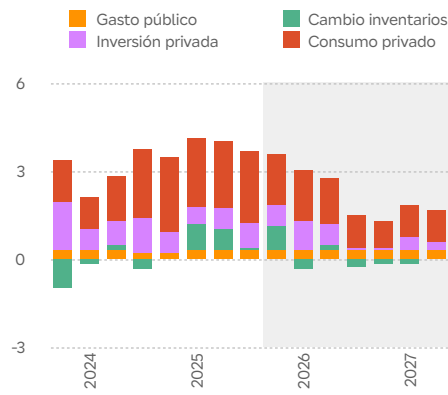
El PIB de Portugal creció un 1,9% en la totalidad de 2025, con un 1,9% en el cuarto trimestre del año, reflejando una aceleración del consumo privado y de la inversión. La encuesta de sentimiento económico de diciembre del Instituto Nacional de Estadística (INE) registra un sentimiento en ascenso (3,1). Asimismo, la confianza del consumidor (medida por el INE) está estable, pero en negativo (-15,0). Por su parte, la producción industrial se muestra igualmente estable (con un crecimiento del 0,3%), en tanto que las ventas

**Gráfica 1.2.7-a**  
Portugal: descomposición  
y previsiones del PIB



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

**Gráfica 1.2.7-b**  
Portugal: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica



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

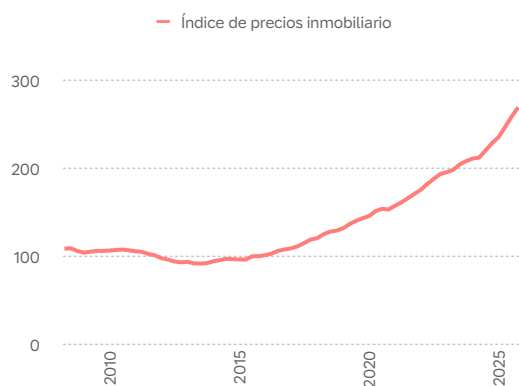
**Tabla 1.2.7**  
Portugal: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	5,6	7,0	3,1	2,1	1,9	2,0	1,8	1,9	1,6
Contribución de la demanda doméstica	6,0	4,9	2,2	2,9	3,8	2,0	1,5	1,9	1,3
Contribución de la demanda externa	-0,4	2,1	0,9	-0,7	-1,9	0,1	0,3	0,0	0,2
Contribución del consumo privado	3,1	3,5	1,5	1,8	2,2	1,3	1,0	1,2	0,9
Contribución de la inversión total	1,6	0,7	1,2	0,9	0,7	0,5	0,2	0,4	0,1
Contribución del gasto público	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Consumo privado (% a/a)	4,9	5,6	2,4	3,0	3,5	2,0	1,6	1,9	1,5
Gasto público (% a/a)	3,8	1,7	1,8	1,5	1,7	1,7	1,5	1,7	1,5
Inversión total (% a/a)	7,8	3,3	6,0	4,2	3,4	4,7	1,0	4,1	0,6
Exportaciones (% a/a)	12,0	17,2	4,3	3,1	1,0	1,9	1,7	1,3	1,0
Importaciones (% a/a)	12,3	11,3	2,3	4,8	5,0	1,6	1,1	1,3	0,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,3	6,5	6,5	6,5	5,7	5,8	5,9	5,9	6,0
Inflación (% a/a, media)	1,3	7,8	4,3	2,4	2,3	2,0	2,0	2,1	2,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,4	9,9	1,7	2,6	2,3	2,0	2,0	2,1	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-2,8	-0,3	1,3	0,5	0,3	0,0	-0,5	-0,2	-0,8
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,5	1,6	3,3	2,6	2,2	1,9	1,4	1,7	1,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,7	-2,0	0,5	2,1	1,0	1,2	1,2	0,9	0,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	2,00	2,00	1,75	1,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,57	2,13	3,91	2,71	2,03	2,07	2,10	1,75	1,70
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,49	3,59	2,80	2,85	3,16	3,20	3,25	3,14	3,18
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,13	1,07	1,11	1,04	1,18	1,16	1,16	1,18	1,19
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	3,1	4,0	0,0	1,7	7,3	8,2	6,0	8,2	6,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,3	0,8	-2,0	-2,1	0,6	3,6	3,5	3,1	2,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-1,9	5,3	-5,3	-2,9	8,9	11,9	10,6	11,4	10,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	11,0	7,3	8,9	12,5	12,2	11,3	10,9	11,2	10,8

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del INE)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

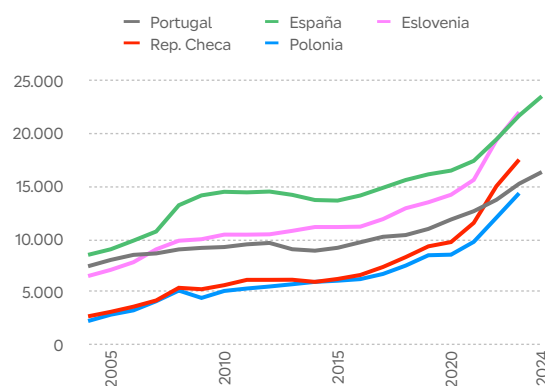
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

**Gráfica 1.2.7-c**  
Portugal: índice de precios del  
inmobiliario residencial



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.2.7-d**  
Portugal: salario medio ajustado por inflación  
vs economías seleccionadas  
(euros de 2023)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

al por menor (con un crecimiento del 1,7%) sugieren que la economía portuguesa debería seguir resiliente en los próximos trimestres. La inflación, por su parte, se situó en 2,2% en diciembre, con mayor presión en los precios de hoteles y restaurantes, que aumentaron un 5,3%, alimentación un 3,5% y salud un 2,9%. Los precios inmobiliarios siguen al alza, con el último dato del tercer trimestre, creciendo el 17,7% a/a. Conforme a los elementos anteriores, se estima que la economía portuguesa crecerá un 2,0% en 2026 y un 1,8% en 2027 (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

Portugal ha logrado una recuperación sólida y una significativa reducción de su deuda pública, aunque todavía enfrenta varios riesgos que podrían afectar la estabilidad a medio plazo. El crecimiento potencial sigue limitado por una productividad moderada y un nivel de inversión contenido, lo que restringe la

mejora de los ingresos y la convergencia con la zona euro. El envejecimiento demográfico y una baja tasa de participación laboral también constituyen desafíos estructurales persistentes. A nivel fiscal, aunque la trayectoria de deuda es descendente, la transición hacia un déficit leve proyectado y el aumento de gastos asociados a empresas públicas y asociaciones público-privadas pueden presionar las cuentas públicas. En el frente financiero, la economía es sensible a *shocks* externos, como un debilitamiento de la demanda global o mayores tensiones geopolíticas que afecten los flujos de comercio y la volatilidad de activos. En conjunto, estas vulnerabilidades podrían limitar la capacidad del país para aprovechar plenamente el crecimiento y responder a nuevas perturbaciones económicas.

## 1.2.8 Reino Unido

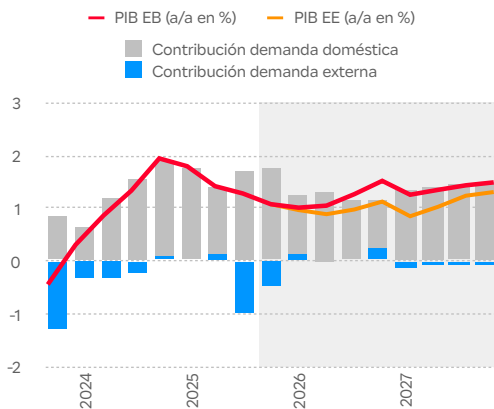
**El banco central ha seguido bajando tipos de interés ante una economía que no gana dinamismo.**

En el tercer trimestre de 2025, la economía de Reino Unido creció un 1,3% a/a (0,1% t/t). El consumo privado aumentó solo un 0,7% (a/a), mientras que el consumo público creció un 1,6%. La inversión fija, por su parte, se incrementó un 2,9%, las exportaciones crecieron un 2,3%, por los servicios (6,1%), ya que las de los bienes decrecieron (-2,5%), en tanto que las importaciones crecieron un 5,0%. Por lo que se refiere a las perspectivas para la economía de

### Portugal

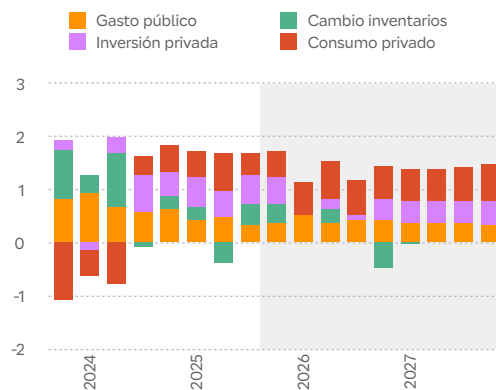
- El crecimiento económico es fuerte gracias al pleno empleo, la inmigración y la inversión extranjera.
- La inflación está controlada, con el 2,2% en diciembre.
- Los precios del inmobiliario siguen al alza, un 17,7% a/a en el tercer trimestre de 2025.
- Se prevé un crecimiento de la economía portuguesa del 2,0% en 2026 y del 1,8% en 2027.

**Gráfica 1.2.8-a**  
Reino Unido: descomposición  
y previsiones del PIB



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del Office for National Statistics)

**Gráfica 1.2.8-b**  
Reino Unido: descomposición y previsiones  
de la demanda doméstica



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del Office for National Statistics)

**Tabla 1.2.8**  
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	8,5	5,1	0,3	1,1	1,4	1,2	1,4	1,0	1,1
Contribución de la demanda doméstica	8,6	5,9	0,2	1,0	1,7	1,1	1,4	1,0	1,2
Contribución de la demanda externa	-0,8	0,2	-0,2	-0,5	-0,6	0,1	-0,1	0,0	-0,1
Contribución del consumo privado	4,2	4,4	-0,2	-0,1	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5
Contribución de la inversión total	1,7	1,3	0,1	0,3	0,6	0,2	0,4	0,1	0,3
Contribución del gasto público	2,7	0,0	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Consumo privado (% a/a)	7,0	7,5	-0,3	-0,1	0,9	1,1	1,1	1,0	0,9
Gasto público (% a/a)	13,0	0,1	2,1	2,9	1,8	2,1	1,7	2,1	1,7
Inversión total (% a/a)	9,3	6,8	0,5	1,7	3,2	0,9	2,1	0,6	1,6
Exportaciones (% a/a)	2,9	15,2	-2,3	1,4	2,3	0,6	1,0	0,1	0,4
Importaciones (% a/a)	5,3	13,9	-1,6	2,7	4,0	0,2	1,2	0,1	0,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,2	3,9	3,9	4,4	5,2	5,2	4,9	5,3	5,1
Inflación (% a/a, media)	2,6	9,1	7,3	2,5	3,3	2,5	2,3	2,6	2,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,9	10,8	4,2	2,5	3,5	2,3	2,3	2,5	2,4
Balance fiscal (% PIB)	-6,9	-4,2	-5,2	-5,3	-5,0	-3,8	-3,3	-3,9	-3,5
Balance fiscal primario (% PIB)	-5,0	0,0	-1,4	-1,8	-0,7	0,0	0,7	0,0	0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,8	-2,1	-3,6	-3,0	-2,6	-2,6	-2,5	-2,8	-2,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	3,50	5,25	4,75	3,75	3,25	3,25	3,00	3,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,34	3,75	5,21	4,62	3,72	3,14	2,83	3,13	2,76
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,97	3,67	3,54	4,57	4,47	4,40	3,90	4,37	3,85
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,35	1,20	1,27	1,25	1,35	1,29	1,29	1,32	1,33
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,19	1,13	1,15	1,21	1,15	1,11	1,11	1,12	1,11
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)	3,3	3,3	2,8	2,4	3,1	4,0	3,8	4,0	3,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,3	5,7	-3,7	1,8	-3,2	5,4	4,5	5,4	4,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-2,5	9,1	0,8	5,8	3,0	5,2	4,5	5,2	4,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	12,8	5,5	6,5	10,0	10,1	10,1	9,7	10,0	9,6

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del Office for National Statistics)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

Reino Unido, los más recientes datos de PMI de diciembre sitúan el compuesto en 51,4, el manufacturero en 50,6 y el de servicios en 51,4 puntos. Las ventas minoristas crecieron un 0,6% a/a en noviembre, mientras que la producción industrial disminuyó un -0,8% interanual en octubre. La confianza del consumidor se situó en diciembre en -17, y la tasa de desempleo lleva 3 años empeorando, situándose en octubre en el 5,1%. A partir de este contexto, se prevé que el PIB de Reino Unido aumente un 1,2% en 2026 y un 1,4% en 2027 (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

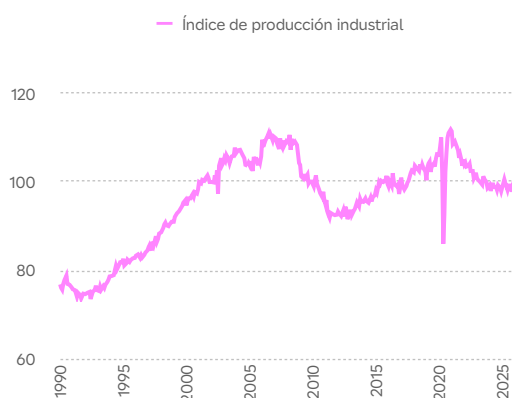
Por otra parte, la inflación de diciembre fue del 3,4%, con la subyacente en el 3,2%. Por componentes, los precios de la alimentación se elevaron un 4,7%, la energía (en agregado) un 2,4%, y los servicios un 4,5%. En su reunión de diciembre, el Banco de Inglaterra rebajó el tipo de interés en 25 pbs, hasta 3,75%. El organismo destacó que la inflación ha seguido bajando, pero que todavía se mantiene por encima del objetivo del 2%. Como reflejo de la política monetaria restrictiva, y en consonancia con los indicios de un crecimiento económico moderado y una creciente atonía en el mercado laboral, el crecimiento de los salarios y la inflación de los precios de los servicios han seguido moderándose. Sobre la base de los datos actuales, es probable que el tipo de interés bancario continúe una trayectoria descendente gradual. Sin embargo, las decisiones sobre una mayor flexibilización de la política monetaria serán más difíciles de tomar.

### Reino Unido

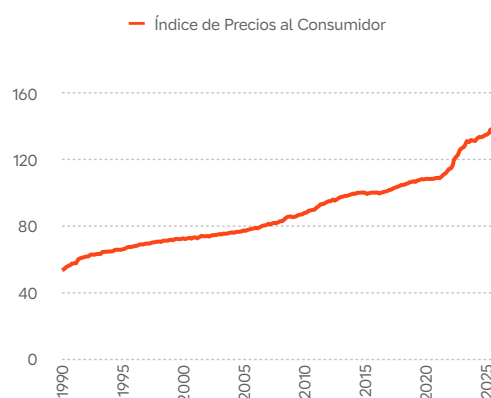
- El Banco de Inglaterra rebaja los tipos de interés al 3,75%.
- La inflación se está estabilizando por encima del objetivo del 2%.
- El mercado laboral muestra signos de empeoramiento.
- El PIB de Reino Unido crecería un 1,2% en 2026 y un 1,4% en 2027.

El Reino Unido enfrenta una serie de riesgos económicos y financieros de corto plazo significativos, a medida que intenta consolidar su recuperación y anclar la inflación hacia la meta. A nivel macroeconómico, el crecimiento permanece moderado, y una desaceleración más pronunciada de la demanda externa o condiciones financieras globales más estrictas podría frenar la inversión y el gasto privado. La inflación, aunque ha descendido, sigue por encima del objetivo a medio plazo, y los mercados laborales muestran señales de enfriamiento, lo que aumenta la incertidumbre sobre la trayectoria de consumo y empleo. El elevado nivel de deuda pública también representa una vulnerabilidad, ya que limitaciones fiscales podrían restringir el espacio para políticas contra-cíclicas. En el frente financiero, la creciente complejidad del sector no bancario y posibles debilidades en los estándares de crédito representan riesgos sistémicos potenciales; una expansión del crédito en segmentos menos regulados podría amplificar tensiones en caso de

**Gráfica 1.2.8-c**  
Reino Unido: índice de producción industrial  
(2016 = 100)



**Gráfica 1.2.8-d**  
Reino Unido: índice de Precios al Consumidor  
(2015 = 100)



estrés económico. Además, persistentes tensiones globales y riesgos geopolíticos pueden intensificar la volatilidad de mercados y los precios de activos, afectando así a la confianza y a la estabilidad financiera general.

### 1.2.9 Japón

#### El rendimiento de los bonos japoneses aumenta de forma preocupante.

La economía de Japón creció un 0,6% a/a (-0,6 t/t) en el tercer trimestre de 2025. El consumo privado cayó un -1,6% y el consumo público permaneció estable (0,0%). La inversión, por su parte, cayó un -7,5%, y las exportaciones se redujeron un -4,9% a/a, debido a los aranceles impuestos por los Estados Unidos. Por lo que se refiere a las perspectivas de la economía japonesa, en diciembre, el PMI compuesto se situó en 51,1 puntos, el manufacturero en 50,0 y el de servicios en 51,6. Las ventas al por menor, por su parte, decrecieron un -1,2% en noviembre, mientras que la producción industrial creció un 0,7%. De acuerdo con los anteriores elementos, se estima que la economía de Japón crezca en el entorno del 0,7% en 2026 y 2027 (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-c y 1.2.9-d).

En su reunión de diciembre, el Banco de Japón decidió subir los tipos de interés en 0,25 pbs hasta el 0,75%. Con la inflación media en 2025 en torno al 3,2%, este tipo de interés sigue estando en territorio negativo en términos reales.

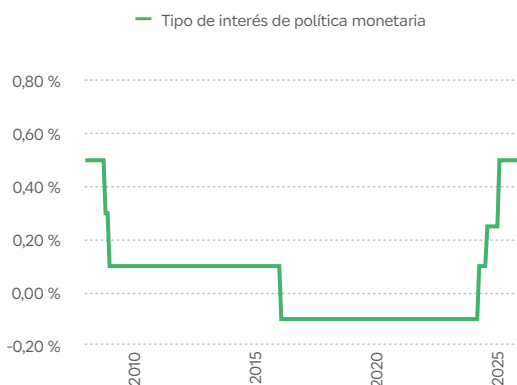
#### Japón

- Los altos rendimientos de los bonos provocan minusvalías en las carteras.
- Una financiación pública más cara repercute en la financiación privada, las bolsas y la economía.
- La inflación, cercana al 3%, ya no es despreciable y es previsible que el banco central siga subiendo tipos de interés.
- Se estima que la economía japonesa crezca en el entorno del 0,7% en 2026 y 2027.

El banco anunció que seguirá subiendo los tipos si se cumplen las expectativas de actividad y precios de sus últimas previsiones. No obstante, con las recientes subidas y la intención de seguir subiéndolos existe un riesgo para los flujos de inversión mundiales, al deshacerse, en parte, el atractivo del *carry trade* (financiación en yenes para invertir en otras partes del mundo). El yen ha vuelto a perder contra el dólar estadounidense desde abril, situándose el último dato a principios de enero en 157 JPY/USD.

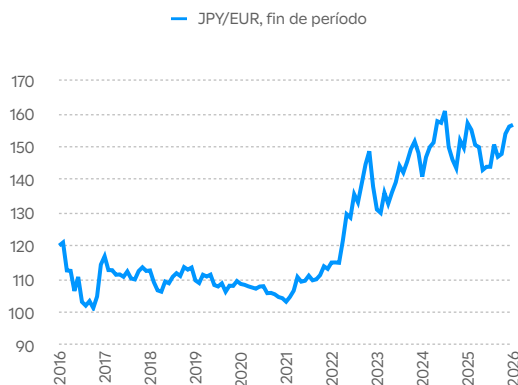
La economía de Japón enfrenta un conjunto de riesgos macroeconómicos relevantes en un contexto de transición de política económica. Tras décadas de inflación muy baja, el repunte reciente de los precios y el crecimiento salarial han abierto la puerta a una normalización gradual de la política monetaria. En este escenario, el riesgo principal radica en que un

**Gráfica 1.2.9-a**  
Japón: tipo de interés de política monetaria (%)

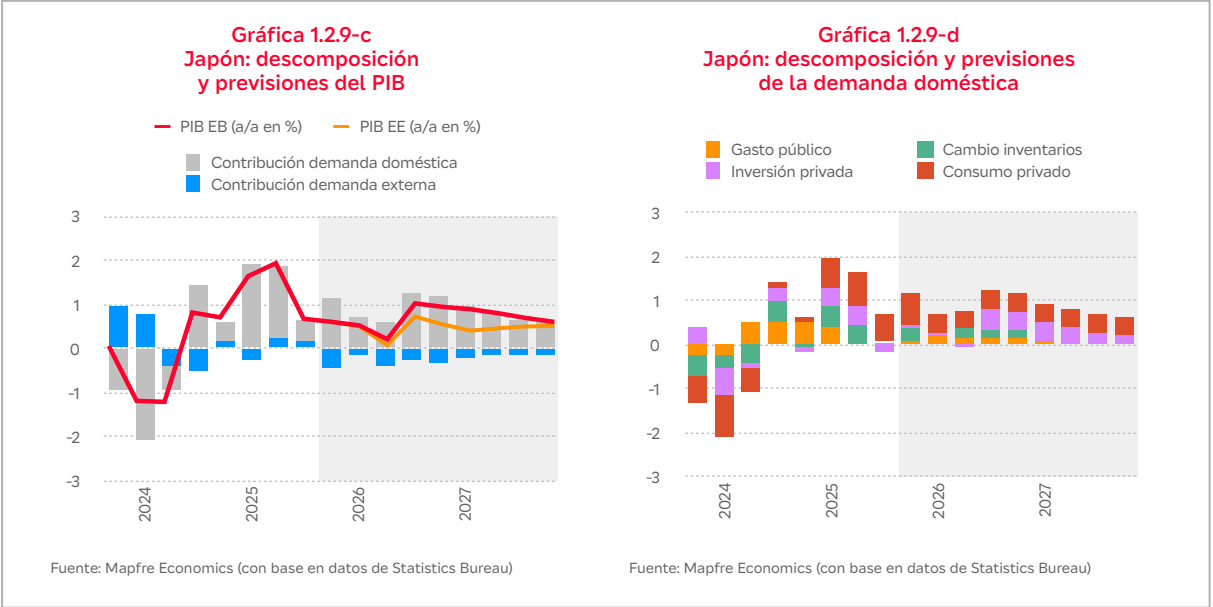


Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.2.9-b**  
Japón: tipo de cambio (JPY/EUR, fin de período)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)



**Tabla 1.2.9**  
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	3,7	1,3	0,7	-0,2	1,2	0,7	0,7	0,5	0,5
Contribución de la demanda doméstica	2,6	1,8	0,0	-0,2	1,3	0,9	0,8	0,8	0,5
Contribución de la demanda externa	1,1	-0,4	0,6	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,3	-0,1
Contribución del consumo privado	1,0	1,2	0,1	-0,3	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3
Contribución de la inversión total	0,3	0,1	0,5	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1
Contribución del gasto público	0,8	0,3	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,2	0,0
Consumo privado (% a/a)	1,9	2,3	0,1	-0,6	1,3	0,8	0,8	0,7	0,5
Gasto público (% a/a)	3,7	1,6	-0,2	1,6	0,6	0,7	0,1	0,7	0,1
Inversión total (% a/a)	1,2	0,5	1,8	-0,5	0,7	0,9	1,2	0,3	0,5
Exportaciones (% a/a)	12,0	5,4	3,1	0,9	3,1	-1,5	0,1	-2,1	-0,7
Importaciones (% a/a)	4,7	8,0	-0,5	0,9	3,8	0,0	1,0	-0,5	-0,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,7	2,5	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,5	2,4
Inflación (% a/a, media)	-0,2	2,5	3,3	2,7	3,2	1,8	1,8	2,0	2,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,5	3,9	2,9	2,9	2,5	1,7	1,8	2,0	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-5,9	-4,0	-2,2	-1,6	-1,9	-2,9	-3,1	-2,9	-3,3
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,7	1,9	3,6	4,5	4,8	4,5	4,0	4,3	3,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,25	0,75	1,00	1,00	0,75	0,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,07	0,06	0,08	0,62	1,07	1,32	1,32	1,14	1,19
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,09	0,45	0,65	1,11	2,07	2,14	2,26	2,08	2,20
Tipo de cambio vs USD (final período)	115,00	132,65	141,91	156,65	156,43	148,24	142,27	149,51	142,39
Tipo de cambio vs Euro (final período)	130,25	141,48	156,81	162,74	183,81	172,12	165,29	176,19	169,80
Crédito privado (% a/a, media)	3,6	2,0	4,0	3,7	2,6	1,5	1,0	1,3	0,9
Crédito familias (% a/a, media)	3,8	1,7	1,8	2,2	2,4	0,0	0,0	0,1	0,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,6	2,9	3,5	3,5	2,6	-4,0	-2,4	-4,0	-2,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,1	7,7	5,3	9,8	-3,1	-2,9	-1,6	-2,9	-1,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	7,3	4,1	0,9	3,3	1,4	1,8	1,8	1,7	1,9

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos de Statistics Bureau)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

endurecimiento más rápido de lo previsto por parte del Banco de Japón podría afectar al crecimiento económico y a la estabilidad financiera. Un aspecto especialmente sensible es el impacto de una subida de tipos de interés sobre las finanzas públicas. Con una deuda pública superior al 250% del PIB, incluso incrementos moderados de los rendimientos podrían elevar de forma significativa el gasto por intereses del gobierno, presionando el presupuesto a medio plazo. Aunque el largo vencimiento medio de los bonos mitiga este efecto, en el corto plazo una normalización sostenida encarecería gradualmente el servicio de la deuda. A ello, se suman los riesgos externos, como una desaceleración global que podría afectar a las exportaciones, así como riesgos estructurales ligados al envejecimiento demográfico que reducen el crecimiento potencial y aumentan el gasto social. Mantener un delicado equilibrio entre apoyar la recuperación, anclar expectativas de inflación y preservar la sostenibilidad fiscal será clave para la estabilidad macroeconómica de Japón en el futuro.

### 1.2.10 Turquía

#### Consumo sólido e inversión acelerando.

En el tercer trimestre de 2025, la economía de Turquía creció un 3,4% a/a (1,1% t/t). El consumo privado aumentó un 4,8% a/a, mostrando elevada fortaleza, mientras que el consumo público creció solo un 0,8%. La inversión, por su

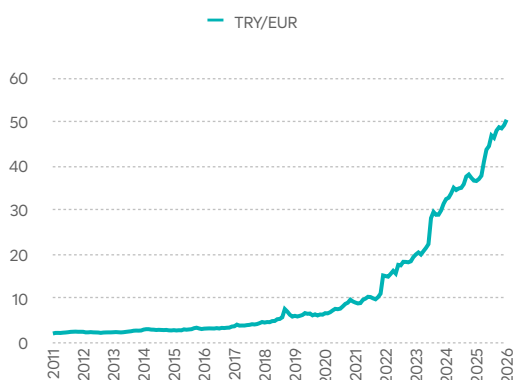
#### Turquía

- La inflación sigue moderándose y se sitúa en 31%.
- El banco central de Turquía bajó los tipos de interés al 38%.
- La inversión sorprende con un crecimiento del 11,7%.
- El PIB turco aumentaría el 3,1% en 2026, acelerándose al 3,5% en 2027.

parte, creció un 11,7%, reflejando una aceleración. Las exportaciones se contrajeron ligeramente (-0,7%), mientras que las importaciones crecieron un 4,3%. En diciembre, el PMI (índice de gestores de compras) manufacturero se situó en 48,9 puntos, el segundo mes consecutivo de recuperación. Asimismo, las ventas al por menor y la producción industrial, datos que salen con cierto retraso, crecieron en octubre un 15,0% a/a y un 2,3% a/a, respectivamente. La confianza del consumidor prácticamente está estable y se sitúa en los 84 puntos. Así, conforme a este entorno, se prevé que la economía turca crezca un 3,1% en 2026, acelerando en 2027 hasta el 3,5% (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-c y 1.2.10-d).

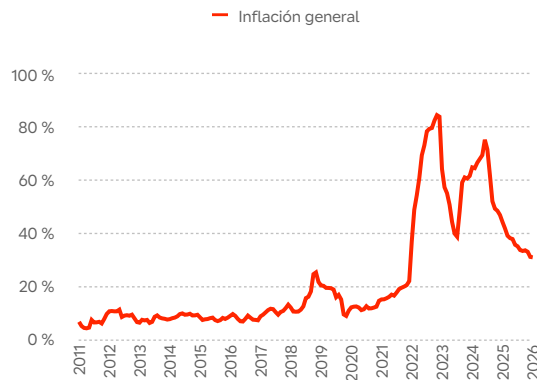
La inflación se moderó marginalmente al 30,9% en diciembre, con los precios de alimentos (28,3%), y los costes de la vivienda (49,5%) subiendo menos, pero aún en niveles relativamente altos. La inflación subyacente, que

Gráfica 1.2.10-a  
Turquía: tipo de cambio  
(TRY/EUR)

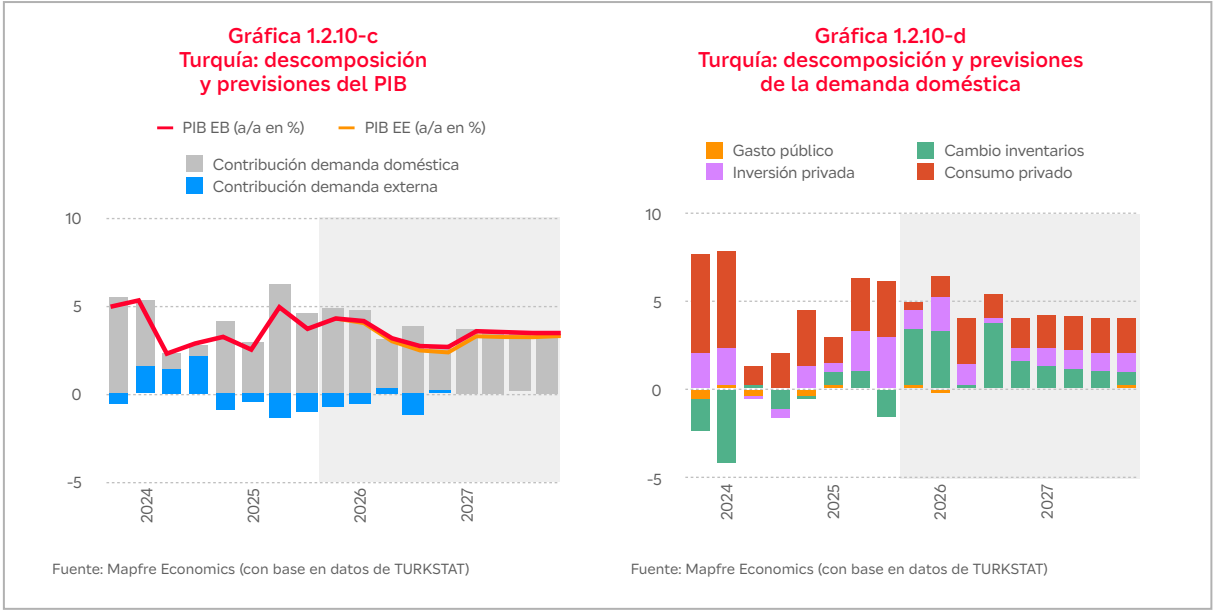


Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.10-b  
Turquía: inflación general  
(% a/a)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)



**Tabla 1.2.10**  
**Turquía: principales agregados macroeconómicos**

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	11,8	5,4	5,0	3,3	3,7	3,1	3,5	2,9	3,2
Contribución de la demanda doméstica	6,8	4,5	8,1	2,4	4,7	3,4	3,5	3,3	3,3
Contribución de la demanda externa	5,0	0,9	-3,0	1,0	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	-0,1
Contribución del consumo privado	8,9	9,5	6,8	2,9	2,0	1,7	1,9	1,6	1,8
Contribución de la inversión total	1,9	1,1	1,8	0,7	1,7	1,0	1,1	0,9	1,0
Contribución del gasto público	0,6	0,6	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2
Consumo privado (% a/a)	15,6	16,2	10,5	4,3	2,9	1,6	1,6	1,5	1,4
Gasto público (% a/a)	4,2	4,5	2,3	-0,8	1,0	0,1	1,6	0,1	1,6
Inversión total (% a/a)	7,2	4,4	7,3	2,7	6,7	2,1	1,6	1,8	1,1
Exportaciones (% a/a)	25,1	10,5	-2,3	0,1	1,0	1,0	2,0	0,7	1,4
Importaciones (% a/a)	2,1	8,3	12,1	-4,4	5,4	5,5	2,8	5,3	2,2
Tasa de paro (%; último trimestre)	11,0	10,1	8,6	8,5	8,5	9,5	9,7	9,6	9,9
Inflación (% a/a, media)	19,6	72,3	53,9	58,5	35,2	24,8	20,5	28,0	26,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	25,8	77,4	62,7	46,6	31,6	21,4	18,2	24,5	23,5
Balance fiscal (% PIB)	-2,8	-0,9	-5,1	-5,1	-3,4	-2,7	-1,5	-2,6	-1,5
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,3	1,1	-2,6	-2,2	-0,1	0,0	0,7	0,0	0,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,7	-5,1	-3,7	-0,8	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6
Tipo de interés oficial (final período)	14,00	9,00	42,50	48,25	38,00	27,00	22,00	30,00	26,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	16,32	10,35	44,97	49,50	37,95	27,00	18,36	26,64	17,76
Tipo de interés a 10 años (final período)	22,99	9,50	23,65	27,15	27,10	20,45	14,40	20,19	14,15
Tipo de cambio vs USD (final período)	13,32	18,69	29,48	35,35	42,96	50,13	54,07	49,44	52,75
Tipo de cambio vs Euro (final período)	15,23	19,96	32,65	36,74	50,48	58,20	62,82	58,26	62,90
Crédito privado (% a/a, media)	23,9	54,8	57,6	43,3	39,7	18,1	9,6	17,8	9,3
Crédito familias (% a/a, media)	20,3	28,8	50,1	28,5	38,4	17,0	9,7	17,1	10,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	23,2	56,3	55,6	43,9	226,8	24,0	14,4	23,7	13,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	32,8	104,8	76,9	68,3	41,5	26,9	14,0	26,7	13,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	24,9	14,5	26,3	36,0	34,4	30,9	27,0	30,8	26,9

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos de TURKSTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

excluye los precios de los alimentos frescos y el combustible, se situó en 31,0%. En su reunión de diciembre, el Banco Central de Turquía rebajó nuevamente los tipos de interés en 150 pbs, hasta el 38,00%. La política monetaria restrictiva, que se mantendrá hasta alcanzar la estabilidad de precios, debería anclar las expectativas. El banco central ha señalado que determinará el tipo de interés oficial teniendo en cuenta la inflación real y prevista, así como su tendencia subyacente. De igual forma, la política monetaria se endurecerá en caso de que cualquiera de estas se desvíe significativamente de los objetivos intermedios.

Turquía enfrenta riesgos macroeconómicos significativos pese a avances en la reducción del déficit y la moderación de la inflación. La lenta desinflación prolonga la vulnerabilidad ante *shocks* externos y mantiene expectativas inflacionarias aún poco ancladas, lo que podría desencadenar presiones adicionales sobre precios y el tipo de cambio. Asimismo, el alto nivel de inflación, en doble dígito, desacopla el crecimiento de la productividad y podría desalentar la inversión privada. Además, persisten riesgos de volatilidad en los flujos de capital, de corrección adversa de los precios de la energía y de dependencia a la demanda externa, factores que bien podría exacerbar tensiones financieras. Adicionalmente, la elevada dolarización y el aumento de la deuda corporativa en moneda extranjera son vulnerabilidades que podrían amplificar *shocks* externos y de confianza.

## 1.2.11 México

### Exportaciones en desaceleración y caída de la inversión.

La economía mexicana creció en el cuarto trimestre de 2025 un 1,6%, lo que deja el crecimiento anual en el 0,7% (con cifras desestacionalizadas), un contexto de caída de la inversión. Por lo que se refiere a los indicadores anticipados de actividad, el PMI manufacturero de diciembre se situó en 46,1, empeorando desde los 47,3 puntos previos. Las ventas minoristas, por su parte, crecieron un 3,5% en octubre, pero muestra contracción en algunos componentes esenciales como la alimentación (-2,3%) y bebidas (-3,5%), mientras que los gastos en salud aumentan un 14,4%. La producción industrial está contrayéndose, pero con ten-

dencia a estabilizarse, según el dato de octubre. Así, en este contexto, se anticipa que la economía de México crezca un 1,4% en 2026 y en el entorno del 2,0% en 2027 (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

Por otra parte, la inflación se situó en diciembre en el 3,69%, con la subyacente en el 4,33%. Las componentes de precios de alimentación, servicios y energía crecieron un 5,2%, 4,4% y 0,2%, respectivamente, mientras que los precios administrados por el gobierno subieron un 5,9%. En la reunión de política monetaria de diciembre, el Banco de México decidió bajar el tipo de interés en 25 pbs, hasta el 7,00%. Cabe señalar que los pronósticos del banco central respecto a las inflaciones general y subyacente se ajustaron al alza para el cuarto trimestre de 2025 y los siguientes dos. La Junta de Gobierno juzgó apropiado continuar con el ciclo de disminuciones del tipo de interés de referencia, lo que, en su opinión, es congruente con la valoración del panorama inflacionario. En particular, la Junta de Gobierno consideró mostrar prudencia ante el comportamiento del tipo de cambio, la debilidad que ha mostrado la actividad económica y ante los posibles impactos de cambios en las políticas comerciales a nivel global.

La economía mexicana enfrenta riesgos relevantes que podrían afectar su desempeño macroeconómico en el corto y mediano plazo. En el ámbito externo, una desaceleración más marcada de Estados Unidos tendría un impacto directo sobre las exportaciones, la inversión y las remesas. Asimismo, condiciones financieras globales más restrictivas podrían aumentar los costos de financiación y presionar los flujos de capital. A nivel interno, los riesgos fiscales han

#### México

- La incertidumbre se mantiene por la amenaza de aranceles y hasta que se revise el tratado comercial con Estados Unidos y Canadá.
- La caída de la inversión es la principal limitante del crecimiento de la economía.
- El Banco de México ha recortado los tipos de interés hasta 7,00% en la reunión de diciembre.
- Se estima un crecimiento económico para México en torno al 1,4% en 2026 y al 2,0% en 2027.

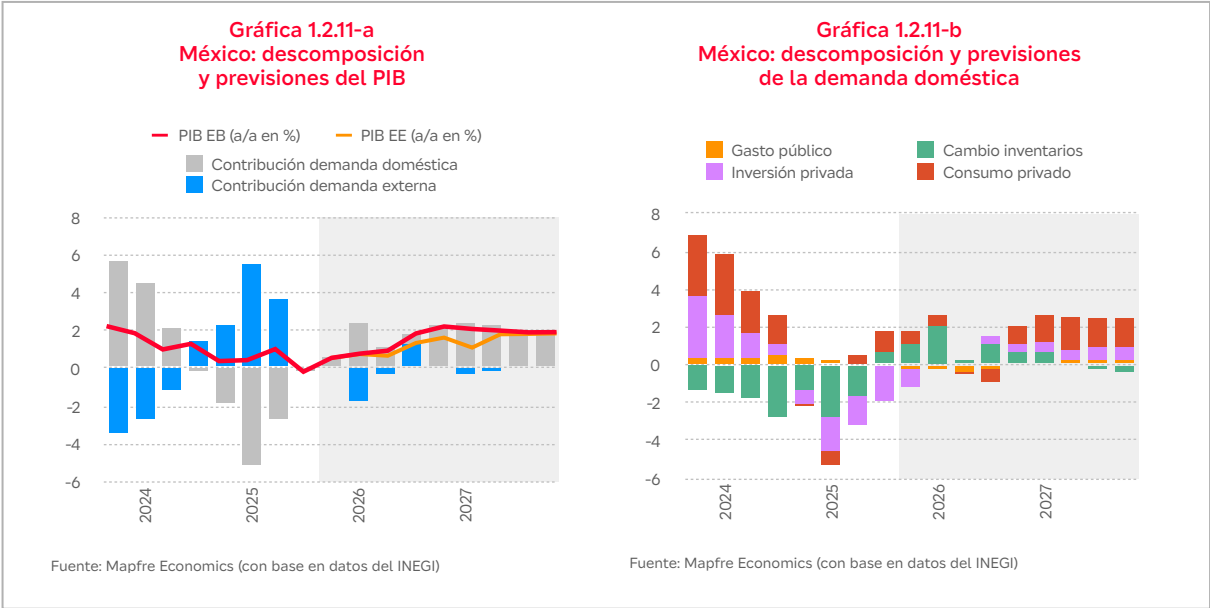


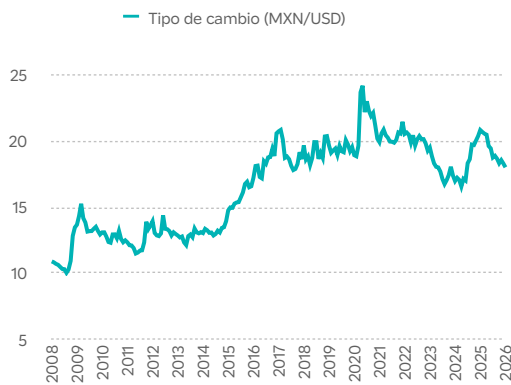
Tabla 1.2.11  
México: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	6,3	3,7	3,1	1,1	0,7	1,4	2,0	1,2	1,8
Contribución de la demanda doméstica	9,7	3,5	7,8	1,2	-1,8	1,5	2,1	1,3	1,9
Contribución de la demanda externa	-3,4	0,2	-4,7	0,0	2,5	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
Contribución del consumo privado	5,8	3,3	2,9	1,7	0,3	0,2	1,5	-0,3	1,3
Contribución de la inversión total	2,1	1,5	3,0	0,9	-1,6	0,2	0,7	-0,4	0,5
Contribución del gasto público	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,1	-0,2	0,2	-0,2	0,2
Consumo privado (% a/a)	8,6	4,8	4,2	2,4	0,5	0,2	2,1	-0,4	1,8
Gasto público (% a/a)	-0,5	2,0	2,4	3,7	0,6	-1,8	1,6	-1,8	1,6
Inversión total (% a/a)	10,4	7,4	13,8	3,6	-6,5	0,9	3,0	-1,7	2,2
Exportaciones (% a/a)	7,3	9,6	-7,1	3,0	6,6	-3,3	1,9	-6,5	0,3
Importaciones (% a/a)	16,2	8,6	3,7	2,7	0,7	-2,8	2,1	-5,5	-0,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,7	3,0	2,7	2,6	3,0	3,5	3,8	3,9	4,1
Inflación (% a/a, media)	5,7	7,9	5,5	4,7	3,8	3,7	3,6	3,8	3,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	7,0	8,0	4,4	4,5	3,7	3,7	3,5	3,8	3,6
Balance fiscal (% PIB)	-2,9	-3,2	-3,4	-5,0	-3,9	-3,5	-3,1	-3,9	-3,5
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,3	-0,4	-0,1	-1,5	-0,1	0,2	0,8	-0,1	0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,3	-1,3	-0,7	-0,9	-0,2	0,0	-0,5	-0,2	-0,6
Tipo de interés oficial (final período)	5,50	10,50	11,25	10,00	7,00	6,50	6,25	6,50	6,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,86	10,97	11,48	10,63	7,39	6,50	6,50	5,93	5,22
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,57	9,02	8,99	10,46	9,11	8,06	7,85	7,84	7,45
Tipo de cambio vs USD (final período)	20,50	19,49	16,97	20,83	18,01	20,11	20,56	20,48	20,83
Tipo de cambio vs Euro (final período)	23,22	20,79	18,75	21,64	21,16	23,34	23,89	24,14	24,84
Crédito privado (% a/a, media)	-1,3	7,5	5,8	7,8	9,8	7,3	5,4	6,1	5,7
Crédito familias (% a/a, media)	4,4	9,2	10,1	9,5	7,9	7,1	8,6	7,0	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)	18,3	8,7	-2,6	6,2	7,0	11,7	8,7	10,2	8,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	18,7	19,3	24,3	27,3	28,8	28,6	28,3	28,3	28,1

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del INEGI)  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

**Gráfica 1.2.11-c**  
México: tipo de cambio  
(MXN/USD)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.2.11-d**  
México: tipos de interés  
de política monetaria  
(%)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

aumentado ante mayores presiones de gasto, especialmente relacionadas con empresas públicas del sector energético y proyectos de inversión prioritarios, lo que podría debilitar la posición fiscal si no se acompaña de medidas compensatorias. Asimismo, la elevada incertidumbre regulatoria y los desafíos institucionales pueden afectar la confianza de los inversores y limitar el crecimiento potencial. Persisten también riesgos vinculados a la seguridad y al estado de derecho, lo que incide negativamente sobre la productividad, la inversión y el clima de negocios.

### 1.2.12 Brasil

#### **Economía en desaceleración e inflación todavía alta.**

En el tercer trimestre de 2025, la economía de Brasil creció un 1,8% a/a (0,1% t/t). Por componentes, el consumo privado aumentó un 0,4%, el consumo público creció un 1,8%, las inversiones lo hicieron un 2,3%, las exportaciones un 7,2%, y las importaciones un 2,2%. En cuanto a los indicadores económicos más recientes, el PMI compuesto de diciembre se situó en 52,1 puntos, el manufacturero en 47,1 (en terreno de contracción) y el de servicios en 53,7. Las ventas al por menor crecieron un 1,0% en octubre y la producción industrial decreció un -1,2%. Asimismo, la confianza del consumidor, medida por la Fundación Getulio Vargas (FGV), subió a 90,2 en diciembre, con las expectativas elevándose a 95,2. Conforme a lo anterior, se estima que el PIB brasileño crezca un 1,6% en

2026 y un 1,8% en 2027 (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

La inflación se situó en 4,5% en noviembre. Los componentes de precios de alimentos, transporte y el combustible de automoción crecieron un 3,9%, 3,0% y 2,6%, respectivamente. Los ítems que más han subido han sido gastos personales (6,1%), y alojamiento (6,5%), por una subida del 11,0% de la electricidad. El comité de política monetaria del banco central decidió, en diciembre, mantener el tipo de interés en el 15,00%, considerando que esta decisión es compatible con la estrategia de convergencia de la inflación en torno al objetivo. De acuerdo con el banco central, sin perjuicio del mandato fundamental de asegurar la estabilidad de precios, esta decisión implica también suavizar las fluctuaciones del nivel de actividad económica y fomentar el pleno empleo. El escenario actual, marcado por una gran incertidumbre, exige cautela en la conducción de la política monetaria. El comité considera que

#### **Brasil**

- La actividad económica en Brasil se mantiene moderada, pero con confianza del consumidor al alza.
- La contribución de la inversión al crecimiento se está desacelerando.
- La moneda se ha debilitado a final de año ante datos económicos más débiles.
- El PIB brasileño crecería el 1,6% en 2026 y el 1,8% en 2027.

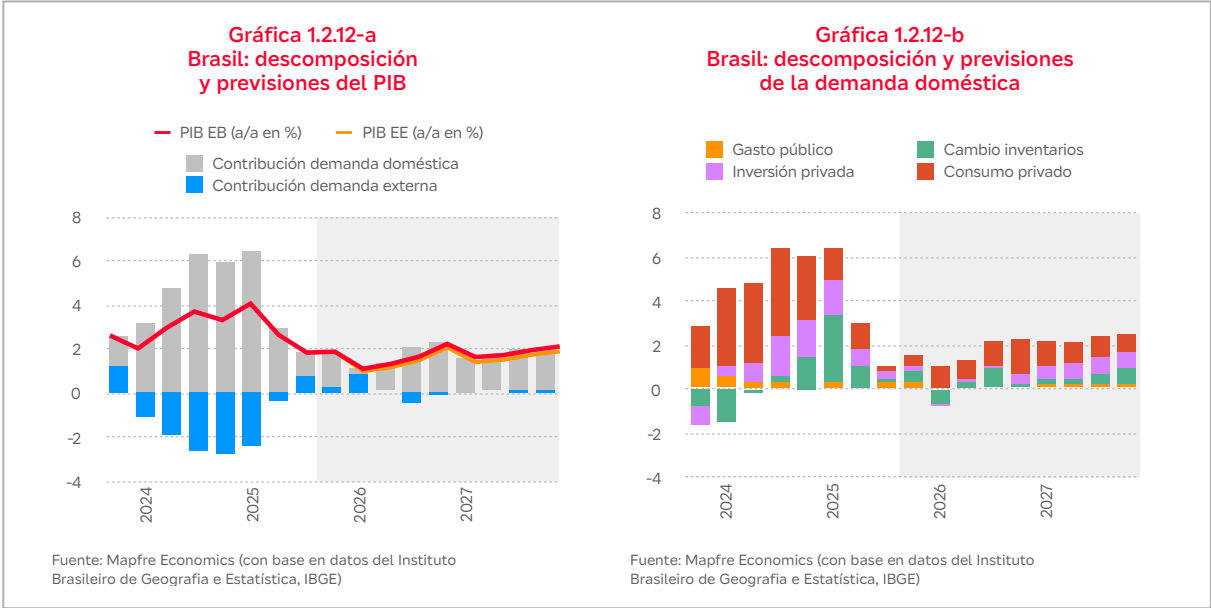


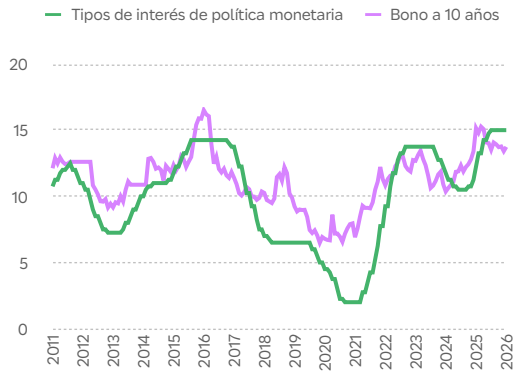
Tabla 1.2.12  
 Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	5,1	3,1	3,3	3,0	2,2	1,6	1,8	1,4	1,6
Contribución de la demanda doméstica	6,8	2,5	1,7	5,1	3,0	1,5	1,7	1,4	1,6
Contribución de la demanda externa	-1,7	0,7	1,5	-2,1	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,0
Contribución del consumo privado	2,1	2,8	2,2	3,5	0,9	1,1	1,0	1,1	0,9
Contribución de la inversión total	2,3	0,2	-0,5	1,2	0,7	0,1	0,7	0,1	0,7
Contribución del gasto público	0,7	0,4	0,6	0,3	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2
Consumo privado (% a/a)	3,0	4,1	3,3	5,1	1,3	1,6	1,4	1,6	1,3
Gasto público (% a/a)	4,2	2,1	3,8	2,0	1,7	0,5	1,3	0,5	1,3
Inversión total (% a/a)	13,0	1,0	-2,9	6,8	4,0	0,7	3,9	0,5	3,8
Exportaciones (% a/a)	4,9	6,2	8,9	2,0	5,0	-1,2	0,0	-1,5	-0,3
Importaciones (% a/a)	14,4	1,4	-1,1	14,1	6,4	-1,5	0,5	-1,9	0,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,7	8,3	7,7	6,4	5,9	7,2	7,5	7,2	7,5
Inflación (% a/a, media)	8,3	9,3	4,6	4,4	5,0	4,2	3,8	4,4	4,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	10,5	6,1	4,7	4,8	4,5	4,0	3,8	4,3	4,0
Balance fiscal (% PIB)	-4,1	-4,4	-8,2	-6,6	-8,5	-10,2	-8,8	-10,2	-8,7
Balance fiscal primario (% PIB)	0,7	1,2	-2,3	-0,3	-0,6	-0,5	0,5	-0,5	0,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,4	-2,1	-1,2	-3,0	-3,3	-2,8	-2,6	-2,7	-2,5
Tipo de interés oficial (final período)	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	12,25	10,50	13,00	11,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	9,15	13,65	11,65	12,15	14,90	12,40	10,40	12,79	11,06
Tipo de interés a 10 años (final período)	10,31	12,76	10,35	15,15	13,86	12,34	11,61	12,40	11,88
Tipo de cambio vs USD (final período)	5,58	5,22	4,84	6,19	5,50	5,50	5,53	5,43	5,40
Tipo de cambio vs Euro (final período)	6,32	5,56	5,35	6,43	6,46	6,39	6,43	6,39	6,44
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)	17,6	20,3	13,1	11,8	11,4	6,9	8,9	6,9	9,0
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)	18,7	17,6	18,2	15,2	16,1	17,8	18,9	17,7	18,8

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

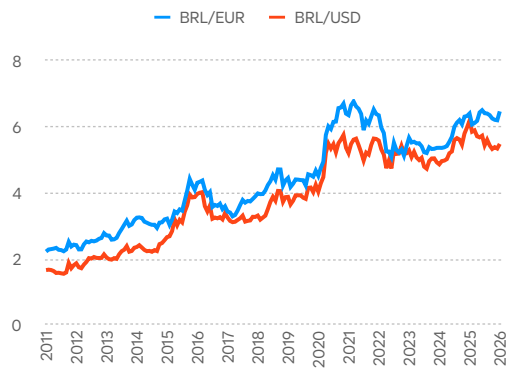
Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información

**Gráfica 1.2.12-c**  
Brasil: tipos de interés de política monetaria y bono a 10 años (%)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.2.12-d**  
Brasil: tipo de cambio vs dólar y euro (BRL/USD y BRL/EUR)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

la estrategia actual, consistente en mantener el nivel de los tipos de interés durante un período más prolongado, es adecuada para garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta. Asimismo, el comité hace hincapié en que permanecerá atento, que las medidas futuras de política monetaria podrán ajustarse y que, como es habitual, no dudará en reanudar el ciclo de ajuste si lo considera apropiado.

La economía de Brasil enfrenta varios riesgos macroeconómicos. El balance de riesgos a corto plazo es al alza e incluye la posibilidad de que una implementación más rápida de reformas estructurales impulse la productividad, pero los riesgos a la baja son más prominentes. Una desaceleración externa asociada a tensiones comerciales y la incertidumbre global podrían debilitar el crecimiento previsto. A su vez, un esfuerzo fiscal menor al esperado podría aumentar la incertidumbre de políticas y elevar los costos de financiación. Además, la elevada deuda pública y las rigideces del gasto siguen limitando el espacio para inversiones prioritarias y para avanzar en la consolidación fiscal.

### 1.2.13 Argentina

#### El consumo y la inversión apoyan un crecimiento que parece consolidarse.

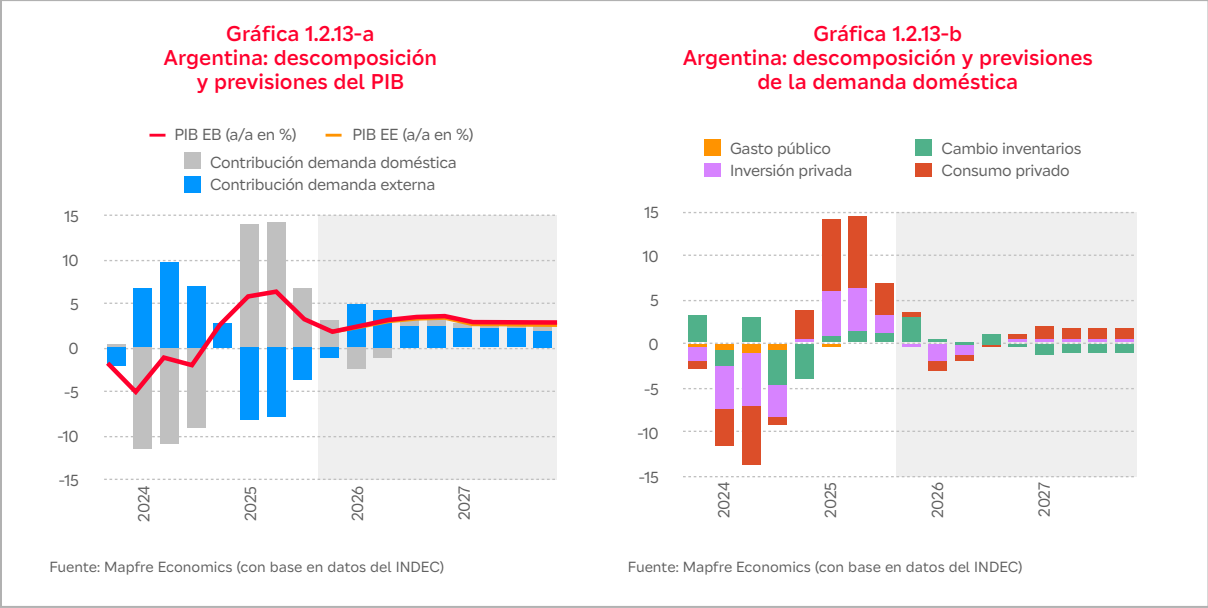
La economía de Argentina creció un 3,3% a/a (0,3% t/t) en el tercer trimestre de 2025. El consumo privado aumentó un 5,3% y el consumo público sigue moderado, con un crecimiento del

1,7%. Asimismo, la inversión se incrementó un 10,3%, las exportaciones lo hicieron un 10,2% y las importaciones un 23,7%. En cuanto a los indicadores adelantados de actividad, las ventas al por menor subieron un 2,7% en supermercados y bajaron un -4,3% en centros comerciales. La producción industrial se contrajo un -5,9% en noviembre, y la confianza del consumidor, medida por la Universidad Torcuato Di Tella, ha bajado a 45,5 en diciembre. En este contexto, se prevé que la economía argentina crezca un 3,2% en 2026 y un 2,9% en 2027 (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

Por otra parte, la inflación en Argentina parece haberse estabilizado, situándose en el 31,5% en diciembre (2,8% m/m). Las componentes de alimentos, transporte, y electricidad y gas crecieron un 32,2%, 32% y 41,6%, respectivamente. El Banco Central de la República Argentina ha situado el tipo de interés de referencia (Leliq) en el 29,0% y lo ha mantenido en ese

#### Argentina

- La economía argentina se mantuvo dinámica creciendo un 3,3% en el tercer trimestre de 2025.
- La inflación es del 2,8% intermensual y 31,5% interanual.
- El tipo de cambio se mantiene volátil y sigue perdiendo valor contra el dólar y el euro.
- La previsión de crecimiento económico para Argentina se sitúa en el 3,2% en 2026 y 2,9% en 2027.



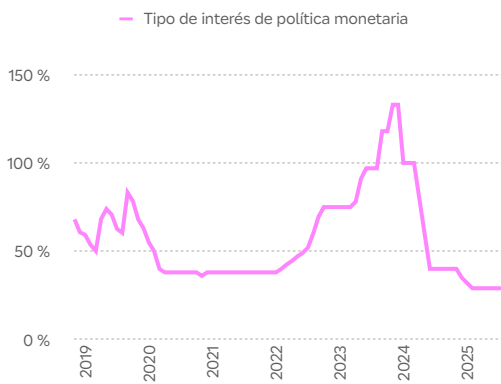
**Tabla 1.2.13**  
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	10,4	6,0	-1,9	-1,3	4,3	3,2	2,9	3,0	2,7
Contribución de la demanda doméstica	12,8	9,2	0,6	-7,9	9,5	-0,4	0,8	-0,6	0,7
Contribución de la demanda externa	-2,3	-3,2	-2,5	6,6	-5,2	3,6	2,1	3,5	2,0
Contribución del consumo privado	6,6	6,5	0,7	-2,1	5,1	-0,4	1,3	-0,5	1,1
Contribución de la inversión total	5,6	2,1	-0,4	-3,6	2,9	-0,6	0,4	-0,7	0,4
Contribución del gasto público	1,0	0,4	0,3	-0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2
Consumo privado (% a/a)	9,5	9,5	1,0	-2,9	7,1	-0,5	1,7	-0,7	1,6
Gasto público (% a/a)	7,1	2,8	2,1	-3,8	0,6	1,1	1,5	1,1	1,5
Inversión total (% a/a)	34,0	10,5	-2,0	-17,2	16,4	-3,2	2,3	-3,5	2,2
Exportaciones (% a/a)	8,5	4,6	-9,5	19,8	5,0	0,5	1,3	0,2	0,8
Importaciones (% a/a)	18,6	17,5	1,9	-10,2	25,4	-9,6	-4,8	-9,9	-5,3
Tasa de paro (%; último trimestre)	7,0	6,3	5,7	6,4	6,5	6,5	6,6	6,5	6,7
Inflación (% a/a, media)	48,4	72,4	133,5	219,9	44,5	29,0	21,0	26,0	20,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	51,4	91,8	172,8	154,4	30,5	28,7	18,8	26,0	17,7
Balance fiscal (% PIB)	-3,6	-3,8	-4,4	0,3	0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,1	-2,0	-2,7	1,8	1,2	1,8	1,1	1,8	1,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,4	-0,6	-3,2	0,9	-1,7	0,5	1,3	0,5	1,4
Tipo de interés oficial (final período)	38,00	75,00	100,00	32,00	29,00	20,00	18,00	22,00	20,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	31,49	67,61	93,72	37,69	61,31	48,35	39,76	48,36	39,79
Tipo de interés a 10 años (final período)	18,65	26,69	24,36	10,91	9,93	10,31	10,55	10,22	10,57
Tipo de cambio vs USD (final período)	103	177	808	1.032	1.456	1.996	2.536	2.006	2.535
Tipo de cambio vs Euro (final período)	116	189	893	1.072	1.710	2.317	2.946	2.365	3.023
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)	34,6	60,4	108,6	217,4	151,8	45,7	63,6	45,7	63,8
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)	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: 30 enero 2026.

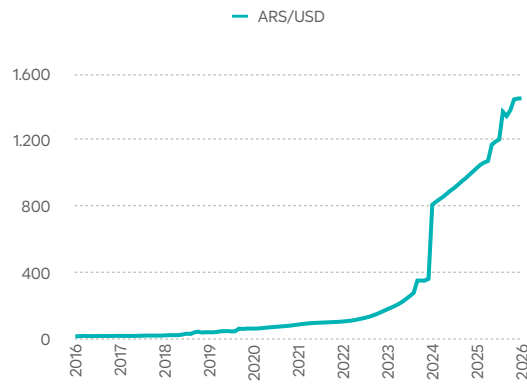
Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información

**Gráfica 1.2.13-c**  
**Argentina: tipo de interés**  
**de política monetaria**  
(%)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.2.13-d**  
**Argentina: tipo de cambio**  
**(ARS/USD)**



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

nivel desde enero de 2025 para evitar presiones adicionales sobre un mercado financiero ya vulnerable, sostener un rendimiento alto en pesos que retiene depósitos y limitar la dolarización, en un contexto de inflación elevada y reservas internacionales ajustadas. Además, la estabilidad del tipo de interés de referencia busca reducir la volatilidad cambiaria y dar señales de previsibilidad, mientras se monitoriza la evolución de precios y la variación de los agregados monetarios.

Argentina afronta riesgos elevados derivados de un panorama macroeconómico frágil, con inflación todavía muy alta, reservas internacionales limitadas y una vulnerabilidad fiscal y externa persistente. La consolidación fiscal podría chocar con tensiones sociales y políticas, lo que dificultaría la implementación sostenida de los ajustes. La inestabilidad cambiaria y la falta de confianza en los instrumentos financieros locales aumentan el riesgo de nuevos episodios de volatilidad. Así, un deterioro en los precios de las exportaciones o un endurecimiento global de las condiciones financieras podría agravar las presiones sobre tipo de cambio, la inflación y los niveles de deuda.

## 1.2.14 Colombia

### La economía recuperó dinamismo en la parte final de 2025.

En el tercer trimestre de 2025, la economía de Colombia creció un 3,6% a/a (1,2% t/t). El consumo privado se incrementó en un 4,2%, y el

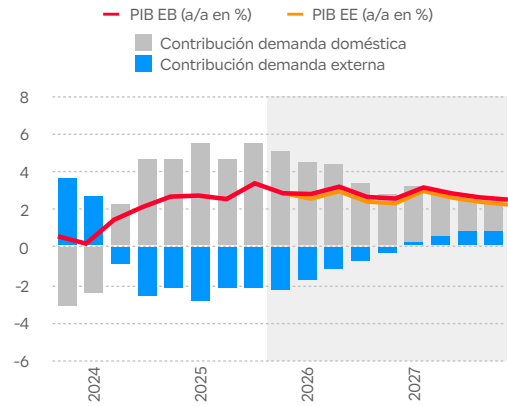
consumo público en un 14,2%. La inversión, por su parte, creció un 4,8%, y las exportaciones lo hicieron en un 2,2%, mientras que las importaciones aumentaron un 10,0%. En cuanto a los indicadores económicos adelantados, el PMI manufacturero se situó en 52,6 puntos, en diciembre, reflejando una mejora en las perspectivas. Asimismo, en octubre las ventas minoristas crecieron un 10,0% y la producción industrial un 1,9%. Conforme a lo anterior, se estima que el PIB de Colombia crezca en el entorno del 2,8% en 2026 y 2027 (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

La inflación, en diciembre, alcanzó 5,1%, con los precios de la alimentación, transporte, alojamiento y suministros subiendo un 5,1%, 5,4%, 4,7%, respectivamente. En la última reunión de 2025, el banco central mantuvo el tipo de interés de política monetaria en 9,25%, en la medida en que la inflación continúa moderándose, aunque permanece por encima de su meta de 3%, lo que justifica una actitud

### Colombia

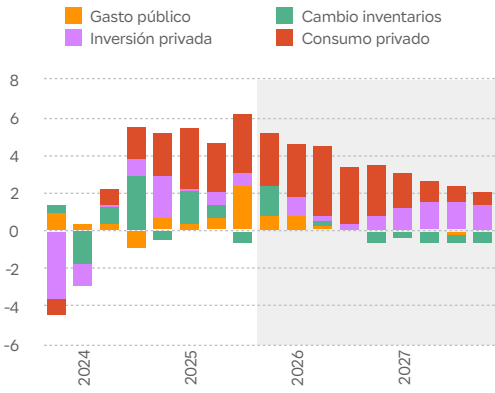
- La inflación permanece estable, aunque alta, en el 5,1%.
- El PMI manufacturero indica una expansión previsible de la actividad económica.
- A nivel vulnerabilidades, el déficit fiscal (en torno al 7% del PIB) sigue siendo notorio.
- Se estima un crecimiento del PIB colombiano del 2,8% para 2026 y 2027.

Gráfica 1.2.14-a  
 Colombia: descomposición  
 y previsiones del PIB



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE)

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



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE)

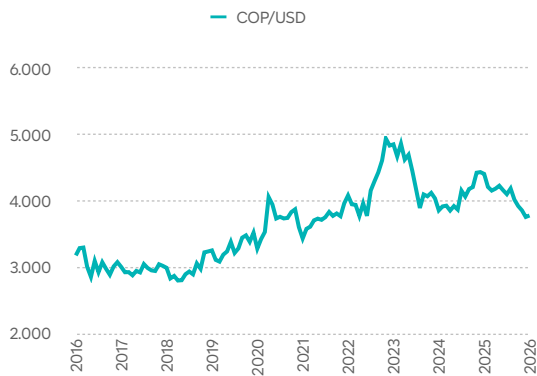
Tabla 1.2.14  
 Colombia: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	10,8	7,3	0,7	1,6	2,7	2,8	2,8	2,5	2,5
Contribución de la demanda doméstica	14,2	11,1	-2,3	2,3	5,2	3,8	2,2	3,6	1,9
Contribución de la demanda externa	-3,4	-3,8	3,0	-0,7	-2,3	-0,9	0,6	-1,0	0,6
Contribución del consumo privado	10,5	8,0	0,3	1,2	3,0	3,0	1,1	2,8	1,1
Contribución de la inversión total	3,0	2,2	-2,5	0,5	0,3	0,6	1,4	0,6	1,4
Contribución del gasto público	1,7	0,2	0,3	0,1	1,0	0,2	-0,1	0,2	-0,1
Consumo privado (% a/a)	14,7	10,8	0,4	1,6	3,9	4,8	0,9	4,7	0,9
Gasto público (% a/a)	9,8	1,0	1,6	0,7	6,5	1,4	-0,7	1,9	-0,3
Inversión total (% a/a)	16,7	11,5	-12,7	3,2	2,0	3,7	8,2	3,7	8,2
Exportaciones (% a/a)	14,6	12,5	3,1	2,5	1,0	0,2	1,1	-0,5	0,6
Importaciones (% a/a)	26,7	24,0	-9,9	4,4	10,2	3,6	-2,0	3,5	-2,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	12,5	10,7	10,3	9,6	8,8	8,5	9,0	8,6	9,0
Inflación (% a/a, media)	3,5	10,2	11,7	6,6	5,1	4,3	3,9	4,5	4,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	5,2	12,6	10,0	5,3	5,3	4,7	3,3	5,0	3,4
Balance fiscal (% PIB)	-7,0	-5,3	-4,2	-6,7	-6,2	-7,1	-4,7	-7,1	-4,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-4,0	-1,0	-0,3	-2,4	-2,5	-2,3	-0,2	-2,2	-0,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-5,6	-6,0	-2,3	-1,6	-2,4	-3,0	-3,1	-3,1	-3,2
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	12,00	13,00	9,50	9,25	8,75	8,25	9,00	8,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tipo de interés a 10 años (final período)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tipo de cambio vs USD (final período)	3.981	4.810	3.822	4.409	3.757	4.207	4.445	4.215	4.421
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4.509	5.131	4.223	4.581	4.415	4.885	5.164	4.968	5.272
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)	82,1	5,0	-32,9	14,2	32,6	26,1	18,1	26,1	18,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	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 Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE)  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

**Gráfica 1.2.14-c**  
Colombia: tipo de cambio  
(COP/USD)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.2.14-d**  
Colombia: tipo de interés  
de política monetaria  
(%)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

prudente. La actividad económica muestra una recuperación gradual, aunque con diferencias entre sectores. Así, el tipo de interés de política monetaria busca asegurar una convergencia ordenada de la inflación hacia la meta en el mediano plazo, sin comprometer la recuperación económica. Sin embargo, la persistente incertidumbre externa, incluyendo la volatilidad de los precios de las materias primas y riesgos globales, incrementa la cautela respecto a la trayectoria futura de inflación y actividad.

En materia de riesgos, Colombia enfrenta vulnerabilidades derivadas de un déficit fiscal aún elevado (estimado en el entorno del 6% del PIB en 2025) y una trayectoria de deuda que, aunque estabilizándose, continúa siendo sensible a *shocks* externos. El avance limitado en la consolidación fiscal aumenta la exposición del país a episodios de volatilidad financiera, especialmente en un contexto de condiciones globales más estrictas y selectivas. La desaceleración del crecimiento potencial y la debilidad de la inversión privada también restringen la capacidad de generar ingresos futuros, elevando el riesgo de presiones sobre el financiamiento público. A esto se suma la posibilidad de menores precios del petróleo y del carbón, que podrían deteriorar los ingresos externos y fiscales. En conjunto, estos factores han mantenido amplios los diferenciales soberanos y pueden amplificar la reacción de los mercados ante noticias adversas.

## 1.2.15 Chile

### Crecimiento con elevada inversión, pero con contracción de exportaciones mineras.

La economía chilena creció un 1,6% a/a (-0,1% t/t) en el tercer trimestre de 2025, afectada por la minería (con un decrecimiento del -4,6% a/a) y la electricidad, gas y agua (-4,5%). La demanda interna fue la principal impulsora (+5,8%), con un crecimiento del consumo privado del 2,9%, del consumo público del 1,8% y de la inversión del 16,1%. Sin embargo, las exportaciones estancaron (0%), por una contracción en los envíos de cobre, mientras que las importaciones subieron un 12,8%. Por lo que toca a los indicadores adelantados de actividad económica, Chile muestra señales mixtas, pero en general positivas. Las ventas minoristas han retomado dinamismo, con un crecimiento anual cercano al 3%, mientras que la producción industrial avanza alrededor del 2%, apoyada por mayor actividad manufacturera.

#### Chile

- La economía chilena creció un 1,6% en el tercer trimestre de 2025.
- La inflación interanual se situó en 3,4% en octubre.
- Los tipos de interés se mantienen en el 4,75%.
- El crecimiento económico en Chile se situaría en el entorno del 2,3% en 2026 y 2027.

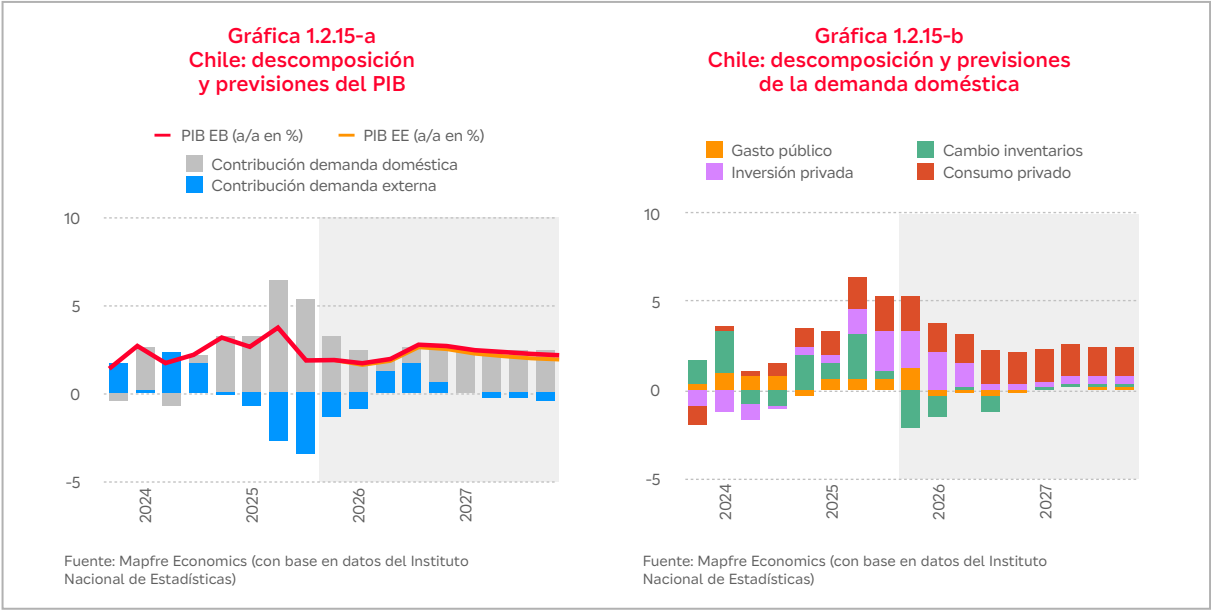


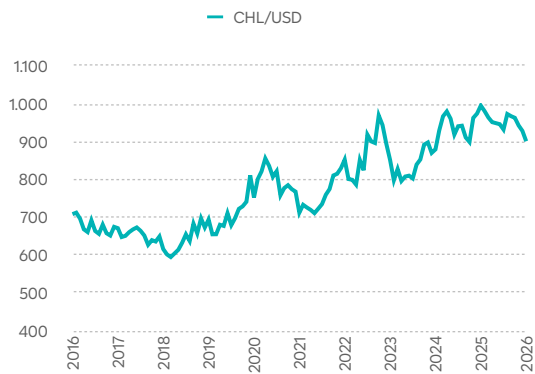
Tabla 1.2.15  
Chile: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	11,5	2,2	0,6	2,4	2,3	2,3	2,3	2,1	2,1
Contribución de la demanda doméstica	20,5	2,6	-2,8	1,4	4,5	1,5	2,4	1,3	2,3
Contribución de la demanda externa	-8,9	-0,4	3,5	1,1	-2,0	0,7	-0,2	0,8	-0,2
Contribución del consumo privado	12,9	1,0	-3,2	0,6	1,8	1,8	1,7	1,6	1,6
Contribución de la inversión total	3,6	1,1	0,1	-0,4	1,6	1,0	0,4	0,9	0,4
Contribución del gasto público	2,0	1,0	0,4	0,5	0,7	-0,2	0,1	-0,2	0,1
Consumo privado (% a/a)	21,0	1,6	-4,8	0,9	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6
Gasto público (% a/a)	13,0	6,7	2,4	3,2	4,5	-1,4	0,8	-1,4	0,8
Inversión total (% a/a)	15,9	4,9	0,3	-1,8	6,8	4,0	1,6	3,8	1,5
Exportaciones (% a/a)	-1,3	0,9	0,4	6,3	3,3	-1,3	1,1	-1,4	0,5
Importaciones (% a/a)	31,6	1,9	-10,6	1,9	10,3	-3,4	1,8	-3,7	1,3
Tasa de paro (%; último trimestre)	7,6	8,3	8,9	8,5	8,3	8,1	7,7	8,1	7,8
Inflación (% a/a; media)	4,5	11,6	7,3	3,9	4,2	3,0	2,9	3,2	3,1
Inflación (% a/a; último trimestre)	6,6	13,0	4,0	4,5	3,4	3,1	2,9	3,4	3,1
Balance fiscal (% PIB)	-7,7	1,1	-2,4	-2,8	-2,4	-1,0	-1,6	-0,9	-1,5
Balance fiscal primario (% PIB)	-6,9	2,1	-1,3	-1,6	-1,1	0,4	-0,3	0,5	-0,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-7,3	-8,8	-3,1	-1,5	-1,8	-1,2	0,2	-1,3	0,2
Tipo de interés oficial (final período)	4,00	11,25	8,25	5,00	4,50	4,25	4,25	4,50	4,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	4,04	9,54	7,99	4,93	4,50	4,00	4,00	4,05	3,87
Tipo de interés a 10 años (final período)	5,65	5,32	5,30	5,95	5,41	5,38	5,37	5,30	5,31
Tipo de cambio vs USD (final período)	850	860	885	992	911	935	954	933	950
Tipo de cambio vs Euro (final período)	963	917	977	1.031	1.071	1.086	1.109	1.099	1.132
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)	6,3	13,2	9,1	5,7	5,0	6,4	10,0	6,3	10,1
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)	7,7	-0,9	8,3	9,3	8,5	9,1	10,6	9,0	10,4

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del Instituto Nacional de Estadísticas)  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

**Gráfica 1.2.15-c**  
Chile: tipo de cambio  
(CHL/USD)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.2.15-d**  
Chile: tipo de interés  
de política monetaria  
(%)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

El Índice Mensual de Actividad Económica, uno de los principales indicadores adelantados, registró un incremento interanual superior al 2% en su última lectura, confirmando una recuperación gradual. La confianza del consumidor, aunque todavía en niveles bajos, mantiene una tendencia de mejora sostenida en los últimos años, reflejando una percepción menos pesimista del entorno económico. En este contexto, se prevé que el crecimiento económico en Chile se sitúe en torno al 2,3% en 2026 y 2027 (véanse la Tabla 1.2.15 y las Gráficas 1.2.15-a y 1.2.15-b).

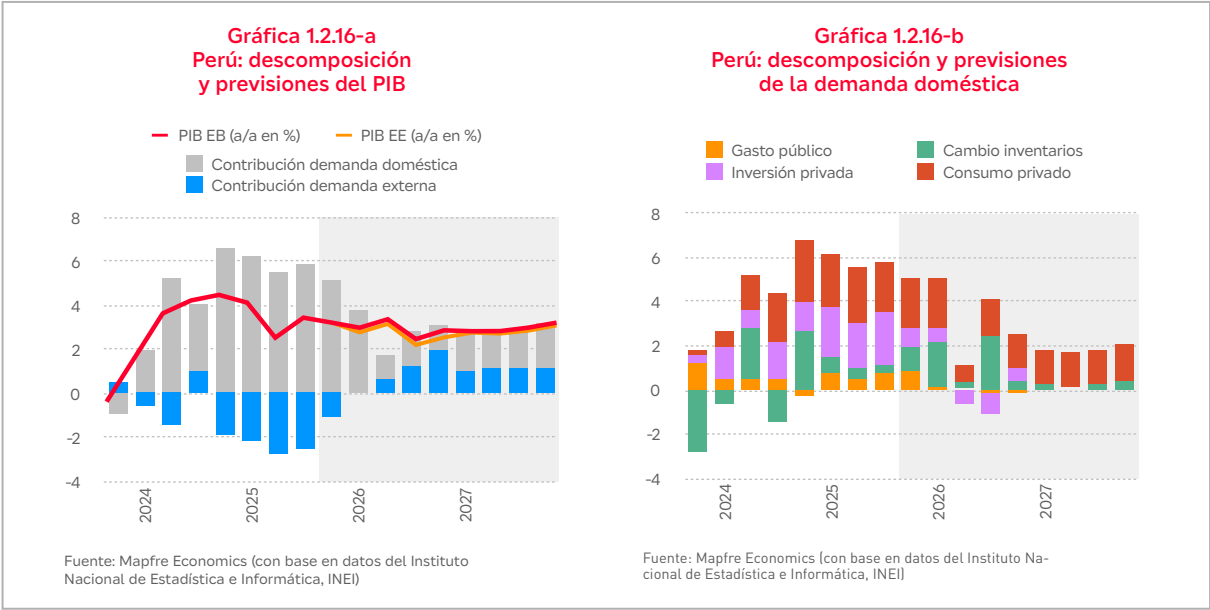
Por otra parte, la inflación en Chile se ubicó en 3,5% interanual en diciembre. Las mayores alzas provinieron del aumento en los precios del alojamiento y electricidad, alimentos y bebidas no alcohólicas, mientras que categorías como vestuario, calzado registraron descensos. En su más reciente reunión de política monetaria, el banco central recortó el tipo de interés de política monetaria en 25 pbs, hasta el 4,50%. La decisión responde a que el entorno externo, marcado por una moderada recuperación internacional y ajustes en economías globales, y la trayectoria reciente de la inflación, que aún exige vigilancia, no justifican por ahora nuevos recortes. El banco central enfatiza en que las decisiones futuras dependerán de la evolución de la inflación subyacente, del desempeño de la actividad económica interna y del contexto mundial, manteniendo el compromiso de llevar la inflación hacia su meta de 3%.

La economía chilena enfrenta varios riesgos macroeconómicos relevantes. El crecimiento potencial moderado limita la capacidad del país para mejorar el bienestar y atender sus necesidades fiscales y sociales. En el ámbito externo, una eventual desaceleración global, una menor demanda por materias primas y fluctuaciones en los precios del cobre y del litio podrían afectar las exportaciones y reducir los ingresos. Estos factores también incrementan la presión sobre la consolidación fiscal, que se vuelve más difícil de sostener en un contexto de ingresos volátiles y mayores demandas sociales.

## 1.2.16 Perú

**La economía crece de forma sólida gracias a la inversión y las exportaciones.**

En el tercer trimestre de 2025, la economía de Perú creció a un ritmo del 3,4%, un valor alto comparado con otros países latinoamericanos. El consumo privado se elevó un 3,2%, mientras que el consumo público aumentó un 4,7%. Asimismo, la inversión registró un incremento del 12,9%, mientras que las exportaciones crecieron un 1,2% y las importaciones un 11,6%. En cuanto a los indicadores adelantados de actividad económica, las encuestas a la situación económica muestran una situación presente en 58 (>50 situación positiva) y en 55,3 las perspectivas para dentro de 3 meses. A partir de los elementos anteriores, se estima que el PIB peruano crezca un 2,9% en 2026 y



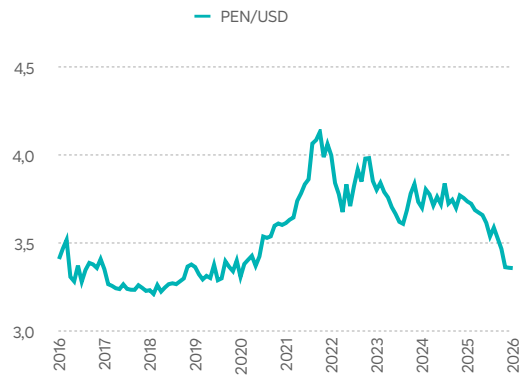
**Tabla 1.2.16**  
Perú: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	13,5	2,8	-0,3	3,5	3,2	2,9	3,0	2,7	2,8
Contribución de la demanda doméstica	14,8	2,4	-1,2	4,2	5,7	1,8	1,8	1,7	1,7
Contribución de la demanda externa	-0,7	0,4	0,7	-0,7	-2,1	1,0	1,1	1,0	1,1
Contribución del consumo privado	8,2	2,3	0,0	1,8	2,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Contribución de la inversión total	7,9	0,2	-1,3	1,3	1,9	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Contribución del gasto público	0,8	0,0	0,6	0,3	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Consumo privado (% a/a)	12,4	3,6	0,0	2,7	3,7	2,2	2,4	2,2	2,3
Gasto público (% a/a)	5,4	-0,1	4,7	2,3	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversión total (% a/a)	36,7	0,9	-5,0	5,4	7,7	-4,2	0,0	-4,3	-0,3
Exportaciones (% a/a)	13,2	5,7	4,1	5,8	3,8	-1,6	2,5	-1,6	1,9
Importaciones (% a/a)	15,0	3,6	1,2	8,3	11,1	-1,1	-1,7	-1,2	-2,0
Tasa de paro (%; último trimestre)	7,9	7,1	6,4	5,5	6,0	6,1	6,2	6,2	6,3
Inflación (% a/a, media)	4,0	7,9	6,3	2,4	1,5	2,1	2,4	2,3	2,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,0	8,4	3,7	2,1	1,4	2,5	2,4	2,8	2,5
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-1,7	-2,7	-3,5	-2,3	-1,9	-1,6	-1,8	-1,4
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,0	-0,1	-1,1	-1,8	-0,5	-0,1	0,3	0,0	0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,2	-4,0	0,3	2,2	2,2	1,6	-0,2	1,5	-0,4
Tipo de interés oficial (final período)	2,50	7,50	6,75	5,00	4,25	4,00	4,00	4,25	4,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tipo de interés a 10 años (final período)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tipo de cambio vs USD (final período)	4,02	3,89	3,78	3,76	3,38	3,52	3,59	3,54	3,58
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,56	4,15	4,18	3,90	3,98	4,09	4,17	4,17	4,27
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)	1,3	14,9	9,9	2,1	4,9	10,0	8,0	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 Instituto Nacional de Estadística e Informática, INEI)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

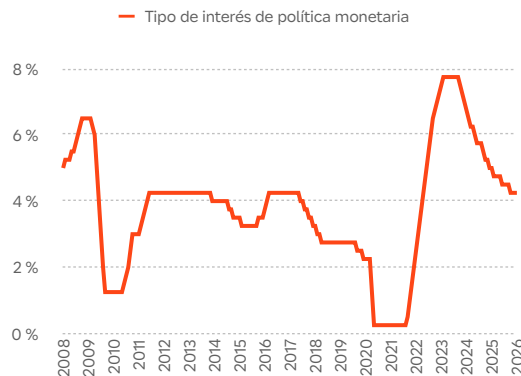
Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información

**Gráfica 1.2.16-c**  
Perú: tipo de cambio  
(PEN/USD)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.2.16-d**  
Perú: tipo de interés  
de política monetaria  
(%)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

un 3,0% en 2027 (véanse la Tabla 1.2.16 y las Gráficas 1.2.16-a y 1.2.16-b).

El Banco Central de Reserva del Perú ha mantenido en enero el tipo de interés de referencia en 4,25%. Esta decisión se basa en que la inflación general reciente mostró una tasa mensual de 0,24% en diciembre y anual del 1,5%. Además, la actividad económica se ubica en torno a su nivel potencial, lo que le da al banco central una postura neutral respecto a política monetaria. Asimismo, indicó que futuros ajustes dependerán de la evolución de la inflación y sus determinantes. También estará vigilando la trayectoria de la actividad económica, el crédito y otros indicadores de demanda interna para valorar si la política monetaria debe endurecerse o relajarse.

La economía de Perú enfrenta riesgos significativos asociados a la persistente incertidumbre política, la menor inversión privada y la volatilidad de los precios de los minerales,

factores que pueden tensionar las cuentas fiscales y retrasar proyectos estratégicos. En el frente externo, un menor dinamismo de sus principales socios comerciales y un endurecimiento prolongado de las condiciones financieras internacionales podrían limitar el acceso a capital y elevar los costes de financiación. No obstante, la economía peruana mantiene una resiliencia destacable, sustentada en una deuda pública moderada, un nivel elevado de reservas internacionales y un sistema financiero robusto, capaz de absorber *shocks* y preservar la estabilidad macroeconómica.

## 1.2.17 China

### La producción industrial muestra señales de moderación.

En el cuarto trimestre de 2025, la economía de China creció un 4,5% a/a (1,2% t/t). Se estima que el consumo privado haya aumentado en el trimestre un 3,4%, el consumo público un 9,5%, y la inversión habría caído un -0,7%. Por otra parte, las exportaciones habrían crecido un 9,2%, mientras que las importaciones lo habrían hecho un 6,7%. El PMI manufacturero se situó en 50,1 puntos, en diciembre, el compuesto en 51,3, y el de servicios alcanzó los 52,0. Las ventas al por menor, crecieron un 0,9% en diciembre, aunque, excluyendo vehículos, creció al 1,7%, en tanto que la producción industrial aumentó un 5,2%. En este marco, se prevé que la economía china mantenga su dinamismo y crezca un 4,5% en 2026 y un 4,4%

#### Perú

- El PIB creció un 3,4% en el tercer trimestre de 2025.
- La inflación se sitúa en el 1,5% y se mantiene en el objetivo del banco central.
- La inversión se reactiva fuertemente estimulando la actividad económica.
- Se estima que el PIB peruano crecería un 2,9% en 2026 y un 3,0% en 2027.

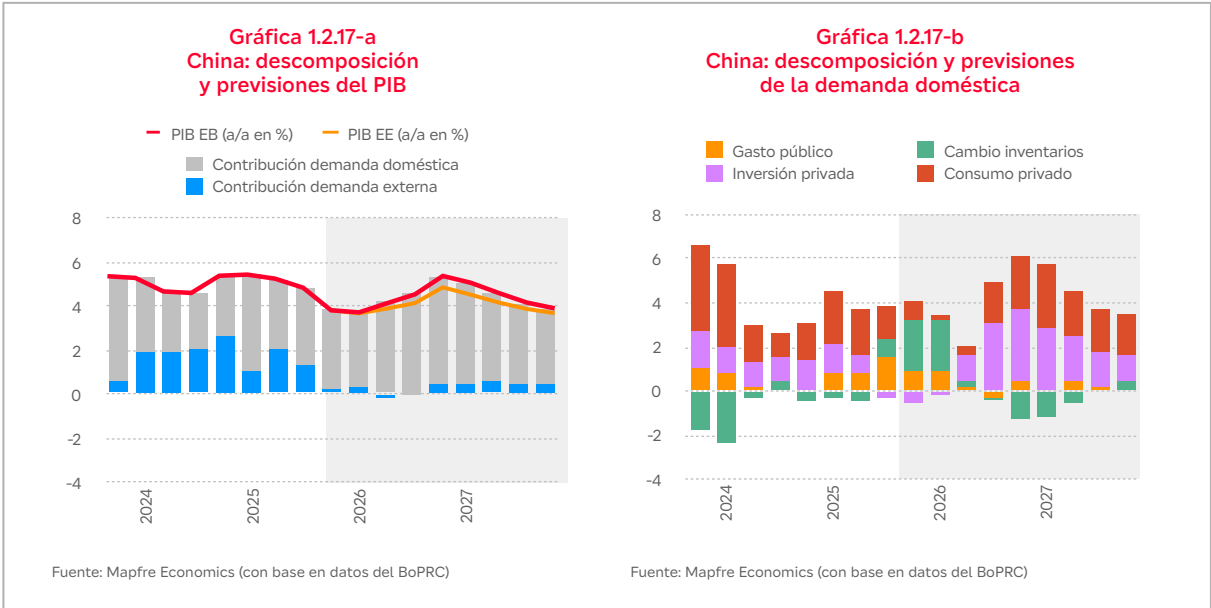


Tabla 1.2.17  
China: principales agregados macroeconómicos

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)	Estresado (EE)			
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)	
PIB (% a/a)	8,6	3,1	5,4	5,0	5,0	4,5	4,4	4,2	4,1	
Contribución de la demanda doméstica	6,4	2,4	5,7	2,8	3,6	4,3	3,9	4,3	3,7	
Contribución de la demanda externa	2,2	0,7	-0,3	2,2	1,4	0,2	0,5	-0,1	0,4	
Contribución del consumo privado	5,0	0,6	3,8	2,0	1,6	1,3	2,1	1,3	2,0	
Contribución de la inversión total	1,0	1,3	1,7	1,2	0,3	2,0	1,9	1,9	1,6	
Contribución del gasto público	0,2	0,9	1,0	0,2	1,0	0,3	0,2	0,3	0,2	
Consumo privado (% a/a)	13,0	1,5	9,6	4,9	3,9	3,1	5,4	3,1	5,2	
Gasto público (% a/a)	1,3	5,7	5,8	1,4	6,1	1,8	1,1	6,9	1,1	
Inversión total (% a/a)	2,5	3,3	4,4	3,0	0,8	5,4	5,1	5,9	4,2	
Exportaciones (% a/a)	18,9	-0,5	2,3	13,7	8,0	3,8	4,1	3,0	3,4	
Importaciones (% a/a)	7,8	-5,2	5,0	2,8	3,2	4,3	2,5	5,9	2,2	
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,5	3,3	3,5	3,2	3,5	
Inflación (% a/a, media)	0,9	2,0	0,2	0,2	0,1	0,8	1,1	0,9	1,2	
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,8	1,8	-0,3	0,2	0,3	1,2	1,2	1,4	1,2	
Balance fiscal (% PIB)	-5,1	-7,3	-6,8	-7,7	-9,5	-11,0	-10,5	-11,6	-11,3	
Balance fiscal primario (% PIB)	-4,2	-6,3	-5,9	-6,8	-8,5	-9,9	-9,3	-10,5	-10,0	
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,9	2,4	1,4	2,3	3,3	2,6	2,6	2,1	2,0	
Tipo de interés oficial (final período)	2,25	2,00	1,75	1,50	1,40	1,30	1,30	1,40	1,40	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	2,50	2,42	2,53	1,69	1,60	1,47	1,47	1,80	1,61	
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,78	2,84	2,56	1,68	1,85	1,91	1,91	1,97	2,04	
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,35	6,90	7,10	7,30	6,99	6,91	6,90	6,90	6,89	
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,19	7,36	7,84	7,58	8,22	8,02	8,01	8,14	8,21	
Crédito privado (% a/a, media)	12,3	11,1	11,4	8,1	6,4	3,7	6,4	3,9	6,3	
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	29,6	32,2	29,4	29,5	30,0	30,9	29,6	30,9	29,6	

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos del BoPRC)  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

### China

- Los aranceles por parte de Estados Unidos se han estabilizado a la espera de que China cumpla con su parte de los compromisos.
- El crecimiento de la producción industrial empieza a dar las primeras señales de moderación (4,9%), pero partiendo de un punto alto (6,4%).
- El PMI del sector manufacturero entra marginalmente en zona de contracción.
- La previsión de crecimiento económico para China se ubica en el 4,5% para 2026 y en el 4,4% para 2027.

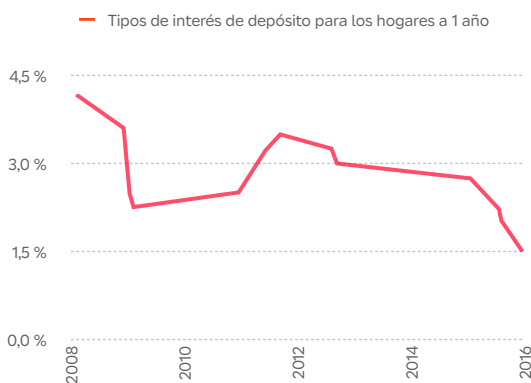
en 2027 (véanse la Tabla 1.2.17 y las Gráficas 1.2.17-a y 1.2.17-b).

En diciembre, la inflación se situó en 0,8%, con la subyacente en el 1,2%. La inflación continúa muy próxima de cero, un síntoma de las condiciones cuasi deflacionarias que se arrastran desde 2023 y que mantienen cuestionada la solidez de la demanda interna. La política monetaria en China se controla principalmente a través de las reservas requeridas a los bancos, que se sitúan en el 9,00%. En este sentido, el banco central las ha mantenido estables desde la reunión de mayo de 2025. Con respecto a las tasas equivalentes a las que se miran en Occidente, la tasa de depósito se sitúa en el 1,50% y la tasa de repo a 7 días en el 1,49%. Además, el gobierno ha implementado medidas de estímulo para estabilizar el mercado inmobiliario, las finanzas regionales y evitar un

posible contagio a bancos y mercados. Estas medidas incluyen la reducción de las tasas hipotecarias, el aumento de la financiación para instituciones financieras y el apoyo a las empresas estatales locales para adquirir viviendas comerciales no vendidas.

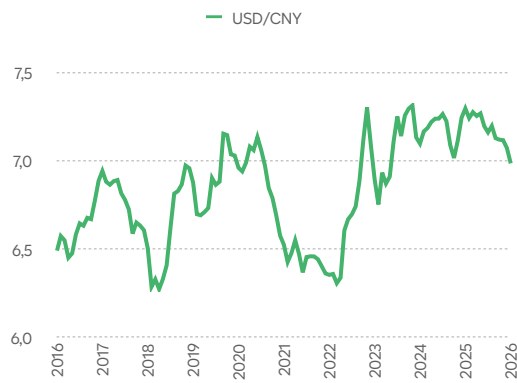
La economía china ha mostrado una capacidad de resistencia notable, pese a la prolongada fragilidad del mercado inmobiliario. El gobierno de ese país ha intensificado las medidas de apoyo para contener los problemas del sector inmobiliario y evitar que se propaguen al sistema financiero. En el corto plazo, la prioridad es lograr un ajuste del sector inmobiliario que sea más ordenado y menos costoso, al tiempo que se aporta un respaldo macroeconómico suficiente para contrarrestar la debilidad cíclica y los riesgos a la baja. También resulta crucial avanzar en la reducción del endeudamiento excesivo, impedir nuevas acumulaciones de vulnerabilidades y reequilibrar el patrón de crecimiento hacia el consumo interno, reduciendo así la dependencia a las exportaciones. En lo que se refiere al frente arancelario con Estados Unidos, aparentemente se ha acordado no seguir escalando la guerra comercial, hasta ver si ambas partes cumplen con sus compromisos, pero permanece en vigor los aranceles ya establecidos. El impacto de estos ha comenzado a sentirse en la producción industrial, la cual mostró signos de enfriamiento en los datos de producción y en los últimos PMI manufactureros, lo que certifica una pérdida de impulso.

**Gráfica 1.2.17-c**  
China: tipos de interés  
de depósito para los hogares



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.2.17-d**  
China: tipo de cambio  
(USD/CNY, fin de período)



Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

### 1.2.18 Indonesia

#### Fuerte crecimiento con inflación estable.

La economía de Indonesia creció un 5,0% a/a (1,4% t/t) en el tercer trimestre de 2025. La fortaleza se observa en todos los componentes de la demanda agregada. El consumo privado creció un 4,9%, mientras que el consumo público lo hizo un 5,5%. La inversión está robusta, con un crecimiento del 5,0%, en tanto que las exportaciones crecen un 9,9%, y las importaciones un 1,1%. Estos datos apuntan a que termine el año con un crecimiento más fuerte de lo anticipado. En cuanto a los índices de gestores de compras, el PMI manufacturero se situó en 52,1 puntos, en diciembre, habiendo mejorado significativamente los malos datos que tenía en abril, mayo y junio. Asimismo, las ventas al por menor, barómetro de la actividad en el consumo, crecieron al 4,4% en diciembre. Conforme a lo anterior, se estima que el PIB indonesio mantenga su buen dinamismo y crezca en el entorno del 5,1% en 2026 y 2027 (véanse la Tabla 1.2.18 y las Gráficas 1.2.18-c y 1.2.18-d).

La inflación, por su parte, volvió a repuntar ligeramente al 2,9% en diciembre (0,6% m/m), con la inflación subyacente situándose en el 2,4%. El Banco Central de Indonesia mantuvo tipos de interés en la reunión de diciembre (Repo inverso a 7 días) en el 4,75%. La decisión es coherente con la baja inflación prevista para 2025 y 2026 dentro de la banda objetivo del

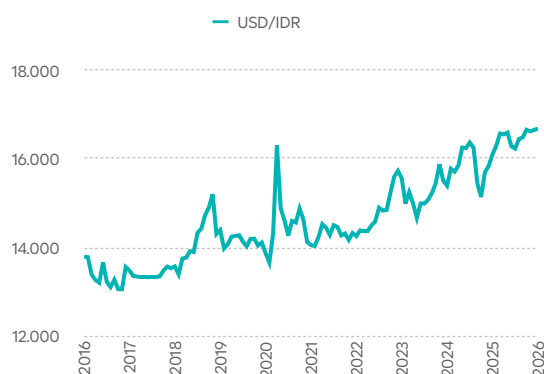
#### Indonesia

- La economía indonesia se mantuvo dinámica creciendo un 5,0% en el tercer trimestre de 2025.
- La inflación (en el 2,7%) ha repuntado desde el 0% de febrero de 2025.
- Las exportaciones se mantienen fuertes creciendo al 9,9%.
- Se prevé un crecimiento económico para Indonesia del 5,1% en 2026 y 2027.

3,0±1%. Asimismo, el mantenimiento del tipo de cambio de la rupia está en línea con los fundamentos económicos de control la inflación dentro de la banda objetivo, así como con la necesidad de impulsar el crecimiento económico.

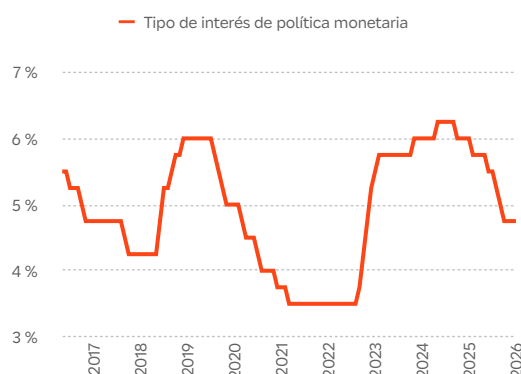
El dinamismo económico de Indonesia continúa firme, alrededor del 5% anual, y las proyecciones apuntan a que esta solidez se mantendrá en 2026-2027. La inflación se mantiene contenida y el sistema financiero muestra una capacidad notable para absorber *shocks*. El gobierno continúa impulsando una estrategia de desarrollo de largo plazo para situar al país entre las economías de ingresos altos hacia 2045, apoyándose en un mayor gasto público, modernización institucional y una política industrial orientada a incrementar el valor añadido local. A ello, se suma un énfasis creciente en la transición energética y el desarrollo de cadenas de valor vinculadas a

Gráfica 1.2.18-a  
Indonesia: tipo de cambio  
(USD/IDR)



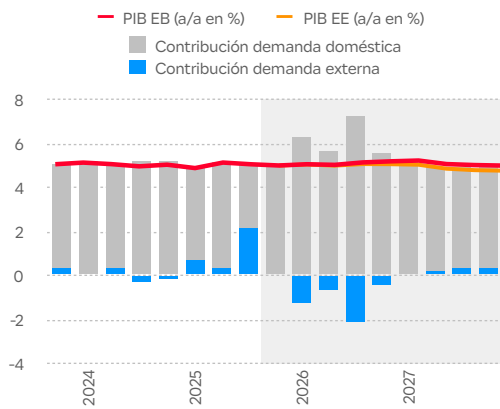
Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.18-b  
Indonesia: tipo de interés  
de política monetaria  
(%)



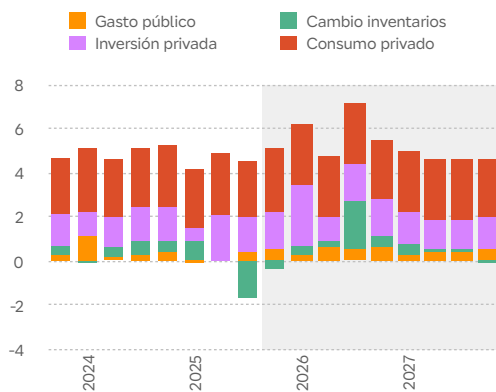
Fuente: Mapfre Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.2.18-c**  
**Indonesia: descomposición**  
**y previsiones del PIB**



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos de BPS)

**Gráfica 1.2.18-d**  
**Indonesia: descomposición y previsiones**  
**de la demanda doméstica**



Fuente: Mapfre Economics (con base en datos de BPS)

**Tabla 1.2.18**  
**Indonesia: principales agregados macroeconómicos**

	2021	2022	2023	2024	2025(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2026(p)	2027(p)	2026(p)	2027(p)
PIB (% a/a)	3,7	5,3	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1	5,0	4,8
Contribución de la demanda doméstica	4,1	4,6	4,4	5,0	4,2	6,2	4,7	6,1	4,5
Contribución de la demanda externa	-0,4	0,8	0,7	0,0	0,8	-1,1	0,3	-1,1	0,2
Contribución del consumo privado	1,1	2,7	2,7	2,8	2,7	2,8	2,8	2,7	2,6
Contribución de la inversión total	1,2	1,2	1,2	1,4	1,5	1,8	1,4	1,8	1,3
Contribución del gasto público	0,3	-0,4	0,2	0,5	0,2	0,5	0,4	0,5	0,4
Consumo privado (% a/a)	2,0	5,0	4,9	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	4,9
Gasto público (% a/a)	4,3	-4,4	3,0	6,6	2,7	7,1	5,6	7,2	5,8
Inversión total (% a/a)	3,8	3,9	3,8	4,6	4,9	5,8	4,5	5,7	4,2
Exportaciones (% a/a)	18,0	16,2	1,3	6,5	7,4	1,0	3,4	0,8	2,9
Importaciones (% a/a)	24,9	15,0	-1,6	7,9	4,7	6,6	2,7	6,4	2,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,2	5,7	5,1	4,8	4,9	4,9	4,8	4,9	4,9
Inflación (% a/a, media)	1,6	4,1	3,7	2,3	1,9	2,8	2,7	3,0	3,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,8	5,5	2,8	1,6	2,8	2,4	2,6	2,8	2,9
Balance fiscal (% PIB)	-4,6	-2,4	-1,7	-2,3	-2,8	-2,9	-2,7	-2,8	-2,7
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,3	1,0	-0,1	-0,6	0,0	-0,7	-0,6	-0,9	-0,9
Tipo de interés oficial (final período)	3,50	5,50	6,00	6,00	4,75	4,25	4,25	4,50	4,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,75	6,62	6,95	6,92	5,46	5,15	5,15	5,34	5,29
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,38	6,93	6,49	7,03	6,12	6,18	6,14	6,16	6,23
Tipo de cambio vs USD (final período)	14.253	15.568	15.389	16.267	16.694	16.600	16.519	16.654	16.497
Tipo de cambio vs Euro (final período)	16.143	16.605	17.005	16.900	19.615	19.273	19.191	19.626	19.673
Crédito privado (% a/a, media)	1,0	9,6	9,2	10,8	7,5	7,9	9,6	8,0	9,6
Crédito familias (% a/a, media)	2,2	7,8	9,1	10,4	7,7	4,6	5,0	4,5	4,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-12,6	15,3	29,8	17,7	6,6	7,3	7,1	7,2	7,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	25,7	29,2	27,4	26,1	25,8	23,8	23,2	23,8	23,1

Fuente: Mapfre Economics (con base en datos de BPS)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

los minerales críticos. Aunque los riesgos se consideran relativamente equilibrados, siguen presentes factores a vigilar, como la posible inestabilidad en los mercados de materias primas por tensiones geopolíticas y una eventual desaceleración de sus socios comerciales más relevantes.



## 2. Panorama sectorial

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

#### 2.1.1 Mercados globales

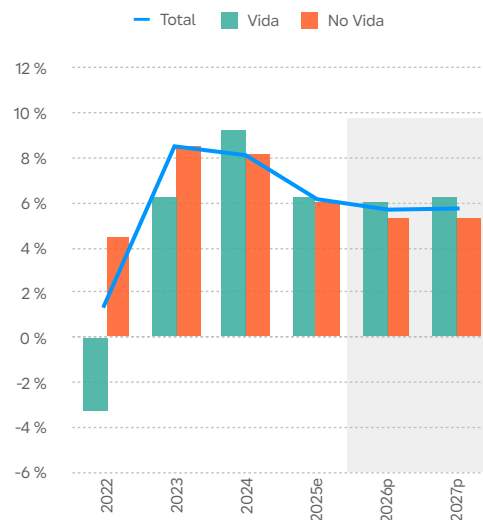
El escenario para la economía global previsto para el período 2025–2027 configura un entorno de crecimiento moderado, acompañado de una desinflación progresiva y unos tipos de interés de largo plazo que, aunque se estabilizan, permanecen en niveles superiores a los observados durante la década anterior. En 2025, el mundo habría presentado un crecimiento real del PIB del 3,2% y una inflación en torno al 3,3%, lo que se traduce en un crecimiento económico nominal cercano al 6,5%, que mostraría una tendencia ligeramente descendente hacia 2026 y 2027. Este patrón macroeconómico es relevante porque actúa como una guía aproximada para el avance de la demanda de aseguramiento, especialmente en el segmento de los seguros de No Vida, donde la exposición está fuertemente correlacionada con el crecimiento nominal de la economía y la evolución de los precios.

En este entorno global, es previsible que el segmento de los seguros de No Vida experimente un crecimiento nominal positivo, pero menos dependiente de la inflación que en los años recientes. La normalización en el crecimiento de los precios reduce la presión sobre las primas técnicas, especialmente en ramos sensibles a los costes (Autos, Hogar y Salud), mientras que el componente de exposición, vinculado a actividad económica, inversión y empleo, mantiene su contribución. Así, se estima que el crecimiento nominal de la demanda se sitúe ligeramente por encima del crecimiento del PIB nominal, apoyado por un entorno financiero más favorable, que mejorará la rentabilidad de las carteras de inversión de las entidades aseguradoras y contribuirá a absorber parte del endurecimiento de las tarifas observado en ejercicios previos. Así, en conjunto, la senda apunta hacia un crecimiento estable de las primas de seguros, pero

moderadamente inferior a los ritmos intensos observados en 2023–2024.

En cuanto al segmento de los seguros de Vida, el impacto macroeconómico es incluso más favorable. La estabilización de los tipos de interés soberanos a 10 años, en torno al 4,2% en Estados Unidos y al 3,3% en la Eurozona, sigue proporcionando un soporte esencial para los productos de ahorro a largo plazo, aumentando los rendimientos de las nuevas inversiones y reforzando los márgenes financieros. Además, la desinflación mejora la percepción de rentabilidad real, aumentando el atractivo para los hogares que buscan productos de protección y acumulación de ahorro en un entorno menos incierto. La mejora del poder adquisitivo y la normalización de la confianza del consumidor también podrían contribuir a estabilizar la demanda de productos de Vida riesgo y mixtos. Todo ello permite prever un ritmo de crecimiento nominal en el segmento de Vida que, aunque más equilibrado que en 2024, se mantiene sólidamente en el rango del 6% anual.

**Gráfica 2.1.1-a**  
Global: previsiones de crecimiento de las primas  
(crecimiento nominal anual en USD, %)



Fuente: Mapfre Economics

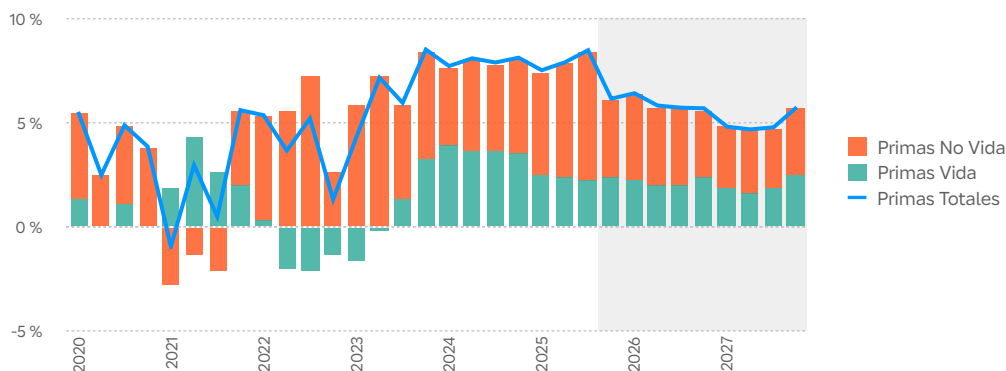
En suma, el contexto global en 2026–2027 favorecerá un crecimiento moderado de la demanda de aseguramiento, sostenible y menos volátil, con un segmento de No Vida apoyado en una exposición robusta y un segmento de Vida que se beneficia del escenario de tipos de interés y desinflación, consolidando un patrón de expansión coherente con el desempeño histórico del sector. En la Gráfica 2.1.1-a se aprecia la evolución reciente del crecimiento nominal de las primas a nivel global, así como las previsiones para los próximos años<sup>3</sup>. Tras un año 2022 caracterizado por un entorno complejo, con caídas del -3,3% en las primas de Vida y un avance moderado del 4,4% en las de No Vida, el mercado asegurador inició en 2023 una senda de recuperación significativa. Ese año, las primas de Vida repuntaron firmemente hasta un 6,2%, mientras que las de No Vida crecieron un 8,5%, reflejando la fortaleza de la demanda y la normalización gradual de la actividad económica mundial. La recuperación tomó aún más impulso en 2024, cuando el segmento de los seguros de Vida alcanzó un crecimiento del 9,2% y el segmento de No Vida avanzó un 8,2%. Este comportamiento sincronizado sugiere que, pese a las incertidumbres macroeconómicas persistentes, los fundamentos del sector continuaron sólidos y se beneficiaron del ajuste de los precios, la resiliencia del consumo y el mayor dinamismo de la inversión.

Con respecto a 2025, se prevé que al cierre del año se haya presentado una moderación suave del crecimiento, aunque manteniendo un tono

positivo. Así, el crecimiento esperado para Vida se situaría en el 6,21%, mientras que No Vida alcanzaría un 6,04%. Estas cifras reflejan unas condiciones financieras más estables y una inflación más contenida, factores que contribuirían a sostener tanto la actividad aseguradora como la demanda de productos de protección y ahorro. Para 2026, las perspectivas mantienen esta trayectoria equilibrada. De acuerdo con nuestras previsiones, el crecimiento del segmento de Vida alcanzaría un 6,05% y el de No Vida un 5,37%, cifras que siguen apuntando a un avance real positivo en un entorno de inflación moderada. Hacia 2027, las primas de Vida se proyectan creciendo un 6,23%, mientras que las de No Vida lo harían un 5,34%, consolidando un ritmo de expansión que, en ambos segmentos, se mantiene consistentemente por encima del 5%. De esta forma, en conjunto, este patrón de crecimiento permite anticipar que el mercado asegurador mundial continuará expandiéndose a un ritmo sólido en los años siguientes. Considerando la inflación prevista para el período, estas tasas de crecimiento implican un aumento real de la demanda global de seguros cercano al 2% anual, en línea con los comportamientos históricos del sector y con una tendencia de fondo que confirma su resiliencia estructural.

La evolución trimestral del mercado asegurador mundial muestra un cambio hacia un patrón de crecimiento más estable y sincronizado entre los segmentos de Vida y No Vida (véase la Gráfica 2.1.1-b). Tras los episodios de elevada volatilidad registrados entre 2020 y

**Gráfica 2.1.1-b**  
Global: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas  
(crecimiento nominal anual en USD, %)



Fuente: Mapfre Economics

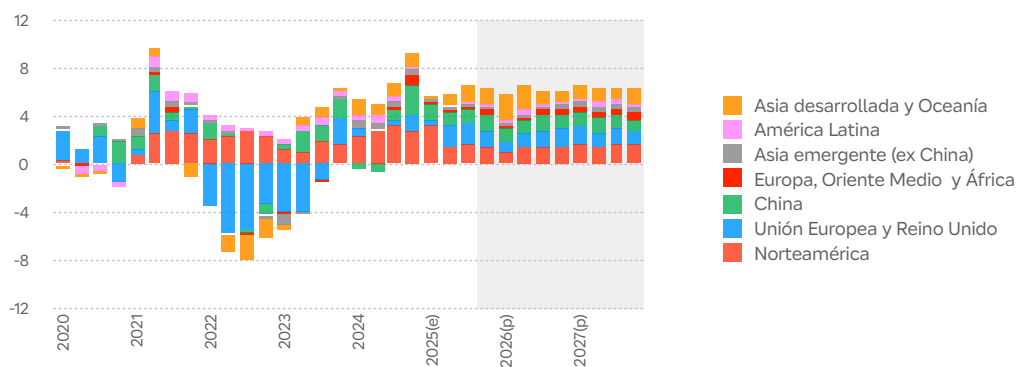
2022, con contracciones puntuales en Vida y fuertes oscilaciones en No Vida, el año 2023 marca el inicio de una fase en la que ambos segmentos vuelven a aportar de manera positiva al total de primas. A partir de 2024, las previsiones reflejan un comportamiento más equilibrado; las primas de Vida mantienen tasas trimestrales claramente positivas, respaldadas por un entorno financiero más estable y la mejora gradual del poder adquisitivo. El segmento de No Vida, por su parte, continúa creciendo nominalmente a un ritmo sostenido, impulsado por una normalización en los costes de siniestralidad y un componente financiero más favorable. Como resultado, el crecimiento agregado del mercado asegurador muestra una línea más estable y sin episodios de contracción relevantes. El total de primas se mantiene, de forma sostenida, en un rango del 5%-6% anual, lo que refleja una combinación más equilibrada entre la contribución de los segmentos de Vida y de No Vida. Este comportamiento sugiere que, de mantenerse la tendencia prevista, el mercado global continuará expandiéndose a un ritmo sólido, pero moderado, apoyado por la estabilidad macroeconómica y financiera.

Por otra parte, al analizar la evolución prevista de la contribución regional al crecimiento mundial de las primas de seguros del segmento de los seguros de Vida para el período 2024-2025, se observa un reparto más equilibrado entre áreas económicas, aunque con un liderazgo claro de las economías avanzadas (véase la Gráfica 2.1.1-c). En este intervalo, Norteamérica aparece nuevamente como el

mayor impulsor del crecimiento global, aportando alrededor de 2,3 puntos porcentuales (pp), en promedio. Le siguen Asia desarrollada y Oceanía, junto con la Unión Europea y Reino Unido, cuya contribución en estas regiones se mantiene estable en torno a 1,0 pp, reflejando un dinamismo moderado, pero sostenido. Por su parte, China también continúa como un contribuidor importante, generando aproximadamente 0,9 pp de crecimiento. En el bloque de economías emergentes, la región de Asia emergente (ex China) añade cerca de 0,4 pp, mientras que América Latina y Europa, Oriente Medio y África aportan alrededor de 0,3 pp cada una. Estas cifras evidencian que, aunque el crecimiento está relativamente diversificado a nivel global, las mayores economías seguirán desempeñando el papel dominante en la expansión global del segmento de Vida durante los próximos años.

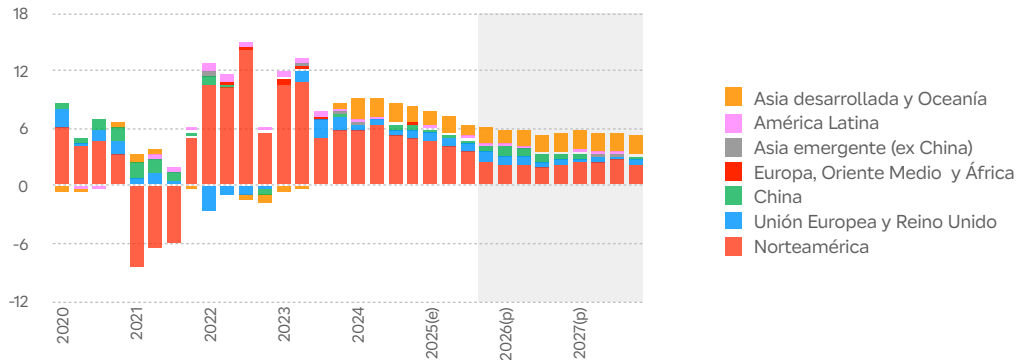
Al examinar la contribución regional al crecimiento global de las primas de seguros del segmento de No Vida para el período 2024-2025, se aprecia que el impulso del mercado continúa concentrado en un conjunto limitado de economías, aunque con un reparto más uniforme que en años recientes (véase la Gráfica 2.1.1-d). La región de Norteamérica se mantiene como el principal motor de expansión mundial en este segmento, aportando en promedio alrededor de 4,6 pp, con un perfil relativamente estable a lo largo del período previsto. En segunda posición aparece Asia desarrollada y Oceanía, cuya contribución se sitúa cerca de 1,6 pp. La Unión Europea y Reino Unido ofrecen una aportación más moderada, en el entorno de 0,8

**Gráfica 2.1.1-c**  
Global: contribución al crecimiento de las primas Vida por regiones económicas  
(crecimiento nominal anual en USD, puntos porcentuales)



Fuente: Mapfre Economics

**Gráfica 2.1.1-d**  
**Global: contribución al crecimiento de las primas No Vida por regiones económicas**  
 (crecimiento nominal anual en USD, puntos porcentuales)



Fuente: Mapfre Economics

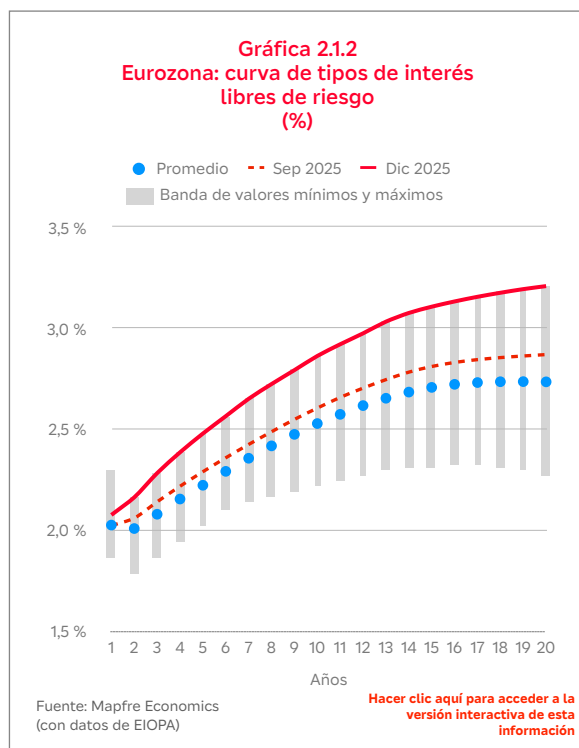
pp, manteniendo un crecimiento sostenido, aunque sin grandes oscilaciones. Entre las regiones con menor peso relativo, estarían China, con 0,5 pp al cierre del 2025, y otras regiones con unas aportaciones menores serían: América Latina, con 0,2 pp, y Asia emergente (ex China) y la región de Europa (ex UE), Oriente Medio y África con aportaciones en torno a 0,1 pp. Todas estas cifras describen un escenario en el que Norteamérica ha tenido una posición dominante en el crecimiento del segmento No Vida, muy por encima del resto de regiones.

En síntesis, el período 2026-2027 configura un escenario de crecimiento asegurador sostenido, apoyado en la relativa normalización macroeconómica global y en la progresiva convergencia hacia tasas de inflación compatibles con la estabilidad técnica del sector. El segmento de los seguros de Vida se verá favorecido por la mejora de los ingresos reales y por unos tipos de interés que, aunque moderándose, seguirán respaldando la rentabilidad de los productos de ahorro. En el segmento de los seguros de No Vida, por su parte, se aprecia cómo Norteamérica reduce su protagonismo, mientras que la región de Asia Desarrollada y Oceanía van tomando una posición más relevante. En suma, la expansión de la actividad aseguradora continuará impulsada por la resiliencia de la actividad económica en mercados emergentes, y por la estabilización de los costes siniestros. En conjunto, el entorno económico parece reforzar la recuperación estructural del mercado asegurador global.

## 2.1.2 Eurozona

En la Eurozona, a pesar de la situación general de bajo crecimiento económico que afecta a sus mayores economías (Alemania, Francia e Italia), las previsiones mejoran ligeramente para 2026 y, en mayor medida en 2027, con Alemania y Francia acelerando, llevando a un crecimiento económico agregado del 1,2% en 2026 (1,3% en 2025) y del 1,4% en 2027, en un entorno de neutralidad de la política monetaria, con la inflación controlada y el impulso fiscal derivado del incremento en el gasto en infraestructura y defensa, entorno que continuará apoyando a la actividad aseguradora a nivel regional.

La inflación se situó en el 1,9% en el mes de diciembre, dejando la inflación media de 2025 en el 2,1%, llevando al Banco Central Europeo (BCE) a mantener los tipos de interés de la política monetaria inalterados desde el mes de junio de 2025, tras ocho bajadas desde el mes de junio del año previo, dejando en el 2,00% la facilidad de depósito, el 2,15% las operaciones principales de financiación y el 2,40% la facilidad marginal de crédito. Sin embargo, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de mercado<sup>4</sup> al cierre del mes de diciembre producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) se aprecia una elevación de los tipos de interés en todos sus tramos, aumentando de forma progresiva en mayor medida para los vencimientos con mayor duración, en línea con los mensajes de expansión



fiscal de sus principales economías, anunciando un mayor gasto en infraestructura y defensa (véase la Gráfica 2.1.2). Ello ha venido a elevar el coste de financiación a medio y largo plazo, teniendo en cuenta que, excepto en Alemania, los ratios de deuda respecto al PIB y los déficits fiscales se sitúan en niveles altos en la mayor parte de las economías de la Eurozona, particularmente en Francia. Esta situación ha venido a incrementar la pendiente positiva en todos los tramos de la curva, con unos tipos de mercado libres de riesgo mayores en los plazos más largos, por encima de las previsiones de inflación, marcando máximos anuales al cierre de 2025 en todos los vencimientos, excepto en el tramo corto de la curva de tipos de interés.

Este contexto económico de mayor crecimiento y una curva de tipos de interés libres de riesgo que ofrece una prima por plazo positiva, con niveles por encima de las expectativas de inflación en los tramos más largos de la curva, continuará apoyando la actividad aseguradora tanto en los seguros de No Vida como en los seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de mayores duraciones, favorecidos por esa prima por plazo positiva, manteniéndose buenas perspectivas en cuanto a la rentabilidad del sector asegurador, apoyada por los rendimientos financieros de sus carteras de

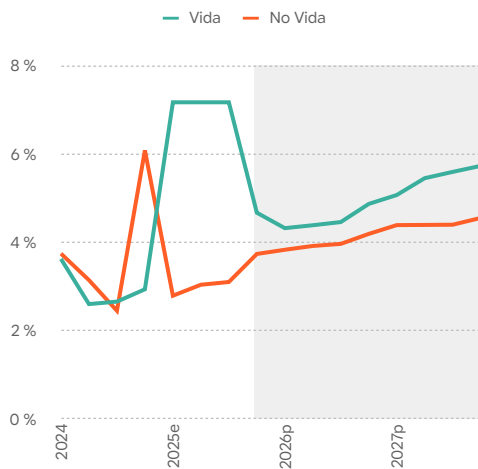
inversiones. Por otro lado, el Euro Stoxx 50 tuvo un buen comportamiento, en línea con los principales índices de los Estados Unidos, con una revalorización, en 2025, del 17,9% (8,5% en 2024), lo que puede seguir estimulando la actividad de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, para aquellos tomadores de seguros con una menor aversión al riesgo, que se pueden beneficiar también de unos niveles de los tipos de interés de la renta fija superiores a las expectativas de inflación en los tramos más largos de la curva.

### 2.1.3 Alemania

Las previsiones macroeconómicas en los próximos dos años para Alemania mejoran, a medida que se materialice el impulso fiscal por la expansión de los gastos en infraestructura y defensa. Así, se prevé una aceleración en el crecimiento económico hasta 1,0% en 2026 (0,3% en 2025) y en 2027, año en el que se estima que el crecimiento del PIB alcanzaría el 1,5%. La tasa de inflación ha venido descendiendo a lo largo de la primera mitad del año, hasta el 1,8% interanual en el mes de diciembre de 2025 (dejando una inflación media anual en el 2,2%, frente al 2,3% de 2024). Este contexto económico apoyará el desarrollo de su actividad aseguradora con una previsión de crecimiento para las primas de No Vida del sector asegurador, en 2026, que se revisan al alza y podría situarse en el 4,2%, y algo mayor en 2027, en línea con la aceleración económica, para situarse en el 4,5% (véase la Gráfica 2.1.3), con buenas perspectivas en cuanto a su rentabilidad, con una inflación moderada y apoyada en el rendimiento de las carteras de inversiones.

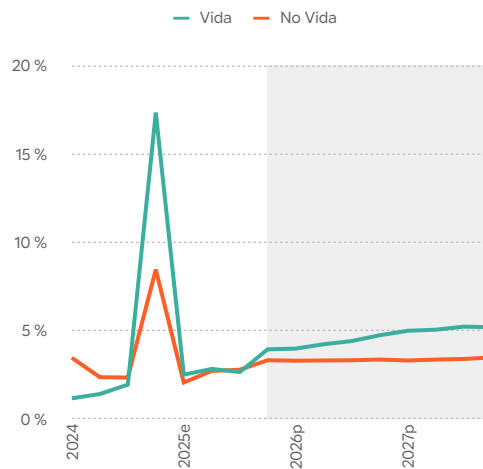
En cuanto a la actividad de los seguros de Vida, además de las previsiones de aceleración económica, el entorno de tipos de interés seguirá estimulando este negocio, con una curva de rentabilidad del bono soberano alemán que presenta una pendiente positiva, ofreciendo una prima por plazo que permite incorporar garantías de tipos de interés por encima de la inflación en los tramos más largos de la curva. Por otro lado, el DAX alemán ha tenido un buen comportamiento, con una revalorización del 22,3% en 2025 (18,7% en 2024), lo que sigue siendo un entorno propicio para el desarrollo de los productos de seguros de Vida vinculados al ahorro y la inversión, estos últimos para aquellos tomadores de se-

**Gráfica 2.1.3**  
Alemania: crecimiento nominal de las primas  
(crecimiento nominal anual en euros, %)



Fuente: Mapfre Economics

**Gráfica 2.1.4**  
Italia: crecimiento nominal de las primas  
(crecimiento nominal anual en euros, %)



Fuente: Mapfre Economics

guros con una menor aversión al riesgo, lo que se traduce en unas mejores previsiones de crecimiento también para las primas de Vida del sector asegurador alemán en 2026, hasta el 4,9% en 2026 y el 5,7% en 2027, con buenas perspectivas en cuanto a su rentabilidad, con la ayuda del rendimiento financiero de las carteras de inversiones.

## 2.1.4 Italia

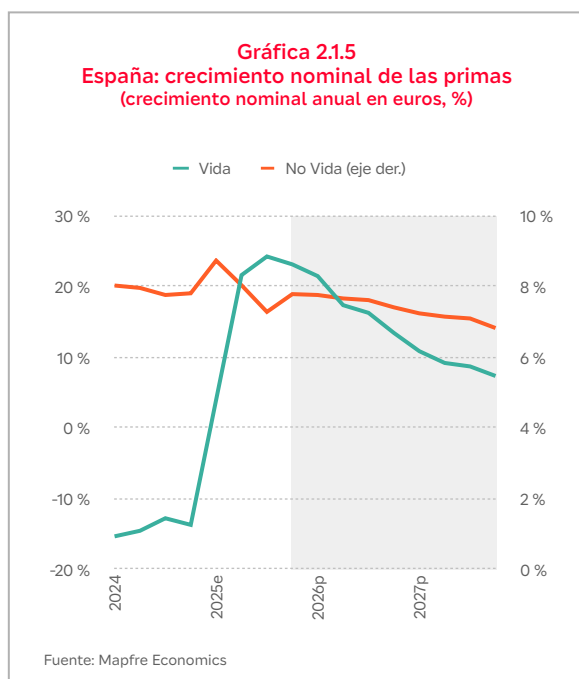
En el caso de Italia, las previsiones continúan apuntando a una situación de bajo crecimiento económico, del 0,7% en 2026 (0,7% en 2025), y 0,8% en 2027, lo que supone una aceleración apenas marginal. La inflación continúa sustancialmente por debajo del objetivo del BCE para el conjunto de la Eurozona (2%), marcando un 1,2% interanual en diciembre, quedando la inflación media de 2025 en el 1,5%. En este entorno de bajo crecimiento económico e inflación, las previsiones apuntan a crecimientos moderados del 3,3% en 2026 y el 3,4% en 2027, respectivamente, para las primas de los seguros de No Vida (véase la Gráfica 2.1.4).

Por otro lado, en cuanto al entorno de tipos de interés para los seguros de Vida, la curva de deuda soberana italiana presenta una pendiente positiva en todos sus tramos, lo que permite ofrecer rentabilidades en los productos de Vida ahorro a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto plazo (prima por plazo positiva),

notablemente superiores a la inflación, favoreciendo la actividad de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales con mayores duraciones. Por otro lado, el principal índice de renta variable italiano (FTSE MIB) tuvo una importante revalorización en 2025, del 30,7% (12,0% en 2024). Este comportamiento de la renta variable, junto con las altas rentabilidades ofrecidas por la renta fija soberana son, asimismo, un estímulo para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, para aquellos tomadores con una menor aversión al riesgo, muy comunes en este mercado. En este contexto, mejoran las estimaciones para las primas de los seguros de Vida que podrían crecer un 4,7% en 2026 y un 5,2% en 2027.

## 2.1.5 España

Las previsiones para España anticipan un crecimiento del 2,2% en 2026 (2,8% en 2025) y del 1,9% en 2027. Ello supone una desaceleración menor que en las estimaciones previas, debido en gran medida a un consumo privado, algo menos dinámico, y crecimientos del PIB que continúan en cualquier caso por encima de las previsiones promedio de la Eurozona. En este contexto, se revisan al alza los crecimientos estimados para las primas de seguros No Vida del mercado español, hasta el 7,4% en 2026 (7,8% en 2025), y un crecimiento algo menor en 2027, hasta el 6,8%, por encima en ambos casos de la inflación prevista del 2,1% y 2,0%, respecti-



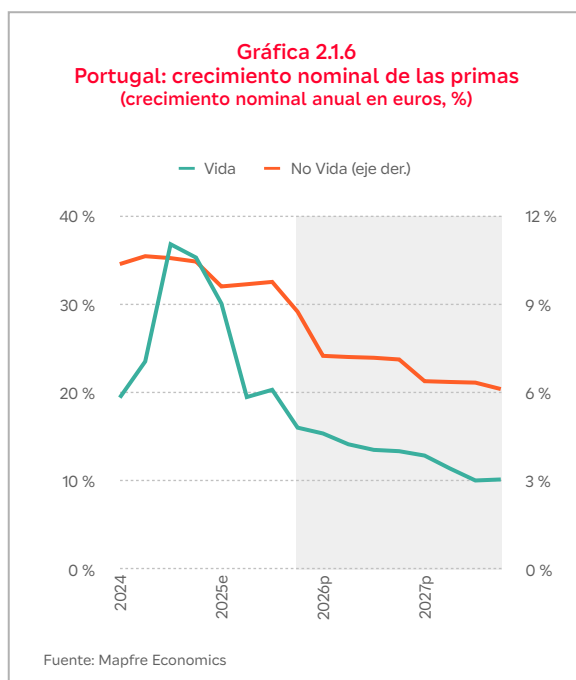
vamente, y con buenas perspectivas en cuanto a su rentabilidad por la moderación de la inflación y el apoyo del rendimiento financiero de las carteras de inversiones (véase la Gráfica 2.1.5).

En cuanto al entorno de tipos de interés, la curva de tipos de la deuda soberana española presenta una pendiente positiva en todos sus tramos, ofreciendo rentabilidades por encima de las previsiones de inflación en prácticamente toda la curva, excepto en los tramos más cortos. Ello, unido a rendimientos superiores ofrecidos por otros bonos de gobierno europeos como la deuda soberana francesa e italiana, que vienen a descontar actualmente un riesgo mayor que la de países como España o Portugal, seguirán estimulando la actividad de los seguros de Vida, particularmente a los seguros de ahorro, los cuales han tenido un comportamiento excepcional en 2025, al crecer un 26,76% (-17,0% en 2024), especialmente los de mayor duración, que, junto al crecimiento de los seguros de Vida riesgo del 7,45% (4,8% en 2024), resultaron en un crecimiento agregado de los seguros de Vida en 2025 del 23,17%, por encima de lo previsto y buenas perspectivas, revisándose las previsiones al alza para 2026, hasta 13,5%, y un crecimiento más moderado en 2027 del 7,4%.

## 2.1.6 Portugal

En Portugal, se revisan ligeramente las previsiones macroeconómicas, las cuales apuntan a un crecimiento del PIB del 2,0% en 2026 (1,9% en el año previo), y una ligera desaceleración hasta el 1,8% en 2027. Se trata de crecimientos moderados, pero por encima de las grandes economías de la Eurozona. En este contexto, se prevé que la actividad aseguradora continuará con su buen comportamiento, con un crecimiento de las primas de los seguros de No Vida previsto del 7,1% en 2026, y una ligera desaceleración en 2027 hasta el 6,1% (véase la Gráfica 2.1.6). La inflación, por su parte, se situó en el 2,2% interanual en el mes de diciembre, dejando el promedio anual de 2025 en el 2,3%, por encima del objetivo del BCE, aunque las previsiones apuntan a que seguirá moderándose, con una inflación media prevista en 2026 y 2027 del 2,0%.

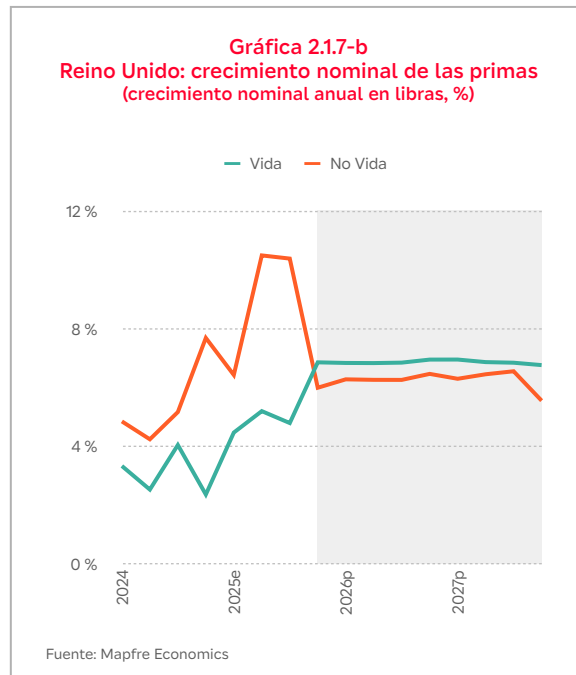
En cuanto a los seguros de Vida, la curva de tipos de interés de la deuda soberana portuguesa continúa mostrando un comportamiento similar al bono soberano español, con una pendiente positiva en todos sus tramos y tipos a medio y largo plazo por encima de la inflación (prima por plazo positiva). Lo anterior, junto a los rendimientos superiores ofrecidos por la deuda soberana francesa e italiana, continúa generando un entorno



especialmente propicio para el desarrollo de la actividad aseguradora vinculada al ahorro, estimándose que las primas de los seguros de Vida puedan crecer en torno al 13,4% en 2026 y 10,2% en 2027.

### 2.1.7 Reino Unido

En el Reino Unido, se mantienen las previsiones de crecimiento económico del 1,2% en 2026, frente al 1,4% de 2025 (por encima de las expectativas), estimado una ligera aceleración en 2027 hasta el 1,4%. La inflación, por su parte, no termina de ceder, situándose en el 3,4% interanual en el mes de diciembre, estimándose que seguirá una senda de moderación en los próximos dos años, hasta el 2,5% y el 2,3% en promedio en 2026 y 2027, respectivamente (frente a una inflación media del 3,3% de 2025). Este entorno de mayor crecimiento económico lleva a revisar las previsiones de crecimiento de las primas de seguros de No Vida al alza, hasta el 6,5% en 2026 y 5,5% en 2027. El entorno de inflación más moderado llevó al Banco de Inglaterra a reducir los tipos de interés de política monetaria hasta el 3,75% en su reunión de diciembre de 2025, todavía en terreno restrictivo. En la curva de tipos de interés libres de riesgo producida por EIOPA del cierre del mes de junio (véase la Gráfica 2.1.7-a), se aprecia una nueva relajación en los tipos de

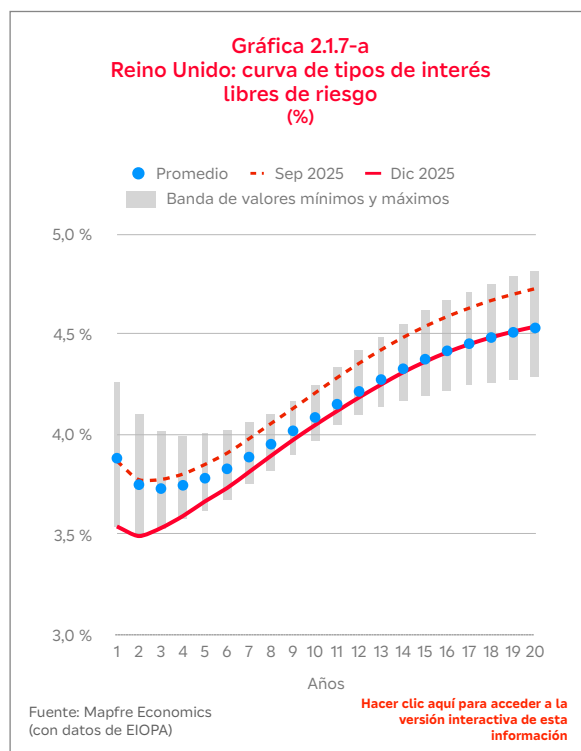


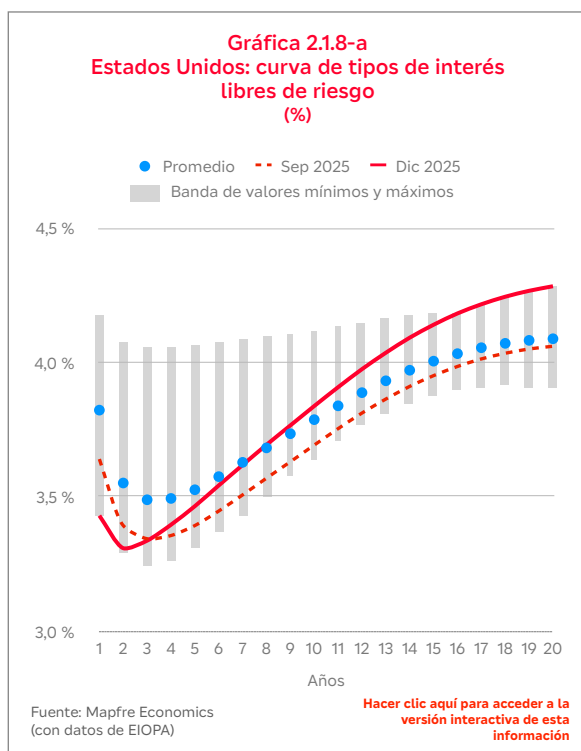
interés de mercado en todos los tramos de la curva que presenta una pronunciada pendiente positiva a excepción solo de su tramo más corto.

Por otro lado, el principal índice de renta variable del Reino Unido (el FTSE 100 de Londres) experimentó un crecimiento del 20,2% en 2025 (5,8% en 2024). Este crecimiento de la renta variable, extensivo a otros índices internacionales, junto con las altas rentabilidades ofrecidas por la renta fija soberana de mayor duración son, de igual forma, un estímulo para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, para aquellos tomadores con una menor aversión al riesgo, de mucha difusión en este mercado. Así, el crecimiento estimado de los seguros de Vida, en 2026, se revisa al alza hasta el 6,9%, esperando que la situación favorable se mantenga similar con un crecimiento en 2027 del 6,8% (véase la Gráfica 2.1.7-b).

### 2.1.8 Estados Unidos

En los Estados Unidos, las estimaciones indican que la economía sigue resistiendo bien la incertidumbre geoeconómica generada por su política arancelaria y el entorno geopolítico, con un crecimiento del PIB previsto del 2,2% en 2026 (2,1% en 2025), crecimientos revisados al alza, y una ligera desaceleración en 2027, hasta el 1,9%. La inflación, por su parte, se estima que seguirá moderándose, manteniéndose



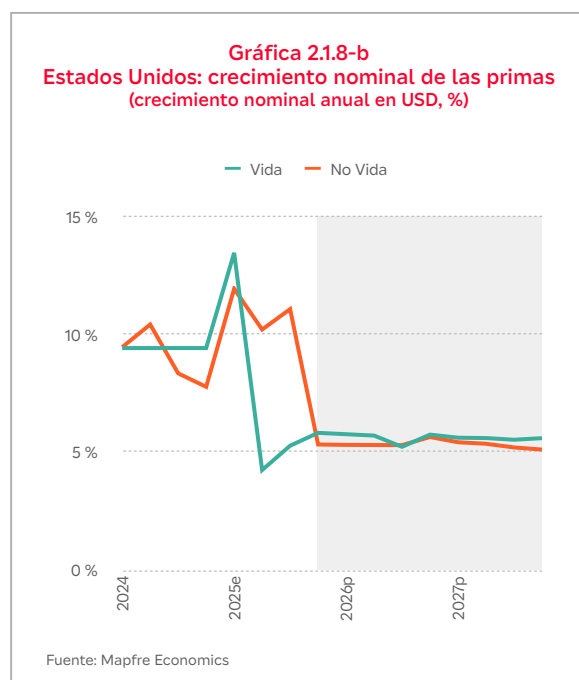


dose, sin embargo, en niveles por encima del objetivo de la Reserva Federal, con una inflación media estimada en 2026 del 2,5% (2,7% en 2025), y la demanda interna (consumo e inversión) como principal motor de crecimiento, el cual seguirá apoyando el desarrollo de la actividad aseguradora. Así, se estima un crecimiento de las primas de seguros, en 2026, del 5,6% para el segmento de No Vida, revisándose al alza, y del 5,1%, en 2027, en línea con la desaceleración económica prevista, aunque manteniéndose las buenas perspectivas en cuanto a su rentabilidad, con la ayuda de una inflación controlada y los rendimientos financieros de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras.

La moderación de la inflación y algunos síntomas de menor dinamismo en el mercado laboral han llevado a la Reserva Federal a reducir los tipos de interés de política monetaria en tres ocasiones a partir del mes de septiembre de 2025, dejándolos en un rango entre el 3,5% y el 3,75% (desde el 4,25% y el 4,5%) al cierre del año, niveles todavía en territorio restrictivo. Sin embargo, en la curva de tipos de interés libre de riesgo de mercado del mes de diciembre producida por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8-a) se observa un repunte significativo en los niveles de los tipos de interés en todos los tramos de la curva, excepto en los tramos

más cortos (con una pendiente negativa en vencimientos hasta dos años), reflejando una mayor presión en los tipos de interés a pagar por la deuda de los Estados Unidos, tanto mayor cuanto más se alargan los vencimientos, ante las expectativas de elevados déficit fiscales y los recortes tributarios previstos junto con los altos niveles relativos de deuda respecto a su PIB.

El entorno de intereses reales positivos (tipos de interés por encima de la inflación observada), en mayor medida en los plazos más largos de la curva, continúa siendo un entorno adecuado que favorece la actividad aseguradora de los seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de mayores duraciones. En cuanto a los activos de mayor riesgo, los principales índices de renta variable de los Estados Unidos volvieron a tener importantes revalorizaciones, del 20,2% en 2025 en el índice Nasdaq Composite (30,8% en 2024), y del 16,6% en 2025 en el S&P500 (24,0% en 2024); porcentajes parecidos a los de los índices de renta variable europeos de mayor capitalización, como el Euro Stoxx 50 (17,9% en 2025) o el DAX alemán (22,3% en 2025). Este contexto económico y financiero continúa estimulando el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, para aquellos tomadores de seguros con una menor aversión al riesgo, los cuales pueden beneficiarse también de los altos tipos



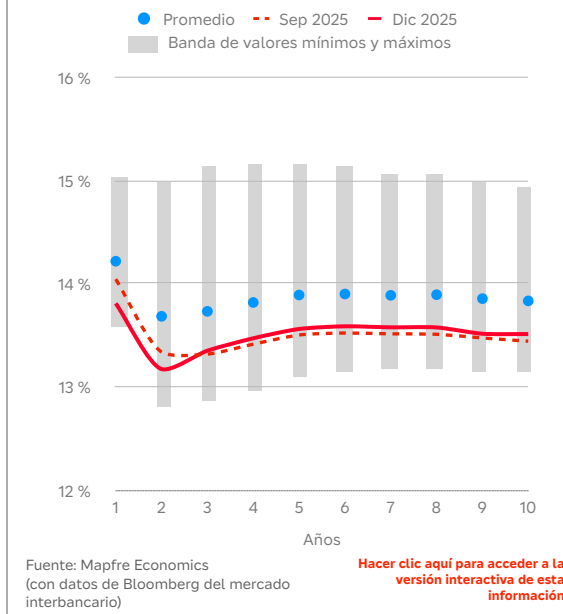
de interés de la renta fija, especialmente de los de mayor duración, como el bono del Tesoro estadounidense. En este entorno, se estima que las primas de los seguros de Vida en el mercado de los Estados Unidos podrían crecer el 5,7% en 2026 y el 5,6% en 2027 (véase la Gráfica 2.1.8-b).

### 2.1.9 Brasil

En general, se mantienen las previsiones para la economía brasileña, con un crecimiento del PIB del 1,6% en 2026 (2,2% en 2025), situación de desaceleración económica que mejoraría ligeramente hacia 2027, con un crecimiento previsto del 1,8%. El entorno económico viene marcado por una política monetaria implementada por el banco central brasileño fuertemente restrictiva para controlar la inflación, en un contexto de políticas fiscales con déficits presupuestarios elevados, que actúa en sentido contrario. En este entorno económico, el crecimiento estimado para la actividad aseguradora sería del 7,1%, en 2026, para las primas de los seguros de No Vida, con una ligera revisión a la baja, esperándose una ligera desaceleración en 2027 hasta el 6,9%, por encima en ambos casos de las previsiones de inflación media del 4,2% y 3,8%, respectivamente. Por otro lado, la inflación más moderada y el alto rendimiento financiero de las carteras de inversión seguirán incidiendo favorablemente en la rentabilidad del sector asegurador de ese país.

La política monetaria restrictiva del Banco Central de Brasil ha llevado a la inflación a moderarse en los últimos meses, marcando un 4,26% interanual en el mes de diciembre de 2025 (por debajo todavía del objetivo de política monetaria del 4,5%), lo que previsiblemente llevará a esta institución a recortes en el tipo de interés de referencia, que ha mantenido en el 15% desde el mes de junio de 2025. Las estimaciones apuntan a una inflación controlada en los próximos dos años, dentro del objetivo del banco central. En las curvas de tipos de interés de mercado de menor riesgo, tomando como referencia los tipos del mercado interbancario (sin ajustes por riesgo de crédito), correspondientes al cierre del mes de diciembre, se observa una cierta estabilidad en todos los tramos de la curva, la cual presenta una pendiente negativa en vencimientos hasta dos años, con niveles

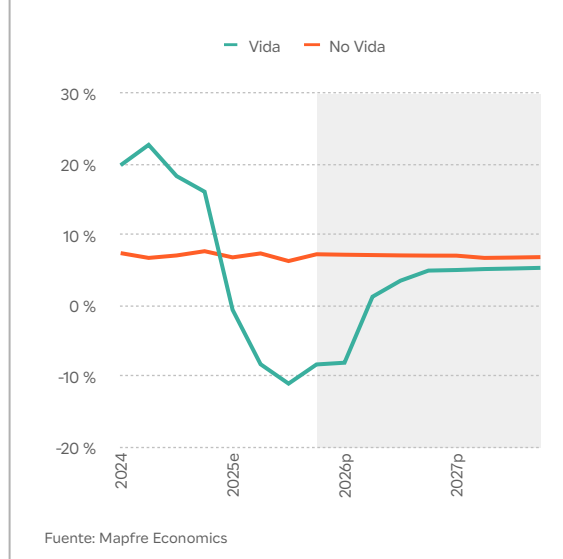
**Gráfica 2.1.9-a**  
Brasil: curva de tipos de interés  
libres de riesgo  
(%)



por debajo del tipo de referencia de la política monetaria actual (véase la Gráfica 2.1.9-a).

Este entorno de tipos de interés sigue siendo adecuado para los productos de seguros de Vida ahorro (del tipo VGBL y PGBL) y rentas vitalicias. Este tipo de productos de seguros pueden seguir ofreciendo rentabilidades signi-

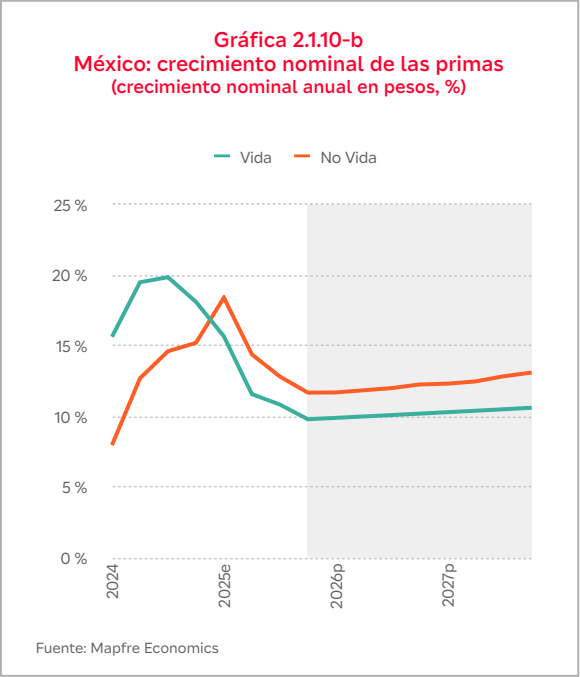
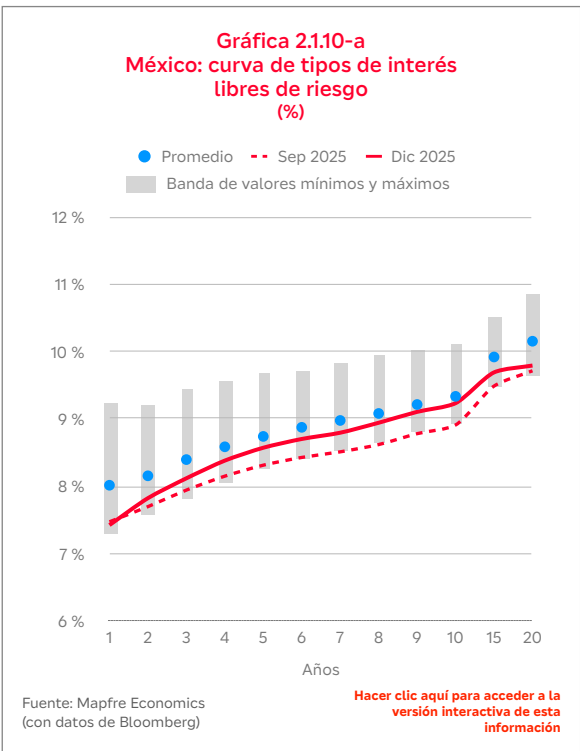
**Gráfica 2.1.9-b**  
Brasil: crecimiento nominal de las primas  
(crecimiento nominal anual en reales, %)



ficativamente superiores a los últimos datos de inflación, aprovechando el alto nivel de los tipos a corto plazo, si bien la desaceleración económica prevista hace revisar ligeramente a la baja las previsiones, estimándose que las primas de los seguros de Vida podrían crecer un 5,0% en 2026, y un crecimiento algo mayor del 5,4% en 2027 (véase la Gráfica 2.1.9-b).

### 2.1.10 México

En el caso de México, las previsiones anticipan una relativa recuperación del crecimiento económico en 2026, hasta el 1,4% (0,7% en 2025), que seguiría mejorando en 2027, con un crecimiento del PIB previsto del 2,0%, apoyado en el consumo privado y la recuperación gradual de la inversión (que viene sufriendo por la elevada incertidumbre geopolítica), en un entorno de inflación controlada y condiciones de financiación menos endurecidas. Este contexto económico previsto dibuja un panorama de crecimiento saludable para la actividad aseguradora, cuyas primas de seguros No Vida se estima crecerán un 12,3% en 2026, y en 2027 hasta el 13,1%, sustancialmente por encima de la inflación prevista, que se ha moderado, lo que también puede influir de forma positiva en la rentabilidad del sector asegurador, con la ayuda de los ingresos financieros de las



carteras de inversión de las entidades aseguradoras.

Por lo que toca al entorno de tipos de interés, la tasa de inflación se encuentra dentro del rango objetivo del Banco de México (entre el 2% y el 4%), lo que ha permitido a esta institución continuar con la senda de relajación de su política monetaria, todavía restrictiva, reduciendo los tipos de interés en su reunión de diciembre de 2025 hasta el 7,0%, octava bajada consecutiva del año. En la curva de tipos de interés libres de riesgo (véase la Gráfica 2.1.10-a), se observa una cierta estabilidad, ligeramente por debajo de la media de 2025 en los distintos vencimientos y una pendiente positiva en todos sus tramos, ofreciendo con ello rentabilidades por encima de las previsiones de inflación. Ello se traduce en tipos de interés reales positivos y primas por plazo sustanciales en todos los tramos de la curva, con tipos nominales significativamente superiores a las previsiones de inflación que se anticipa del 3,7% en 2026 y del 3,6% en 2027.

Se mantiene, por tanto, un entorno de tipos de interés y de crecimiento económico propicio para la actividad aseguradora de los seguros de Vida vinculados al ahorro y de rentas vitalicias, al permitir ofrecer tipos de interés con garantías superiores a la inflación en todos los plazos, en mayor medida en los productos de más duración. En este contexto, mejoran las

expectativas de crecimiento de las primas de los seguros de Vida en el mercado mexicano, hasta el 10,2% en 2026 y el 10,6% en 2027 (véase la Gráfica 2.1.10-b).

### 2.1.11 Argentina

Las previsiones macroeconómicas para Argentina en 2026 apuntan a un crecimiento económico del 3,2% (4,3% en 2025) y el 2,9% en 2027. Aunque de forma menos pronunciada, la tasa de inflación continúa en su senda descendente, hasta el 31,5% interanual en el mes de diciembre, frente a una inflación media anual en 2025 del 44,5% (219,9% en 2024), gracias a las medidas fiscales y monetarias adoptadas que dibujan un escenario de desaceleración económica, pero con crecimiento, superando la situación de recesión vivida en los años previos.

Se trata de un contexto económico que puede favorecer la actividad aseguradora en este mercado, con un crecimiento estimado para las primas de seguros de No Vida del 36,2%, en 2026, desacelerando su crecimiento en 2027 hasta el 26,7% en términos nominales, teniendo en cuenta las estimaciones de inflación media del 29,0% en 2026 y del 21,0% en 2027, lo cual implicaría crecimientos reales positivos para el sector asegurador argentino en esos años (véase la Gráfica 2.1.11). En cuanto a los tipos de interés, el Banco Central de la República Argentina ha mantenido el tipo de referencia en

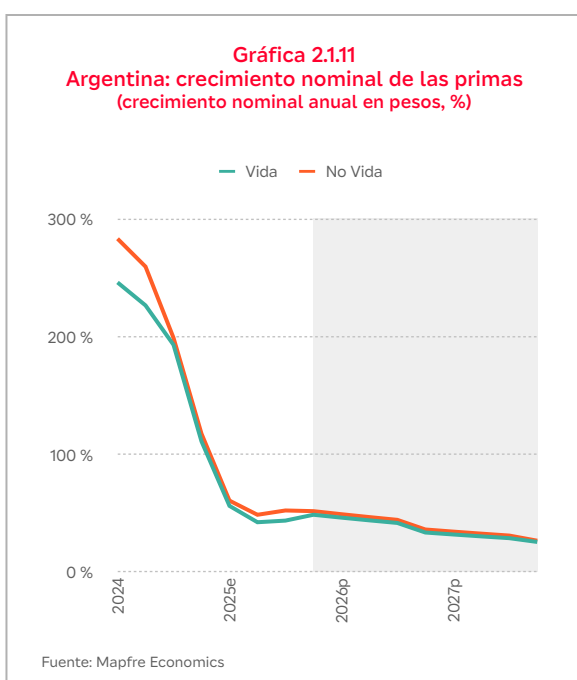
el 29% en 2025. Con ello, se sitúa por encima de los últimos datos de inflación, lo que, unido a las previsiones de crecimiento económico, mejora el panorama para los seguros de Vida vinculados al ahorro y a la inversión, estimándose un crecimiento nominal para las primas de seguros de Vida en 2026 del 33,6% y del 25,7% en 2027.

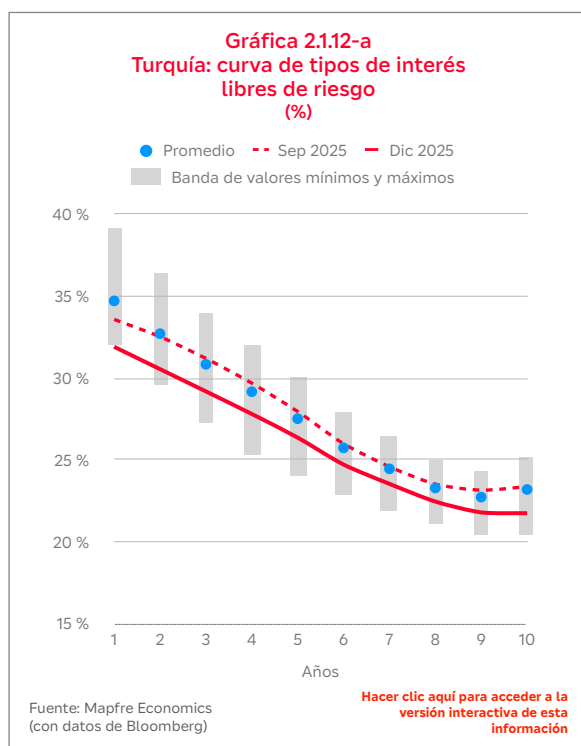
### 2.1.12 Turquía

En Turquía, las previsiones apuntan a un crecimiento del PIB del 3,1%, en 2026, lo que supone una ligera desaceleración económica, tras un año 2025 con un crecimiento de 3,7%, y una aceleración en 2027 que llevaría el crecimiento económico al 3,5%. Las altas tasas de inflación han vuelto a su senda progresiva de reducción, situándose en el 30,89% interanual en el mes de diciembre de 2025 (quedando la inflación media de 2025 en el 35,2%). El entorno de crecimiento económico y la lenta, pero progresiva, moderación de la inflación seguirán favoreciendo a la actividad aseguradora, apuntando a un crecimiento estimado de las primas de seguros de No Vida del 26,7% en 2026 y 23,3% en 2027. Ello se traduce en crecimientos reales positivos, considerando las previsiones de inflación media del 24,8% y 20,5%, respectivamente, para estos dos años. Por otra parte, una inflación más controlada puede ayudar a mantener la rentabilidad del sector asegurador de ese país, con la ayuda de la rentabilidad financiera de las carteras de inversión.

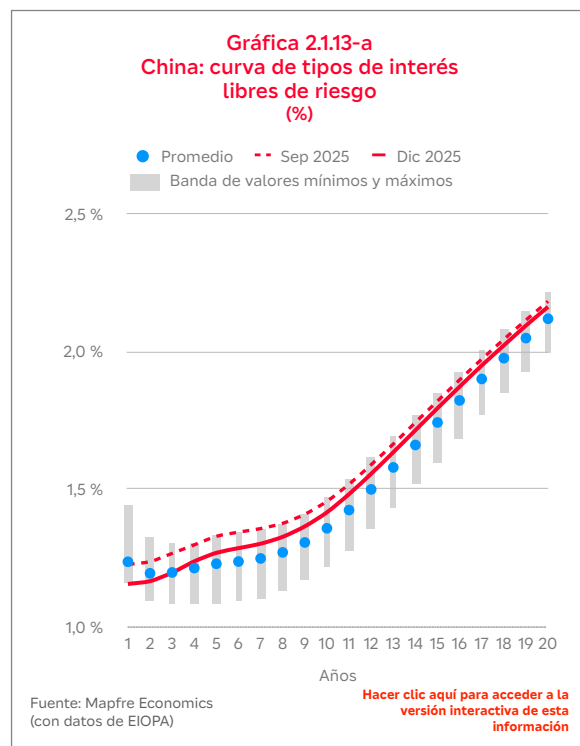
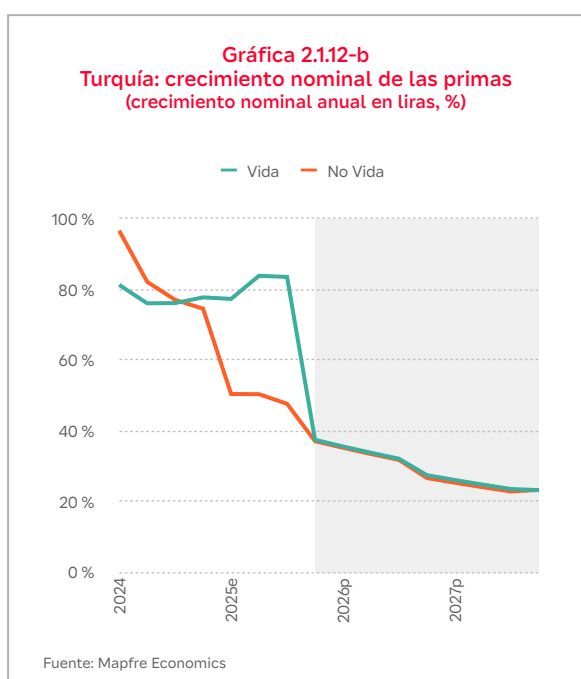
Respecto a los tipos de interés, desde el mes de julio de 2025, el banco central turco comenzó a relajar su fuertemente restrictiva política monetaria, con cuatro bajadas de los tipos de interés hasta el 38,0% (desde el 46,0%) y una adicional en 2026, dejándolos en el 37,0% en su reunión de enero, por encima de los últimos datos de inflación observados. En las curvas de tipos de interés de riesgo soberano se sigue apreciando una ligera caída en los tipos de interés libres de riesgo de mercado en el mes de diciembre, quedando por debajo de los valores medios del año, persistiendo su pendiente marcadamente negativa (véase la Gráfica 2.1.12-a).

Este complejo contexto de tipos reales de interés seguirá planteando un reto para el desarrollo de la actividad de los seguros de Vida ahorro, en la medida en la que desincentiva a los produc-





tos de mayor duración, siendo más adecuado para productos que ofrezcan intereses garantizados a plazos cortos y revisión del tipo garantizado en cada vencimiento. En este contexto, las estimaciones apuntan a unos crecimientos de las primas nominales de los seguros de Vida del 27,5% y del 23,2% en 2026 y 2027, respectivamente (véase la Gráfica 2.112-b).

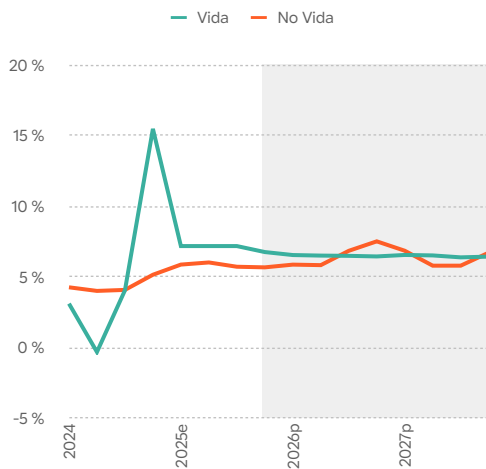


## 2.1.13 China

Las previsiones de crecimiento para la economía china en 2026 se sitúan en el 4,5% (5,0% en 2025) y en el 4,4% en 2027, lo cual supone una relativa desaceleración económica. En cualquier caso, esta dinámica se halla por encima de la que presentan las economías desarrolladas, apoyada en el consumo privado y en los impulsos fiscal y monetario implementados por las autoridades chinas para estimular la economía. En este entorno, se estima un crecimiento de las primas de seguros de No Vida del 7,5% en 2026 y del 6,7% en 2027

Por otro lado, la inflación en China ha repuntado ligeramente en el último trimestre, marcando un 0,8% interanual en el mes de diciembre, con seis meses de datos interanuales en territorio deflacionario durante el año, dejando la media del año 2025 en 0,1%. En este entorno, el banco central, en su reunión de enero, decidió mantener una política monetaria acomodaticia, con sus dos tipos de interés de política monetaria de referencia en el 3,0%, para el tipo a un año, y el 3,5%, para el tipo a cinco años (referencia habitual para el crédito hipotecario), y planteándose la posibilidad de implementar alguna bajada adicional para sectores específicos que se decida estimular. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por

**Gráfica 2.113-b**  
**China: crecimiento nominal de las primas**  
 (crecimiento nominal anual en renminbi, %)



Fuente: Mapfre Economics

EIOPA (véase la Gráfica 2.113-a), se observa que los tipos de interés libres de riesgo de mercado en el mes de diciembre prácticamente se mantienen a lo largo de toda la curva, con solo una ligera caída.

Este contexto de crecimiento económico y de tipos de interés sigue siendo propicio para el desarrollo de la actividad de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias con niveles de tipos de interés a largo plazo sustancialmente por encima de los tipos a corto plazo en los tramos largos de la curva, lo que ofrece una prima por plazo positiva y una rentabilidad superior a las tasas de inflación. Con ello, se estima que el crecimiento de las primas de seguros de Vida en ese mercado podría situarse en el entorno del 6,4% en 2026 y 2027 (véase la Gráfica 2.113-b).

## 2.1.14 Japón

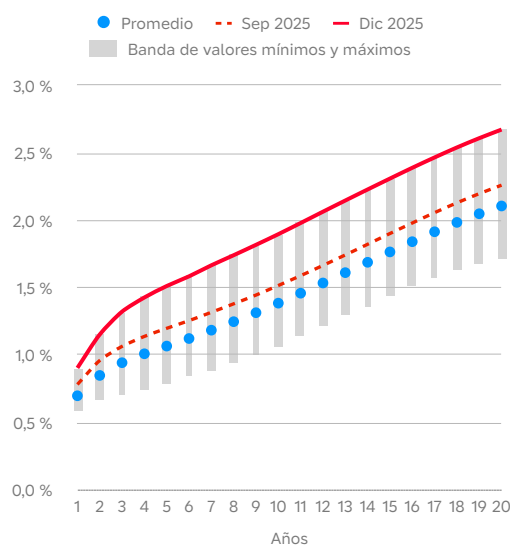
En Japón, las previsiones macroeconómicas apuntan a un bajo crecimiento económico, del 0,7% en 2026, lo que supone una desaceleración, tras un año 2025 con un crecimiento de 1,2%, por encima de lo previsto. Esta situación de debilidad económica que se mantendría en 2027, con un crecimiento estimado del 0,7%. La inflación interanual en el mes de diciembre fue del 2,1%, lo que deja la inflación media de 2025 en el 3,2%, tras el máximo marcado en el mes de enero del 4,0%. Este entorno de

desaceleración en el crecimiento económico se trasladará previsiblemente a la actividad aseguradora del segmento de los seguros de No Vida de ese país, estimándose un crecimiento de las primas, en 2026, del 3,4%, y del 3,3% en 2027; crecimientos débiles en términos reales, con una tasa de inflación bajo control (aunque con cierta incertidumbre por la alta volatilidad del tipo de cambio de su moneda), lo que puede influir de forma positiva en su rentabilidad con la ayuda adicional del rendimiento financiero de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras.

En cuanto a los tipos de interés, la persistencia de la inflación durante 2025 motivó que el Banco de Japón decidiese aumentar el tipo de interés de política monetaria en su reunión de diciembre de 2025, hasta el 0,75%, el cual ha mantenido sin cambios en su reunión de enero de 2026. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA, al cierre del mes de diciembre de 2025 (véase la Gráfica 2.114-a), se puede observar un fuerte repunte en todos los tramos de la curva de tipos de interés libres de riesgo de mercado.

Este entorno de tipos de interés mejora el panorama para el segmento de los seguros de Vida ahorro, al presentar la curva de tipos de

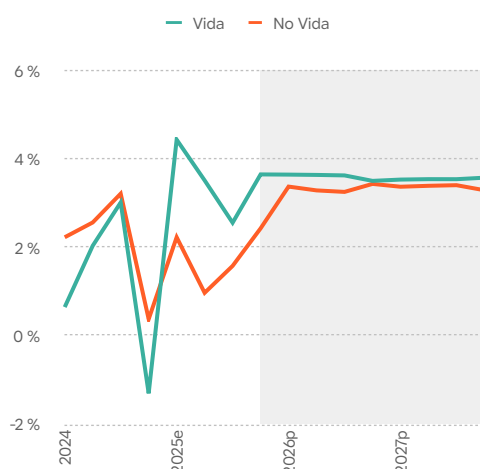
**Gráfica 2.114-a**  
**Japón: curva de tipos de interés**  
**libres de riesgo**  
 (%)



Fuente: Mapfre Economics  
 (con datos de EIOPA)

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

**Gráfica 2.14-b**  
**Japón: crecimiento nominal de las primas**  
 (crecimiento nominal anual en yenes, %)



Fuente: Mapfre Economics

interés una marcada pendiente positiva, con unos tipos en los tramos largos de la curva por encima de la última lectura en los datos de inflación, aunque presenta una pendiente positiva, lo que puede favorecer a los productos de ahorro con garantías a mayores plazos. En este entorno económico y de tipos de interés, se revisan al alza las previsiones, estimándose que las primas de los seguros de Vida en ese mercado podrían crecer un 3,5% y el 3,6% en 2026 y 2027, respectivamente (véase la Gráfica 2.14-b).

### 2.1.15 Mercado de reaseguro

Las pérdidas aseguradas por catástrofes naturales en 2025 se han estimado entre los 107.000 y los 108.000 millones de dólares, superando por sexto año consecutivo los 100.000 millones de dólares, pero con pérdidas menores que en 2024<sup>5</sup>. Debe destacarse la cantidad de eventos extremos que se vieron influenciados por el cambio climático, como las inundaciones, las tormentas convectivas severas y los incendios forestales, los cuales impactan cada vez más en las pérdidas económicas globales, que se estiman serán superiores a los 230.000 millones de dólares en 2025, aunque dicho importe ha sido inferior al promedio de los últimos 10 años. Alrededor de 17.200 personas perdieron la vida a causa de desastres naturales en todo el mundo ese año.

El año 2025 comenzó con una serie de incendios forestales en Los Ángeles, los cuales causaron cuantiosos daños económicos y personales, registrando las mayores pérdidas aseguradas en dicho riesgo, con 40.000 millones de dólares. Este evento, junto con las tormentas convectivas severas que afectaron al centro y sur de Estados Unidos, han hecho que este país haya sido el más afectado por las pérdidas aseguradas por catástrofes naturales a nivel mundial en 2025. El 28 de octubre de 2025, el huracán Melissa (una catastrófica tormenta de categoría 5), causó daños generalizados e inundaciones en República Dominicana, Haití, Jamaica, Cuba y las Islas Turcas y Caicos, donde se reportaron víctimas mortales, incluyendo en su trayectoria Bahamas y Bermudas. Este huracán ha sido el más costoso de 2025, con pérdidas aseguradas estimadas de entre 2.500-3.000 millones de dólares. Por primera vez en diez años, ninguno de los huracanes de la temporada de ciclones tropicales del Atlántico Norte tocó tierra en la costa estadounidense, por lo que se prevé que las pérdidas aseguradas por esta clase de desastre sean menores.

En Europa, las pérdidas económicas y daños asegurados por catástrofes naturales, en 2025, fueron menores que el promedio de 10 años. Los eventos más costosos fueron una ola de frío severa en Turquía y las tormentas de granizo en Francia, Austria y Alemania. En España, 2025 se ha convertido en el peor año de incendios desde que existen registros, con casi 400.000 hectáreas quemadas por la peor oleada de incendios que ha tenido el país. La región de Asia y el Pacífico registró el segundo desastre natural más costoso en términos de pérdidas totales, un terremoto de magnitud 7,7 en Myanmar, de las que solo una pequeña parte estaba asegurada. En Australia, el evento más costoso fue el ciclón tropical Alfred, cuyas pérdidas totalizaron 1.430 millones de dólares australianos, según el Consejo de Seguros de Australia. Aunque Alfred fue un evento ciclónico, las pérdidas se debieron principalmente a lluvias intensas y prolongadas más que a vientos fuertes.

Las opiniones de los expertos<sup>6</sup> revelan que la capacidad del reaseguro disponible en el mercado, impulsada en gran medida por las atractivas rentabilidades, ha dado lugar a una mayor suavización de los precios en las renovaciones

de reaseguro de 1 de enero de 2026, especialmente en los contratos de catástrofe para los ramos de daños (o incendios), aunque se mantienen de forma generalizada los niveles de retención y las condiciones técnicas más que adecuadas de los contratos. Como resultado de la suavización de precios, se espera que las reaseguradoras muestren ratios combinados y retornos sobre el capital más débiles en 2026, pero manteniendo una rentabilidad aún sólida.

## 2.2. Tendencias regulatorias y de supervisión

### 2.2.1 Reforma de Solvencia II

Durante el segundo semestre de 2025, en la Unión Europea se realizaron importantes avances para la reforma del marco normativo de Solvencia II, cuya entrada en vigor está prevista el 29 de enero de 2027, en cumplimiento de las habilitaciones previstas por la Directiva (UE) 2025/2 de 27 de noviembre de 2024, del Parlamento Europeo y del Consejo, que modifica la Directiva Solvencia II y las nuevas normas sobre recuperación y resolución de entidades aseguradoras (IRRDR)<sup>15</sup>. En términos generales, estos avances afectan a la normativa de segundo nivel, incluyendo el Reglamento Delegado de Solvencia II, Normas Técnicas de Regulación (RTS) y Normas Técnicas de Ejecución (ITS), que vienen a definir con mayor nivel de concreción algunas de las medidas relativas a la proporcionalidad, calidad de la supervisión, presentación de información, medidas de garantía a largo plazo, instrumentos macroprudenciales, riesgos de sostenibilidad y la supervisión de grupo y transfronteriza previstas en la Directiva, cuyo plazo de transposición a los ordenamientos jurídicos de los diferentes Estados miembros finaliza el 29 de enero de 2027.

#### Propuesta de modificación del Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de Solvencia II

El 29 de octubre de 2025, la Comisión Europea adoptó formalmente y envió al Parlamento Europeo y al Consejo para su escrutinio el texto del Reglamento Delegado de la Comisión por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de Solvencia II, en lo que respecta a las provisiones técnicas, las medidas de

garantías a largo plazo, los fondos propios, el riesgo de renta variable, el riesgo de diferencial de las posiciones de titulización, otros requisitos de capital de la fórmula estándar, la presentación de información y la divulgación, la proporcionalidad y la solvencia de grupo.

El texto de octubre de 2025 contiene varias calibraciones que, tras un largo debate, quedarían más alineadas con los objetivos de la iniciativa conocida como la Unión del Ahorro e Inversiones:

- Margen de riesgo: reducción del tipo de coste de capital del 6,00% al 4,75%, e introducción de un factor de atenuación dependiente del tiempo para los pasivos a largo plazo.
- Renta variable a largo plazo: simplificación de los criterios para aplicar la carga de riesgo del 22% (en lugar del 39% o 49% estándar) para facilitar la inversión de las aseguradoras en empresas europeas.
- Proporcionalidad: creación de un régimen específico para las empresas pequeñas y no complejas, otorgándoles exenciones automáticas de ciertas cargas de información y gobernanza.
- Sostenibilidad: obligatoriedad de que las aseguradoras realicen análisis de escenarios de cambio climático a largo plazo dentro de su evaluación interna de los riesgos y de solvencia (ORSA).
- Ajuste por volatilidad: refinamiento del cálculo para recompensar mejor la gestión "activa" de activos y pasivos, y reducir el efecto "acantilado" durante períodos de repuntes en la tensión en los mercados financieros.

#### Normas Técnicas de Regulación (RTS) y de Ejecución (ITS)

La Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) publicó tres paquetes de consultas durante el segundo semestre de 2025. La primera, el 14 de julio de 2025<sup>7</sup>, la segunda, el 22 de julio de 2025<sup>8</sup> (esta sobre las normas para los colegios de resolución y los requisitos de información en virtud de la IRRDR), y la tercera, el 9 de octubre de 2025<sup>9</sup>, con una serie

de consultas sobre algunos elementos fundamentales relacionados con la revisión del marco de Solvencia II, entre los que cabe destacar las siguientes propuestas:

- *Norma Técnica de Ejecución (ITS) revisadas sobre el tratamiento del ajuste por casamiento*<sup>10</sup>. En lo que respecta a los procedimientos para la aprobación del ajuste de casamiento (MA), EIOPA considera necesarios determinados cambios específicos. Entre ellos se incluyen ajustes para reflejar que la diversificación total con carteras MA que no están separadas puede tenerse en cuenta en la evaluación de la solvencia y que las empresas pueden combinar los planes de liquidez para su MA con el plan de gestión del riesgo de liquidez.
- *Norma Técnica de Regulación (RTS) sobre el cálculo simplificado del margen de riesgo*. Esta RTS propuestas reflejan las medidas a implementar en relación con el cálculo general del margen de riesgo en la disposición de nivel 2 sobre su cálculo simplificado.
- *Norma Técnica de Ejecución (ITS) revisada sobre plantillas de divulgación para las autoridades de supervisión*. Propone ajustes específicos, como la exigencia de una divulgación adicional por parte de las autoridades de supervisión sobre la aplicación del nuevo marco de proporcionalidad.
- *Norma técnica de regulación (RTS)*. Especifica los factores para identificar las empresas de seguros que están bajo influencia dominante o significativa, así como aquellas gestionadas de forma unificada. Estos factores son relevantes para que las autoridades de supervisión identifiquen y supervisen eficazmente los grupos de seguros.
- *Norma técnica de regulación (RTS) sobre la relevancia de las actividades transfronterizas de las empresas*. Esta norma técnica de regulación establece las condiciones y criterios que deben tener en cuenta los supervisores del país de acogida a la hora de determinar la relevancia de las actividades transfronterizas para su mercado, teniendo en cuenta que la revisión de Solvencia II introduce nuevas normas para mejorar la cooperación y el intercambio de información entre los supervisores del país de ori-

gen y del país de acogida en caso de actividades transfronterizas significativas.

- *Norma técnica de ejecución (ITS)*. Proporciona la actualización de la lista de gobiernos regionales y autoridades locales cuyas exposiciones deben tratarse como exposiciones a los gobiernos centrales a la hora de calcular los requisitos de capital por parte de las aseguradoras a las entidades incluidas en la lista (lo que significa que aplican un factor de riesgo del 0% para el riesgo de diferencial y el riesgo de concentración en la fórmula estándar).
- *Norma técnica de regulación (RTS) sobre el funcionamiento de los colegios de resolución*. Establece los criterios para su creación y funcionamiento, incluyendo disposiciones sobre cómo deben colaborar los colegios en la elaboración de planes de resolución. Incluye, asimismo una Norma técnica de regulación con los procedimientos y el conjunto mínimo de formularios y plantillas estándar que las aseguradoras deben utilizar al presentar a las autoridades de resolución la información necesaria para la elaboración de los planes de resolución, teniendo en cuenta los procedimientos existentes para la presentación periódica de informes en el marco de Solvencia II, así como la experiencia de los supervisores nacionales en la presentación de informes relacionados con la resolución.

Además de lo anterior, EIOPA acompañó estas propuestas de Normas técnicas de Regulación y de Ejecución, consultas para la modificación de algunas guías de ejecución, además de un nuevo paquete de consultas sobre las modificaciones a los requisitos de información y divulgación supervisora bajo de Solvencia II, con el objetivo de aliviar la carga de información de las entidades aseguradoras.

### 2.2.2 Informe de la IAIS sobre el mercado global de seguros

El 10 de diciembre de 2025, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) publicó su *Reporte del Mercado Global de Seguros 2025* (GIMAR)<sup>11</sup>. Dicho informe se elabora en el marco del ejercicio global de la IAIS para evaluar los riesgos y tendencias clave y la posible acumulación de potenciales riesgos

sistémicos en el sector asegurador global (ejercicio conocido como *Global Monitoring Exercise*, GME).

### Principales riesgos macro-prudenciales y estratégicos identificados

#### Riesgos derivados de la fragmentación geoeconómica

Las principales vulnerabilidades asociadas con la fragmentación geoeconómica se relacionan con el incremento de la volatilidad en los mercados financieros, presiones inflacionarias y disrupciones en las cadenas de suministro. Estos factores pueden afectar la valoración de los activos, generar desajustes en la gestión de activos y pasivos y aumentar el riesgo de liquidez, especialmente en entornos donde se observan divergencias en las políticas monetarias y fluctuaciones significativas en los tipos de cambio. Asimismo, la fragmentación económica puede amplificar los riesgos de crédito y provocar un aumento en la inflación de siniestros, particularmente en líneas de seguros No Vida, como consecuencia de mayores costes en la reposición de bienes y servicios.

En términos de respuestas supervisoras, se ha intensificado el seguimiento de las exposiciones a riesgos derivados de la fragmentación, incluyendo la implementación de pruebas de estrés orientadas a evaluar impactos en solvencia y liquidez bajo escenarios de alta volatilidad y recesión prolongada. Los supervisores también están promoviendo prácticas más estrictas de gestión de riesgos, como la diversificación de carteras, el fortalecimiento de las estrategias de cobertura frente a riesgos cambiarios y la mejora en los marcos de gestión de activos y pasivos (ALM).

Adicionalmente, se observa un *énfasis en la cooperación internacional para mitigar los efectos de la fragmentación regulatoria*, que incrementa la complejidad operativa de los grupos aseguradores con presencia global. En este contexto, se fomenta la armonización de estándares y el intercambio de información entre jurisdicciones para reducir vulnerabilidades sistémicas. Finalmente, los supervisores están reforzando la vigilancia sobre riesgos emergentes vinculados a la fragmentación, como el incremento de la exposición a ciberamenazas y la concentración en determinados

mercados, que podrían afectar la resiliencia del sector asegurador en un entorno económico cada vez más fragmentado.

#### Asignación de capital a activos alternativos

El informe subraya que la creciente asignación de capital a activos alternativos, en particular las inversiones en crédito privado, se ha convertido en una tendencia relevante para el sector asegurador. Estas inversiones ofrecen oportunidades de diversificación y la posibilidad de obtener primas por iliquidez, además de mejorar el calce entre activos y pasivos en productos de Vida a largo plazo. Sin embargo, también introducen riesgos significativos que requieren una gestión prudente. Entre ellos destacan el riesgo de crédito, especialmente en prestatarios más pequeños o altamente apalancados, el riesgo de liquidez derivado de la naturaleza ilíquida de estos instrumentos y la complejidad en su valoración, dado que suelen carecer de precios observables en mercados secundarios y dependen de modelos internos que pueden retrasar el reconocimiento de pérdidas en escenarios de tensión.

El informe señala que, aunque la exposición agregada del sector a crédito privado sigue siendo limitada (<5% de activos en muchas jurisdicciones), se espera que aumente en los próximos años, lo que podría amplificar vulnerabilidades sistémicas en períodos de estrés financiero. En respuesta, los supervisores están reforzando los marcos de gobernanza y transparencia, promoviendo prácticas de diligencia debida más rigurosas, pruebas de resistencia específicas y límites de concentración para evitar excesos en determinadas jurisdicciones o sectores. Asimismo, se enfatiza la necesidad de que las aseguradoras integren estas inversiones dentro de sus marcos de gestión de liquidez, asegurando que las características de la cartera sean coherentes con las obligaciones contractuales y que existan planes de contingencia para escenarios adversos.

Por último, el documento destaca la importancia de la cooperación internacional para armonizar criterios de supervisión y evitar arbitrajes regulatorios, especialmente en operaciones complejas como las estructuras de fondos y titulizaciones vinculadas a crédito privado.

## La adopción de IA en seguros

El informe destaca la acelerada adopción de inteligencia artificial (IA) en el sector asegurador, incluyendo el uso emergente de modelos generativos (GenAI)<sup>12</sup>. Estas tecnologías ofrecen beneficios significativos, como la optimización de procesos, la reducción de costes y la mejora en la experiencia del cliente, mediante interacciones personalizadas y una gestión más eficiente de siniestros. Sin embargo, su implementación plantea riesgos que pueden afectar tanto la estabilidad financiera como la protección del consumidor. Entre los principales riesgos se encuentran la posibilidad de sesgos algorítmicos que conduzcan a decisiones discriminatorias, la falta de explicabilidad en modelos complejos, vulnerabilidades en materia de ciberseguridad y riesgos derivados de la dependencia de terceros proveedores de tecnología.

El informe subraya que, aunque el uso de IA en seguros se encuentra en una fase inicial en muchas jurisdicciones, se espera un crecimiento exponencial en los próximos años, lo que exige marcos de gobernanza sólidos y una supervisión proporcional. En respuesta, los supervisores están promoviendo la integración de la IA en los sistemas de gestión de riesgos, reforzando la trazabilidad de los modelos, la transparencia en los procesos y la adopción de herramientas que permitan explicar las decisiones automatizadas. Asimismo, se recomienda la implementación de auditorías periódicas, métricas para evaluar la equidad en los resultados que garanticen la protección del consumidor ante decisiones adversas. Además, reportan la falta de datos estructurados sobre casos de uso.

Por último, el documento advierte sobre los riesgos específicos asociados a GenAI, como la generación de contenidos falsos, la manipulación de modelos mediante ataques sofisticados y la fuga de datos sensibles. Para mitigar estas amenazas, se enfatiza la necesidad de pruebas de resistencia, controles de ciberseguridad avanzados y cooperación internacional para armonizar estándares regulatorios. Estas medidas buscan equilibrar los beneficios de la innovación tecnológica con la preservación de la confianza del consumidor y la estabilidad del sistema financiero.

## Riesgos para el sector asegurador relacionados con el clima

El informe GIMAR 2025 destaca que, a pesar de los avances en la gestión de riesgos, la exposición del sector a activos y pasivos sensibles al clima sigue siendo significativa. Se estima que entre el 22% y el 46% de los activos de las aseguradoras están vinculados a sectores vulnerables a riesgos físicos y de transición, como energía, transporte, vivienda y servicios públicos. Esta proporción varía según la región, reflejando diferencias en la disponibilidad de datos y en la composición de las carteras, pero confirma que el riesgo climático es sistémico y persistente.

La mayor frecuencia de eventos de catástrofe natural (NatCat), no solo generan pérdidas directas en las líneas de seguros No Vida, sino que también afectan la solvencia de las aseguradoras. El análisis del GIMAR indica que un evento extremo con una probabilidad de ocurrencia de 1 en 200 años podría reducir los ratios de capital 34 puntos porcentuales (pp), en promedio, lo que representa un desafío significativo para la gestión de solvencia y liquidez. Más aún, sin reaseguro, el impacto sería de -64 pp (hasta -113 pp en casos de mayor dependencia). Con reaseguro, el Net NatCat VaR es 53%. Además, la dependencia del reaseguro como mecanismo de mitigación se mantiene elevada, lo que introduce riesgos adicionales en caso de que los mercados de reaseguro enfrenten restricciones de capacidad tras eventos severos.

Por otro lado, los riesgos de transición asociados a la descarbonización de la economía y a cambios regulatorios pueden impactar la valoración de activos en sectores intensivos en carbono. Las aseguradoras con exposiciones concentradas en energía fósil, transporte tradicional o industrias altamente emisoras enfrentan riesgos de depreciación acelerada, lo que podría generar minusvalías no realizadas y afectar la rentabilidad. La falta de metodologías homogéneas y datos fiables para evaluar estos impactos sigue siendo un obstáculo para la integración efectiva del riesgo climático en los modelos internos y en los marcos regulatorios.

En respuesta, *los supervisores están incorporando el riesgo climático en sus prácticas de supervisión*, mediante la exigencia de análisis

de escenarios, pruebas de estrés y planes de transición hacia economías bajas en carbono. Se observa un incremento en la adopción de métricas específicas para evaluar la exposición a riesgos físicos y de transición, así como en la integración de estos factores en los requerimientos de capital, especialmente en jurisdicciones que aplican marcos basados en riesgo. No obstante, persisten desafíos relacionados con la disponibilidad y calidad de los datos, la falta de estándares globales y la necesidad de metodologías más robustas para cuantificar impactos a largo plazo.

Finalmente, el informe subraya que la gestión del riesgo climático no puede limitarse a la perspectiva prudencial. Es necesario un enfoque integral que combine la resiliencia financiera con la contribución del sector asegurador a la reducción de la brecha de protección frente a catástrofes naturales. Esto implica fomentar productos innovadores, fortalecer la cooperación público-privada, y promover la armonización regulatoria internacional. Se estima que solo mediante estas acciones será posible mitigar los efectos adversos del cambio climático y garantizar la sostenibilidad del sector asegurador en un entorno cada vez más incierto.

Por último, el informe subraya que, si bien el mercado de reaseguro ha mostrado resiliencia frente a la volatilidad y los riesgos climáticos, persisten desafíos relacionados con la concentración en determinadas jurisdicciones y la necesidad de reforzar la capacidad frente a eventos NatCat cada vez más severos.

### **Resultados agregados del seguimiento de aseguradoras individuales en 2025**

Además de la supervisión sectorial (SWM), con los datos agregados del mercado asegurador recopilados por la IAIS a través de sus miembros, el informe GIMAR contiene una evaluación individual de aseguradoras (IIM), que se aplica a los grupos aseguradores que cumplen con los criterios del denominado “Insurer Pool” y que comprende 57 de los mayores grupos internacionales procedentes de 18 jurisdicciones, con el objetivo de monitorear riesgos sistémicos y tendencias relevantes a nivel individual dentro del marco del Ejercicio Global de Monitoreo.

El análisis agregado del IMM contenido en el informe de 2025 muestra que *la puntuación de riesgo sistémico del sector asegurador continúa siendo significativamente inferior a la del sector bancario*, confirmando que la huella sistémica de las aseguradoras es menor. A finales de 2024, la puntuación global del Insurer Pool se redujo en torno a un 1,2% respecto al año anterior, reflejando una ligera mejora en la estabilidad del sector. Esta disminución se explica principalmente por la reducción en indicadores como las garantías mínimas en productos variables y la liquidez de pasivos, aunque se observan incrementos en otros factores, como las exposiciones intra-financieras y el uso de derivados. En conjunto, los grandes grupos del Insurer Pool presentan una ligera reducción de su exposición sistémica respecto a 2023, por menor interconexión financiera y menor presión de liquidación de activos, pese a alzas en tamaño/actividad y cierto aumento de exposiciones dentro del sistema financiero.

En términos de composición, los activos de nivel 3 continúan representando el componente más relevante del riesgo sistémico, con una participación cercana al 22,6% del total, seguidos por los derivados (13,0%) y la liquidez de pasivos (11,5%). Si bien estas exposiciones se mantienen estables en la mayoría de las jurisdicciones, persisten diferencias regionales que justifican un seguimiento estrecho, especialmente en mercados donde las aseguradoras incrementan su participación en instrumentos complejos o menos líquidos.

Finalmente, cabe señalar que la IAIS ha completado la revisión trienal de la metodología del IIM, que será aplicable al ciclo 2026–2028, con el objetivo de reforzar la sensibilidad del marco frente a riesgos emergentes. En este contexto, los supervisores están intensificando las pruebas de resistencia y el análisis granular de carteras para identificar vulnerabilidades asociadas a activos ilíquidos y derivados extra-bursátiles, así como para evaluar el impacto potencial de escenarios adversos sobre la solvencia y la liquidez.

### **2.2.3 Informe de estabilidad financiera 2025 de EIOPA**

El 15 de diciembre de 2025, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) publicó su más reciente informe de estabilidad financiera.

Dicho informe pone de relieve los principales riesgos para el sector asegurador y de los fondos de pensiones, los cuales se sintetizan a continuación:

- *Riesgos macroeconómicos y geopolíticos.* Siguen siendo la principal preocupación en 2025. La inestabilidad se ve alimentada por tensiones geopolíticas, incertidumbre en el comercio global y una deuda pública elevada. Aunque el acuerdo comercial entre la Unión Europea y Estados Unidos redujo parte de la incertidumbre, la imposición de aranceles del 15% a bienes europeos ha lastrado el crecimiento. El informe destaca el riesgo de estancamiento económico (estanflación) y el aumento del riesgo soberano debido a los mayores rendimientos de los bonos, lo que presiona las finanzas gubernamentales.
- *Digitalización y riesgos cibernéticos.* Este riesgo ha escalado posiciones, situándose como el segundo riesgo más material, superando incluso a los riesgos de mercado. La interconexión tecnológica ha transformado el riesgo cibernético en una amenaza macrofinanciera sistémica. Se estima que el coste global del cibercrimen alcanzará los 24 millardos de dólares en 2027. Se subraya la amenaza del *ransomware* y el potencial de pérdidas masivas por fallos en proveedores de servicios comunes.
- *Riesgos de mercado y tipos de interés.* Continúan siendo una preocupación clave por las valoraciones elevadas en renta variable y la volatilidad en los tipos de interés. El riesgo de renta variable es el principal motor para los fondos de pensiones, mientras que para las aseguradoras el riesgo de tipos de interés sigue siendo crítico por su exposición a renta fija. Se advierte sobre posibles correcciones de precios ante el debilitamiento de las perspectivas macroeconómicas.
- *Inversiones en crédito privado.* Es un área de vigilancia prioritaria en 2025. La exposición alcanzó los 514.000 millones de euros en aseguradoras. Aunque ofrece primas de iliquidez atractivas, EIOPA advierte sobre la incertidumbre en su valoración, el apalancamiento oculto y la alta concentración en el sector inmobiliario, sumado a las brechas de datos existentes.
- *Riesgo de liquidez y divisas.* Persisten bolsas de riesgo de liquidez a pesar de la solidez de capital general. El informe destaca la depreciación del dólar estadounidense (que cayó un 11% en la primera mitad del año). Esta volatilidad afecta la rentabilidad técnica y las inversiones, siendo las reaseguradoras las entidades más expuestas a estas fluctuaciones cambiarias.
- *Impacto de la Inteligencia Artificial (IA).* El informe incorpora un análisis específico sobre la IA. Se señala que su integración futura podría amplificar vulnerabilidades sistémicas debido a comportamientos correlacionados (uso de modelos comunes), dependencia de pocos proveedores tecnológicos y el riesgo de "desmutualización" por una segmentación de riesgos excesivamente detallada.
- *Riesgos ESG y de sostenibilidad.* Los eventos climáticos extremos de 2025 (sequías, incendios en el Mediterráneo y tormentas en Europa central) han batido récords de siniestralidad. EIOPA califica el cambio climático como un riesgo que requiere seguimiento continuo ante el aumento en la frecuencia y severidad.

## 2.2.4 Test de estrés de liquidez de las IORP 2025

El test de estrés de liquidez de las Instituciones de Previsión Social de Empleo (IORP), llevado a cabo por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) en 2025, evalúa la capacidad del sector para hacer frente a episodios de tensión de liquidez derivados de perturbaciones severas, pero plausibles, en los mercados financieros. El análisis se apoya en la experiencia de episodios recientes de estrés, en particular la crisis de los Gilts del Reino Unido, en 2022, así como en otros eventos de inestabilidad financiera observados a nivel internacional, como la crisis de los bancos regionales en Estados Unidos y sus efectos de contagio. En dicho episodio, las fluctuaciones abruptas de los tipos de interés y de los precios de los activos desencadenaron importantes *margin calls*<sup>13</sup> en los fondos de pensiones británicos, altamente expuestos a estrategias de inversión orientadas al pasivo (*liability-driven investing*, LDI), con uso intensivo de derivados, operaciones de repo y

apalancamiento sintético. Estas dinámicas pusieron de relieve la vulnerabilidad potencial de ciertas estructuras de balance ante *shocks* rápidos de mercado y la relevancia crítica de la gestión del riesgo de liquidez a muy corto plazo.

Sobre esta base, el Consejo de Supervisores (BoS) de EIOPA acordó la realización de un ejercicio focalizado para evaluar el riesgo de liquidez de las IORP del Espacio Económico Europeo (EEE), bajo dos escenarios de estrés armonizados para todas las clases de activos relevantes, así como *shocks* sobre los tipos de cambio: un escenario de subida de la curva de tipos (*Yield Curve Up*, YCU) y un escenario de bajada de la curva de tipos (*Yield Curve Down*, YCD), ambos definidos como desplazamientos paralelos de  $\pm 100$  puntos básicos en la curva de tipos *swap*.

El ejercicio se encuadra en un contexto caracterizado por una elevada incertidumbre geopolítica y macroeconómica, marcada, entre otros factores, por las tensiones comerciales y arancelarias entre la Unión Europea y Estados Unidos, la persistencia de riesgos geopolíticos y los episodios recientes de impagos observados en Estados Unidos, que han reavivado el debate sobre la desconexión entre valoraciones financieras y fundamentos económicos. En este entorno, los riesgos de liquidez muestran una tendencia al alza, impulsados tanto por las condiciones actuales de mercado, como por la evolución de las posiciones en derivados de las IORP. Si bien los indicadores agregados de liquidez apuntan a una situación holgada a cierre de 2024, la materialización de *shocks* macrofinancieros o geopolíticos podría dar lugar a tensiones abruptas, especialmente a través de *margin calls* simultáneas, ampliaciones de diferenciales y deterioro de la liquidez de mercado.

Al igual que en ejercicios anteriores, el test de estrés de 2025 no tiene carácter de evaluación de cumplimiento regulatorio, sino que constituye una herramienta analítica destinada a identificar vulnerabilidades, reforzar el diálogo supervisor y mejorar la comprensión del perfil de riesgo de liquidez del sector.

### Principales características del negocio

Las IORP son, por naturaleza, inversores a largo plazo y, en términos generales, presentan un

perfil de liquidez sólido. Las contribuciones suelen preceder a los pagos a beneficiarios, generando flujos de caja relativamente estables durante gran parte del ciclo de vida de los planes. Asimismo, la previsibilidad de los pasivos de pensiones permite absorber volatilidad de corto plazo con mayor holgura que otras instituciones financieras.

No obstante, el ejercicio confirma que el perfil de riesgo de liquidez de las IORP está evolucionando. A medida que los planes maduran, aumentan los flujos netos de caja negativos y se intensifica la exposición a fuentes de riesgo de liquidez, entre las que destacan: (i) flujos de caja imprevisibles asociados a opciones de rescate flexible; (ii) un incremento estructural de la asignación a activos ilíquidos (como capital riesgo, infraestructuras e inmobiliario), en un contexto prolongado de bajos rendimientos; y (iii) el uso de derivados, que introduce necesidades de liquidez potencialmente volátiles a través de *margin calls*, tanto directas como indirectas, vía inversiones en instituciones de inversión colectiva.

El test de estrés de las IORP 2025 es un ejercicio a escala europea que abarca todos los tipos de IORP en 18 Estados del EEE, con sectores relevantes (activos superiores a 600 millones de euros a cierre de 2023). EIOPA solicitó a las autoridades nacionales competentes alcanzar una cobertura mínima del 60 % de los activos del mercado conjunto de todos los tipos de planes de pensiones. Además, la prueba de estrés se centra exclusivamente en el lado del activo del balance, y se basa en un análisis híbrido de *stocks* y flujos para evaluar la posición de liquidez de las IORP. La posición de liquidez se ve afectada, en los escenarios adversos, tanto por la reducción del valor de mercado de los activos como por los cambios en los flujos de caja asociados.

Los activos líquidos son estimados por los participantes en el escenario base y en el escenario post-estrés mediante la aplicación de recortes de liquidez (*haircuts*), que reflejan las penalizaciones esperadas en caso de ventas forzadas bajo condiciones de estrés<sup>14</sup>. Estos recortes capturan tanto la probabilidad de liquidación dentro de un horizonte temporal determinado, como la posible caída de precios previa a la venta, afectando exclusivamente al precio y no al volumen de los activos.

El horizonte temporal del análisis se fija en tres meses (90 días), con los *shocks* concentrados al inicio del período. Este diseño sitúa a las *margin calls* por derivados y acuerdos de repo como una de las principales fuentes de riesgo de liquidez, junto con los flujos de caja operativos procedentes de contribuciones, prestaciones y transferencias. Las posiciones de liquidez post-estrés se calculan bajo dos supuestos: (i) balance estresado sin acciones de gestión, y (ii) balance estresado incorporando acciones de gestión realistas (*management actions*, MA).

### Resultados agregados

El análisis se fundamenta en dos métricas principales: la posición de liquidez y el indicador de sostenibilidad. La primera de dichas métricas estima la capacidad de las IORP para cubrir los flujos netos de caja del primer trimestre de 2025 con el efectivo disponible a cierre de 2024. El indicador de sostenibilidad<sup>15</sup>, por su parte, amplía este enfoque incorporando el conjunto de activos líquidos disponibles tras la aplicación de *shocks* y *haircuts*.

En el escenario YCU, la posición de liquidez agregada se deteriora de forma significativa, pasando de +74.000 millones de euros en el escenario base, a -60.000 millones de euros en el escenario estresado, antes de aplicar acciones de gestión. Este deterioro está directamente vinculado a las *margin calls* derivadas de coberturas de tipos de interés y a la depreciación del euro, y afecta a 68 IORPS y, de

manera especial, a un subconjunto de IORP, principalmente grandes planes DB con uso intensivo de derivados. No obstante, el indicador de sostenibilidad permanece positivo, incluso bajo estrés, situándose en torno a 1.138 millones de euros, aunque con una reducción del 21% respecto al escenario base, lo que indica que el problema identificado es de liquidez de muy corto plazo (*cash*) y no de insuficiencia estructural de activos líquidos.

Tras la aplicación de acciones de gestión, la posición de liquidez agregada vuelve a terreno positivo, situándose en torno a +15.000 millones de euros, y el número de IORP con posiciones de liquidez negativas se reduce de 68 a 29. Con acciones de gestión, el indicador de sostenibilidad este indicador mejora hasta aproximadamente 1.202 millones de euros. Ninguna IORP registra un indicador de sostenibilidad negativo, lo que indica que los activos líquidos disponibles son suficientes para cubrir las necesidades de liquidez, incluso cuando la posición de caja es negativa (véase Tabla 2.2.4-a).

En el escenario YCD, la posición de liquidez agregada se reduce, pero se mantiene positiva (+56.000 millones de euros), debido a que las *margin calls* positivas de los derivados sobre tipos de interés, compensan parcialmente las pérdidas asociadas a los movimientos del tipo de cambio y a las ventas de activos afectadas por *haircuts*. En este escenario, 62 IORP presentan tensiones de liquidez en términos de efectivo en el escenario estresado, cifra que se reduce a 29 tras aplicar acciones de gestión.

**Tabla 2.2.4-a**  
Posición de liquidez y sostenibilidad de IORPS  
ante escenario de subida/bajada de tipos de interés

	Escenario YCU					Escenario YCD				
	Baseline-Valor (EUR bn)	Stressed-Valor (EUR bn)	Stressed con MAs-Valor (EUR bn)	Stressed -Δ (Baseline)	Stressed con MAs-Δ (Baseline)	Baseline-Valor (EUR bn)	Stressed -Valor (EUR bn)	Stressed con MAs-Valor (EUR bn)	Stressed -Δ (Baseline)	Stressed con MAs-Δ (Baseline)
Posición de liquidez (Flujos netos + Efectivo)	74	-60	15	-181 %	-80 %	74	56	70	-25 %	-5 %
Sostenibilidad (Flujos netos + Efectivo)	1.444	1.138	1.202	-21 %	-17 %	1.444	1.381	1.353	-4 %	-6 %
Número de IORPs con liquidez negativa	-	68	29	-	-	-	62	29	-	-

Fuente: Mapfre Economics (con datos de EIOPA, IORP Stress Test Report)

**Tabla 2.2.4-b**  
**Desglose por DB y DC de liquidez y sostenibilidad de IORPs**  
**ante escenario de subida/bajada de tipos de interés**

	Escenario YCU					Escenario YCD				
	Baseline- Valor (EUR bn)	Stressed- Valor (EUR bn)	Stressed con MAS- Valor (EUR bn)	Stressed -Δ (Baseline)	Stressed con MAS-Δ (Baseline)	Baseline- Valor (EUR bn)	Stressed -Valor (EUR bn)	Stressed con MAS- Valor (EUR bn)	Stressed -Δ (Baseline)	Stressed con MAS-Δ (Baseline)
DB - Posición de liquidez	59	-57	10	-197 %	82 %	59	60	65	2 %	11 %
DC - Posición de liquidez	15	-3	5	-121 %	67 %	15	-4	5	-126 %	-69 %
<b>Total</b>	<b>74</b>	<b>-60</b>	<b>15</b>	<b>-181 %</b>	<b>80 %</b>	<b>74</b>	<b>56</b>	<b>70</b>	<b>-25 %</b>	<b>-5 %</b>

Fuente: Mapfre Economics (con datos de EIOPA, IORP Stress Test Report)

Con dichas acciones, la posición de liquidez mejora hasta aproximadamente +70.000 millones de euros, mientras que el indicador de sostenibilidad muestra únicamente una reducción moderada (alrededor del -6%).

Por otra parte, el análisis por tipo de plan pone de relieve una asimetría estructural relevante entre planes de *prestación definida* (DB) y de *contribución definida* (DC). Para ambos escenarios (YCU y YCD), los planes DB muestran, en general, una mayor sensibilidad al estrés en la liquidez, reflejo de un uso más intensivo de derivados, pero también una mayor capacidad de recuperación mediante acciones de gestión más sofisticadas (repos, colateral, reequilibrios de cartera). Los planes DC, por el contrario, parten de colchones de liquidez más reducidos y dependen en mayor medida de ventas de activos, lo que los hace potencialmente más vulnerables en escenarios de estrés sistémico. El sector es resiliente en ambos escenarios, pero depende críticamente de las MA para absorber *shocks* severos (véase Tabla 2.2.4-b). En el escenario YCU, de los 156 fondos analizados, 54 aplicaron alguna acción, representando aproximadamente el 70% de los activos totales y siendo, en su mayoría, los IORPs más grandes. En el escenario YCD, fueron 49 los que aplicaron alguna medida; en ambos escenarios, las acciones más comunes fueron venta de activos y reducción de la actividad de *trading*.

La heterogeneidad de los impactos en la sostenibilidad entre tipos de planes se ilustra en la Tabla 2.2.4-c, que muestran un deterioro más acusado de la posición de liquidez en los planes DB, coherente con su mayor exposición

a derivados y a *margin calls*, frente a un impacto relativamente más contenido, aunque proporcionalmente relevante, en los planes DC. Para el escenario de subida de tipos (YCU), los ratios de sostenibilidad por tipo de esquema se mantienen bastante estables, con un ligero descenso en los DB (de 95% a 92%, -3 pp) y un aumento en los DC (de 90% a 97%, +7 pp); evolución explicada por la mayor caída del denominador (activos líquidos al inicio) frente al numerador en DC, mientras que en DB influyen entradas de margen. Además, la aplicación de medidas mejora algo más la foto en DC respecto al caso sin medidas.

Para el escenario de subida de tipos (YCD) bajo estrés, ambos ratios (DB y DC) mejoran ligeramente, y tras aplicar medidas ceden algo, aunque se mantienen próximos o por encima del 100% a nivel agregado, confirmando resiliencia a presiones de liquidez de corto plazo, si bien los DC conservan una posición comparativamente más débil que los DB, dada su menor exposición a coberturas de tipos que, en este escenario, aportan *inflows* por derivados. En conjunto, las dos figuras subrayan que la capacidad de absorción del sistema se sostiene en ambos escenarios, con matices favorables a los DB en YCD, y un apoyo visible de las medidas, especialmente para los DC en YCU.

#### Análisis de flujos de caja

Los flujos de caja analizados entre diciembre de 2024 y marzo de 2025, se desagregan en flujos relacionados con la inversión (incluyendo ingresos y gastos financieros, vencimientos de bonos, compras y ventas de activos y *margin*

Tabla 2.2.4-c  
Desglose por DB y DC de sostenibilidad de IORPs  
ante escenario de subida/bajada de tipos de interés

	Escenario YCU					Escenario YCD										
	1.Activos líquidos sin haircut 31/12/24 (EUR bn)	2.Net CFs + Activos líquidos con haircut 31/03/25-Baseline (EUR bn)	3.Activos líquidos sin haircut 31/12/24-Setressed (EUR bn)	4.Net CFs + Activos líquidos con haircut 31/03/25-Stressed (EUR bn)	5.Net CFs + Activos líquidos con haircut 31/03/25-con MA (EUR bn)	Ratio de sostenibilidad - Baseline (2/1)	Ratio de sostenibilidad - Stressed (4/3)	Ratio de sostenibilidad - con MA (5/3)	1.Activos líquidos sin haircut 31/12/24 (EUR bn)	2.Net CFs + Activos líquidos con haircut 31/03/25-Baseline (EUR bn)	3.Activos líquidos sin haircut 31/12/24-Setressed (EUR bn)	4.Net CFs + Activos líquidos con haircut 31/03/25-Stressed (EUR bn)	5.Net CFs + Activos líquidos con haircut 31/03/25-con MA (EUR bn)	Ratio de sostenibilidad - Baseline (2/1)	Ratio de sostenibilidad - Stressed (4/3)	Ratio de sostenibilidad - con MA (5/3)
DB	1.248	1.181	986	909	973	95 %	92 %	99 %	1.248	1.181	1.085	1.126	1.111	95 %	104 %	102 %
DC	291	263	236	229	229	90 %	97 %	97 %	291	263	249	256	242	90 %	103 %	97 %
Total	1.540	1.444	1.222	1.138	1.202	94 %	93 %	98 %	1.540	1.444	1.334	1.381	1.353	94 %	104 %	101 %

Fuente: Mapfre Economics (con datos de EIOPA, IORP Stress Test Report)

*calls*) y flujos no relacionados con la inversión, como contribuciones, prestaciones, transferencias y otros flujos operativos. Los ingresos y gastos financieros tienen un impacto limitado sobre la posición de liquidez, mientras que los vencimientos de activos de renta fija generan entradas de caja relativamente estables. El principal factor de presión sobre la liquidez proviene de las *margin calls* asociadas al uso de derivados, y del efecto de los *haircuts* aplicados a las ventas de activos bajo condiciones de estrés.

### Conclusiones del test de estrés

El test de estrés de liquidez de EIOPA 2025 sobre las IORP confirma que el sector, en términos agregados, muestra una capacidad adecuada para soportar los *shocks* considerados, incluso en escenarios severos, pero plausibles. A pesar de las tensiones generadas por los escenarios adversos, las IORP disponen, en conjunto, de suficientes fuentes de liquidez para hacer frente a las salidas de efectivo derivadas de los *shocks* aplicados.

Los resultados ponen de manifiesto que la sensibilidad del sector de las IORP aumenta de forma significativa cuando se combinan movimientos adversos de los tipos de interés con la depreciación del euro, especialmente en presencia de posiciones de cobertura mediante derivados. Aunque útiles desde el punto de vista de solvencia, las posiciones de cobertura con derivados generan *margin calls* significativos en escenarios adversos, muchos de los cuales deben liquidarse en efectivo y en un plazo muy corto.

El escenario de subida de la curva de tipos (YCU) resulta más exigente que el escenario de bajada (YCD), ya que genera mayores necesidades inmediatas de liquidez y provoca un número más elevado de IORP con posiciones de caja negativas en ausencia de acciones de gestión. No obstante, la activación de acciones de gestión realistas permite restablecer posiciones de liquidez positivas y mitigar de forma significativa el impacto de los *shocks*.

Si bien el indicador de sostenibilidad confirma la disponibilidad de activos líquidos suficientes para cubrir las necesidades de liquidez tras el estrés, los resultados evidencian que una parte de los participantes no dispone de efectivo

suficiente para cubrir inmediatamente los requerimientos de margen, lo que obliga a aplicar acciones de gestión, como venta de activos líquidos y operaciones repo, lo que pone de relieve la importancia de la gestión del riesgo de liquidez a nivel individual y de la capacidad operativa para ejecutar acciones de gestión en horizontes temporales muy cortos. No obstante, este test de estrés, al centrarse exclusivamente en los activos, no incorpora el impacto de diferencias en pasivos o beneficios, elementos que también influyen en la resiliencia de las IORP.

En términos agregados, de la prueba de estrés se desprende que las IORP no actúan como amplificadoras de los *shocks* de mercado, ya que permanecen como compradoras netas de la mayoría de las clases de activos, incluso en escenarios adversos. Este comportamiento refuerza el papel estabilizador del sector desde una perspectiva de estabilidad financiera.

# Apéndice A: previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base (EB)					
	2022	2023	2024	2025(e)	2026(p)	2027(p)
Estados Unidos	2,5	2,9	2,8	2,1	2,2	1,9
Eurozona	3,7	0,6	0,8	1,5	1,2	1,4
Alemania	1,9	-0,7	-0,5	0,3	1,0	1,5
Francia	2,8	1,6	1,1	0,9	0,9	1,2
Italia	5,0	1,1	0,5	0,7	0,7	0,8
España	6,4	2,5	3,5	2,8	2,2	1,9
Portugal	7,0	3,1	2,1	1,9	2,0	1,8
Reino Unido	5,1	0,3	1,1	1,4	1,2	1,4
Japón	1,3	0,7	-0,2	1,2	0,7	0,7
Mercados emergentes <sup>1</sup>	4,3	4,7	4,3	4,0	3,9	3,8
América Latina <sup>1</sup>	4,3	2,4	2,4	2,2	2,1	2,4
México	3,7	3,1	1,1	0,7	1,4	2,0
Brasil	3,1	3,3	3,0	2,2	1,6	1,8
Argentina	6,0	-1,9	-1,3	4,3	3,2	2,9
Colombia	7,3	0,7	1,6	2,7	2,8	2,8
Chile	2,2	0,6	2,4	2,3	2,3	2,3
Perú	2,8	-0,3	3,5	3,2	2,9	3,0
Emergentes europeos <sup>2</sup>	0,5	3,6	3,5	2,0	2,3	2,4
Turquía	5,4	5,0	3,3	3,7	3,1	3,5
Asia Pacífico	4,7	6,1	5,3	5,0	4,6	4,5
China	3,1	5,4	5,0	5,0	4,5	4,4
Indonesia	5,3	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1
Mundo	3,8	3,5	3,3	3,2	3,1	3,0

	Escenario Estresado (EE)					
	2022	2023	2024	2025(e)	2026(p)	2027(p)
Estados Unidos	2,5	2,9	2,8	2,1	2,0	1,7
Eurozona	3,7	0,6	0,8	1,5	1,0	1,2
Alemania	1,9	-0,7	-0,5	0,3	0,7	1,3
Francia	2,8	1,6	1,1	0,9	0,6	0,9
Italia	5,0	1,1	0,5	0,7	0,4	0,5
España	6,4	2,5	3,5	2,8	2,0	1,8
Portugal	7,0	3,1	2,1	1,9	1,9	1,6
Reino Unido	5,1	0,3	1,1	1,4	1,0	1,1
Japón	1,3	0,7	-0,2	1,2	0,5	0,5
Mercados emergentes <sup>1</sup>	4,3	4,7	4,3	4,0	3,7	3,7
América Latina <sup>1</sup>	4,3	2,4	2,4	2,2	2,0	2,3
México	3,7	3,1	1,1	0,7	1,2	1,8
Brasil	3,1	3,3	3,0	2,2	1,4	1,6
Argentina	6,0	-1,9	-1,3	4,3	3,0	2,7
Colombia	7,3	0,7	1,6	2,7	2,5	2,5
Chile	2,2	0,6	2,4	2,3	2,1	2,1
Perú	2,8	-0,3	3,5	3,2	2,7	2,8
Emergentes europeos <sup>2</sup>	0,5	3,6	3,5	2,0	2,0	2,1
Turquía	5,4	5,0	3,3	3,7	2,9	3,2
Asia Pacífico	4,7	6,1	5,3	5,0	4,3	4,2
China	3,1	5,4	5,0	5,0	4,2	4,1
Indonesia	5,3	5,0	5,0	5,0	5,0	4,8
Mundo	3,8	3,5	3,3	3,2	2,9	2,8

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

1/ Previsiones de agregados regionales sin Argentina

2/ Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

**Tabla A-2**  
**Escenarios Base y Estresado: inflación**  
 (% a/a, media)

	Escenario Base (EB)					
	2022	2023	2024	2025(e)	2026(p)	2027(p)
Estados Unidos	8,0	4,1	3,0	2,7	2,5	2,3
Eurozona	8,4	5,4	2,4	2,1	1,8	2,0
Alemania	6,9	5,9	2,3	2,2	1,9	2,0
Francia	5,2	4,9	2,0	0,9	1,4	1,6
Italia	8,2	5,6	1,0	1,5	1,5	1,8
España	8,4	3,5	2,8	2,7	2,1	2,0
Portugal	7,8	4,3	2,4	2,3	2,0	2,0
Reino Unido	9,1	7,3	2,5	3,3	2,5	2,3
Japón	2,5	3,3	2,7	3,2	1,8	1,8
Mercados emergentes <sup>1</sup>	9,7	8,2	7,9	4,1	3,9	3,7
América Latina <sup>1</sup>	14,2	14,8	16,6	8,6	8,3	8,1
México	7,9	5,5	4,7	3,8	3,7	3,6
Brasil	9,3	4,6	4,4	5,0	4,2	3,8
Argentina	72,4	133,5	219,9	44,5	29,0	21,0
Colombia	10,2	11,7	6,6	5,1	4,3	3,9
Chile	11,6	7,3	3,9	4,2	3,0	2,9
Perú	7,9	6,3	2,4	1,5	2,1	2,4
Emergentes europeos <sup>2</sup>	25,4	17,3	16,9	13,5	9,3	7,4
Turquía	72,3	53,9	58,5	35,2	24,8	20,5
Asia Pacífico	3,9	2,4	1,9	0,2	0,9	1,1
China	2,0	0,2	0,2	0,1	0,8	1,1
Indonesia	4,1	3,7	2,3	1,9	2,8	2,7
Mundo	8,7	6,7	5,8	3,3	3,1	3,0

	Escenario Estresado (EE)					
	2022	2023	2024	2025(e)	2026(p)	2027(p)
Estados Unidos	8,0	4,1	3,0	2,7	2,7	2,5
Eurozona	8,4	5,4	2,4	2,1	2,0	2,1
Alemania	6,9	5,9	2,3	2,2	2,1	2,2
Francia	5,2	4,9	2,0	0,9	1,5	1,7
Italia	8,2	5,6	1,0	1,5	1,6	1,9
España	8,4	3,5	2,8	2,7	2,3	2,2
Portugal	7,8	4,3	2,4	2,3	2,1	2,1
Reino Unido	9,1	7,3	2,5	3,3	2,6	2,5
Japón	2,5	3,3	2,7	3,2	2,0	2,0
Mercados emergentes <sup>1</sup>	9,7	8,2	7,9	4,1	4,0	3,9
América Latina <sup>1</sup>	14,2	14,8	16,6	8,6	8,5	8,4
México	7,9	5,5	4,7	3,8	3,8	3,7
Brasil	9,3	4,6	4,4	5,0	4,4	4,0
Argentina	72,4	133,5	219,9	44,5	26,0	20,0
Colombia	10,2	11,7	6,6	5,1	4,5	4,1
Chile	11,6	7,3	3,9	4,2	3,2	3,1
Perú	7,9	6,3	2,4	1,5	2,3	2,6
Emergentes europeos <sup>2</sup>	25,4	17,3	16,9	13,5	9,5	7,7
Turquía	72,3	53,9	58,5	35,2	28,0	26,0
Asia Pacífico	3,9	2,4	1,9	0,2	1,0	1,2
China	2,0	0,2	0,2	0,1	0,9	1,2
Indonesia	4,1	3,7	2,3	1,9	3,0	3,0
Mundo	8,7	6,7	5,8	3,3	3,3	3,2

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

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

1/ Previsiones de agregados regionales sin Argentina

2/ Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

	Escenario Base (EB)					
	2022	2023	2024	2025	2026(p)	2027(p)
Estados Unidos	3,88	3,88	4,58	4,18	4,21	4,20
Eurozona	3,39	2,79	3,00	3,32	3,25	3,30

	Escenario Estresado (EE)					
	2022	2023	2024	2025	2026(p)	2027(p)
Estados Unidos	3,88	3,88	4,58	4,18	4,26	4,26
Eurozona	3,39	2,79	3,00	3,32	3,20	3,22

Fuente: Mapfre Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2022	2023	2024	2025	2026(p)	2027(p)
USD-EUR	0,94	0,90	0,96	0,85	0,86	0,86
EUR-USD	1,07	1,11	1,04	1,18	1,16	1,16
GBP-USD	1,20	1,27	1,25	1,35	1,29	1,29
USD-JPY	132,65	141,91	156,65	156,43	148,24	142,27
USD-CNY	6,90	7,10	7,30	6,99	6,91	6,90

	Escenario Estresado (EE)					
	2022	2023	2024	2025	2026(p)	2027(p)
USD-EUR	0,94	0,90	0,96	0,85	0,85	0,84
EUR-USD	1,07	1,11	1,04	1,18	1,18	1,19
GBP-USD	1,20	1,27	1,25	1,35	1,32	1,33
USD-JPY	132,65	141,91	156,65	156,43	149,51	142,39
USD-CNY	6,90	7,10	7,30	6,99	6,90	6,89

Fuente: Mapfre Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2022	2023	2024	2025	2026(p)	2027(p)
Estados Unidos	4,50	5,50	4,50	3,75	3,00	3,00
Eurozona	2,50	4,50	3,25	2,00	2,00	2,00
China	2,00	1,75	1,50	1,40	1,30	1,30

	Escenario Estresado (EE)					
	2022	2023	2024	2025	2026(p)	2027(p)
Estados Unidos	4,50	5,50	4,50	3,75	3,25	3,25
Eurozona	2,50	4,50	3,25	2,00	1,75	1,75
China	2,00	1,75	1,50	1,40	1,40	1,40

Fuente: Mapfre Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.

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



## Apéndice B: previsiones de crecimiento de primas

**Tabla B-1**  
**Escenarios Base: primas de seguros**  
(crecimiento nominal anual en moneda local, %)

	Vida					
	2022	2023	2024	2025(e)	2026(p)	2027(p)
Estados Unidos	9,9	5,6	9,4	5,8	5,7	5,6
<b>Eurozona</b>						
Alemania	-6,9	-5,2	2,9	4,7	4,9	5,7
Francia	-3,5	6,0	12,4	4,5	4,6	5,4
Italia	-14,5	-2,5	17,3	3,9	4,7	5,2
España	4,2	36,0	-13,7	23,2	13,5	7,4
Portugal	-22,3	-14,6	35,3	16,0	13,4	10,2
Reino Unido	-6,3	10,2	2,4	6,9	6,9	6,8
<b>América Latina</b>						
México	1,0	15,8	18,1	9,8	10,2	10,6
Brasil	12,2	9,2	16,2	-8,3	5,0	5,4
Argentina	77,4	194,2	111,0	48,7	33,6	25,7
Colombia	67,0	-5,0	14,9	12,3	10,6	8,5
Chile	39,3	23,9	7,7	16,0	11,5	9,9
Perú	4,2	7,2	15,7	14,9	11,8	12,1
<b>Emergentes europeos</b>						
Turquía	75,4	80,5	77,8	37,5	27,5	23,2
<b>Emergentes Asia Pacífico</b>						
China	4,0	12,8	15,4	6,7	6,4	6,4
Indonesia	-9,4	-7,4	3,4	5,7	5,6	5,3
Japón	12,7	9,1	-1,3	3,7	3,5	3,6
Mundo <sup>1</sup>	-3,3	6,2	9,2	6,2	6,1	6,2

	No Vida					
	2022	2023	2024	2025(e)	2026(p)	2027(p)
Estados Unidos	9,1	8,7	7,8	5,3	5,6	5,1
<b>Eurozona</b>						
Alemania	2,9	5,1	6,1	3,7	4,2	4,5
Francia	4,0	7,0	7,7	3,2	3,6	3,8
Italia	6,1	8,0	8,4	3,3	3,3	3,4
España	5,3	6,8	7,8	7,8	7,4	6,8
Portugal	6,9	10,7	10,5	8,8	7,1	6,1
Reino Unido	14,1	11,7	7,7	6,0	6,5	5,5
<b>América Latina</b>						
México	7,7	18,5	15,2	11,7	12,3	13,1
Brasil	24,3	9,6	7,8	7,3	7,1	6,9
Argentina	89,4	215,8	117,5	51,8	36,2	26,7
Colombia	19,4	14,5	8,7	8,2	9,2	9,2
Chile	23,3	9,7	5,5	4,4	4,2	4,1
Perú	7,6	5,9	6,9	1,4	2,2	2,7
<b>Emergentes europeos</b>						
Turquía	137,0	111,5	74,6	37,1	26,7	23,3
<b>Emergentes Asia Pacífico</b>						
China	5,2	5,2	5,1	5,7	7,5	6,7
Indonesia	15,4	16,4	6,2	6,0	6,6	6,9
Japón	0,1	2,0	3,2	2,4	3,4	3,3
Mundo <sup>1</sup>	4,4	8,5	8,2	6,0	5,4	5,3

Fuente: Mapfre Economics (estimaciones propias a partir de datos de Swiss Re)

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

1/ Previsiones de crecimiento nominal anual en USD.  
Fecha de cierre de previsiones: 30 enero 2026.



# Índice de tablas, gráficas y recuadros

## Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos .....	43
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos .....	46
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos .....	48
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos .....	50
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos .....	52
Tabla 1.2.6	Francia: principales agregados macroeconómicos .....	54
Tabla 1.2.7	Portugal: principales agregados macroeconómicos .....	56
Tabla 1.2.8	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos .....	58
Tabla 1.2.9	Japón: principales agregados macroeconómicos .....	61
Tabla 1.2.10	Turquía: principales agregados macroeconómicos .....	63
Tabla 1.2.11	México: principales agregados macroeconómicos .....	65
Tabla 1.2.12	Brasil: principales agregados macroeconómicos .....	67
Tabla 1.2.13	Argentina: principales agregados macroeconómicos .....	69
Tabla 1.2.14	Colombia: principales agregados macroeconómicos .....	71
Tabla 1.2.15	Chile: principales agregados macroeconómicos .....	73
Tabla 1.2.16	Perú: principales agregados macroeconómicos .....	75
Tabla 1.2.17	China: principales agregados macroeconómicos .....	77
Tabla 1.2.18	Indonesia: principales agregados macroeconómicos .....	80
Tabla 2.2.4-a	Posición de liquidez y sostenibilidad de IORPS ante escenario de subida/bajada de tipos de interés .....	105
Tabla 2.2.4-b	Desglose por DB y DC de liquidez y sostenibilidad de IORPs ante escenario de subida/bajada de tipos de interés .....	106
Tabla 2.2.4-c	Desglose por DB y DC de sostenibilidad de IORPs ante escenario de subida/bajada de tipos de interés .....	107
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto (PIB) .....	109
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación .....	110
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años .....	111
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio .....	111
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia .....	111
Tabla B-1	Escenarios Base: primas de seguros .....	113

## Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Estados Unidos: confianza del consumidor e índices bursátiles .....	18
Gráfica 1.1.1-b	Eurozona: confianza del consumidor e índices bursátiles .....	18
Gráfica 1.1.2-a	Economías seleccionadas: tipos de interés de largo plazo .....	25
Gráfica 1.1.2-b	Economías seleccionadas: deuda pública y rendimientos de largo plazo .....	25
Gráfica 1.1.2-c	Global: incertidumbre comercial .....	26
Gráfica 1.1.2-d	Global: exportaciones .....	26
Gráfica 1.1.5-a	Global: crecimiento del PIB e inflación globales y contribución por regiones al crecimiento .....	35
Gráfica 1.1.5-b	Global: PMIs de mercados desarrollados y mercados emergentes .....	37
Gráfica 1.1.5-c	Economías seleccionadas: PMIs Manufactureros .....	38
Gráfica 1.1.6	Balance de riesgos: vulnerabilidades y riesgos globales .....	39
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB .....	43

Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	43
Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: deuda federal bruta .....	44
Gráfica 1.2.1-d	Estados Unidos: gasto en intereses de la deuda federal e ingresos aduaneros .....	44
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: masa monetaria M3 .....	45
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: títulos en cartera con propósitos de política monetaria .....	45
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB .....	46
Gráfica 1.2.2-d	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	46
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB .....	48
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	48
Gráfica 1.2.3-c	España: índice de precios al consumidor .....	49
Gráfica 1.2.3-d	España: índice de precios inmobiliario residencial .....	49
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB .....	50
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	50
Gráfica 1.2.4-c	Alemania: fabricación de automóviles y producción de acero .....	51
Gráfica 1.2.4-d	Alemania: índice de producción industrial .....	51
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB .....	52
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	52
Gráfica 1.2.5-c	Italia: fabricación de automóviles .....	53
Gráfica 1.2.5-d	Italia: rendimiento del bono del gobierno a 10 años .....	53
Gráfica 1.2.6-a	Francia: descomposición y previsiones del PIB .....	54
Gráfica 1.2.6-b	Francia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	54
Gráfica 1.2.6-c	Francia: Italia: rendimiento del bono del gobierno a 10 años .....	55
Gráfica 1.2.6-d	Francia: deuda del gobierno .....	55
Gráfica 1.2.7-a	Portugal: descomposición y previsiones del PIB .....	56
Gráfica 1.2.7-b	Portugal: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	56
Gráfica 1.2.7-c	Portugal: índice de precios del inmobiliario residencial .....	57
Gráfica 1.2.7-d	Portugal: salario medio ajustado por inflación vs economías seleccionadas .....	57
Gráfica 1.2.8-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB .....	58
Gráfica 1.2.8-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	58
Gráfica 1.2.8-c	Reino Unido: índice de producción industrial .....	59
Gráfica 1.2.8-d	Reino Unido: Índice de Precios al Consumidor .....	59
Gráfica 1.2.9-a	Japón: tipo de interés de política monetaria .....	60
Gráfica 1.2.9-b	Japón: tipo de cambio .....	60
Gráfica 1.2.9-c	Japón: descomposición y previsiones del PIB .....	61
Gráfica 1.2.9-d	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	61
Gráfica 1.2.10-a	Turquía: tipo de cambio .....	62
Gráfica 1.2.10-b	Turquía: inflación general .....	62
Gráfica 1.2.10-c	Turquía: descomposición y previsiones del PIB .....	63
Gráfica 1.2.10-d	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	63
Gráfica 1.2.11-a	México: descomposición y previsiones del PIB .....	65
Gráfica 1.2.11-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	65
Gráfica 1.2.11-c	México: tipo de cambio .....	66
Gráfica 1.2.11-d	México: tipos de interés de política monetaria .....	66
Gráfica 1.2.12-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB .....	67
Gráfica 1.2.12-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	67
Gráfica 1.2.12-c	Brasil: tipos de interés de política monetaria y bono a 10 años .....	68
Gráfica 1.2.12-d	Brasil: tipo de cambio vs dólar y euro .....	68
Gráfica 1.2.13-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB .....	69
Gráfica 1.2.13-b	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	69
Gráfica 1.2.13-c	Argentina: tipo de interés de política monetaria .....	70
Gráfica 1.2.13-d	Argentina: tipo de cambio .....	70
Gráfica 1.2.14-a	Colombia: descomposición y previsiones del PIB .....	71
Gráfica 1.2.14-b	Colombia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	71
Gráfica 1.2.14-c	Colombia: tipo de cambio .....	72
Gráfica 1.2.14-d	Colombia: tipo de interés de política monetaria .....	72
Gráfica 1.2.15-a	Chile: descomposición y previsiones del PIB .....	73

Gráfica 1.2.15-b	Chile: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	73
Gráfica 1.2.15-c	Chile: tipo de cambio .....	74
Gráfica 1.2.15-d	Chile: tipo de interés de política monetaria .....	74
Gráfica 1.2.16-a	Perú: descomposición y previsiones del PIB .....	75
Gráfica 1.2.16-b	Perú: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	75
Gráfica 1.2.16-c	Perú: tipo de cambio .....	76
Gráfica 1.2.16-d	Perú: tipo de interés de política monetaria .....	76
Gráfica 1.2.17-a	China: descomposición y previsiones del PIB .....	77
Gráfica 1.2.17-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	77
Gráfica 1.2.17-c	China: tipos de interés de depósito para los hogares .....	78
Gráfica 1.2.17-d	China: tipo de cambio .....	78
Gráfica 1.2.18-a	Indonesia: tipo de cambio .....	79
Gráfica 1.2.18-b	Indonesia: tipo de interés de política monetaria .....	79
Gráfica 1.2.18-c	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB .....	80
Gráfica 1.2.18-d	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	80
Gráfica 2.1.1-a	Global: previsiones de crecimiento de las primas .....	83
Gráfica 2.1.1-b	Global: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas .....	84
Gráfica 2.1.1-c	Global: contribución al crecimiento de las primas Vida por regiones económicas .....	85
Gráfica 2.1.1-d	Global: contribución al crecimiento de las primas No Vida por regiones económicas .....	86
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo .....	87
Gráfica 2.1.3	Alemania: crecimiento nominal de las primas .....	88
Gráfica 2.1.4	Italia: crecimiento nominal de las primas .....	88
Gráfica 2.1.5	España: crecimiento nominal de las primas .....	89
Gráfica 2.1.6	Portugal: crecimiento nominal de las primas .....	89
Gráfica 2.1.7-a	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo .....	90
Gráfica 2.1.7-b	Reino Unido: crecimiento nominal de las primas .....	90
Gráfica 2.1.8-a	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo .....	91
Gráfica 2.1.8-b	Estados Unidos: crecimiento nominal de las primas .....	91
Gráfica 2.1.9-a	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo .....	92
Gráfica 2.1.9-b	Brasil: crecimiento nominal de las primas .....	92
Gráfica 2.1.10-a	México: curva de tipos de interés libres de riesgo .....	93
Gráfica 2.1.10-b	México: crecimiento nominal de las primas .....	93
Gráfica 2.1.11	Argentina: crecimiento nominal de las primas .....	94
Gráfica 2.1.12-a	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo .....	95
Gráfica 2.1.12-b	Turquía: crecimiento nominal de las primas .....	95
Gráfica 2.1.13-a	China: curva de tipos de interés libres de riesgo .....	95
Gráfica 2.1.13-b	China: crecimiento nominal de las primas .....	96
Gráfica 2.1.14-a	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo .....	96
Gráfica 2.1.14-b	Japón: crecimiento nominal de las primas .....	97

## Recuadros

Recuadro 1.1.2	Actualización de política monetaria .....	20
Recuadro 1.1.3-a	Divisas, cuenta corriente y ajuste externo: una visión integrada en torno al dólar estadounidense .....	29
Recuadro 1.1.3-b	11 verticales de la geopolítica global .....	31



# Referencias

1/ Véase: Mapfre Economics (2025), *Panorama económico y sectorial 2025: perspectivas hacia el segundo semestre*, Madrid, Fundación Mapfre.

2/ El patrón “K” esquematiza un patrón de consumo divergente o desigual dentro de una economía, donde diferentes grupos de ingresos experimentan crecimientos marcadamente distintos. El brazo superior de la “K” representa a los hogares con ingresos más altos y las grandes empresas, que experimentan un crecimiento sólido, riqueza en expansión y una economía vibrante. En tanto que el brazo inferior representa a las personas con ingresos más bajos y las pequeñas empresas, que continúan enfrentando dificultades, estancamiento o declive económico.

3/ Estimaciones realizadas por Mapfre Economics a partir de los datos históricos obtenidos de organismos nacionales de supervisión, así como de los recopilados por Swiss Re.

4/ Las curvas de tipos de interés libres de riesgo que se presentan en el este capítulo del informe (así como las curvas del mercado interbancario en el caso de Brasil), no incluyen el ajuste por riesgo de crédito.

5/ Véanse: Swiss Re Institute (2025). *2025 marks sixth year insured natural catastrophe losses exceed USD 100 billion*. Press release, y Munich Re (2025). *Climate change presses on: Devastating wildfires and intense thunderstorms exacerbate losses for insurers*. Media information.

6/ Fitch Ratings, Howden, Guy Carpenter, Gallagher Re, Mapfre Re.

7/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-submits-first-bundle-technical-standards-european-commission-after-review-solvency-ii-2025-07-14\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-submits-first-bundle-technical-standards-european-commission-after-review-solvency-ii-2025-07-14_en)

8/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-opens-consultation-rules-resolution-colleges-and-reporting-requirements-under-irrd-2025-07-22\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-opens-consultation-rules-resolution-colleges-and-reporting-requirements-under-irrd-2025-07-22_en)

9/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-launches-new-set-consultations-related-solvency-ii-review-2025-10-09\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-launches-new-set-consultations-related-solvency-ii-review-2025-10-09_en)

10/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/consultations/consultation-revised-its-matching-adjustment-approval-solvency-ii-review\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/consultations/consultation-revised-its-matching-adjustment-approval-solvency-ii-review_en)

11/ Véase: <https://www.iais.org/uploads/2025/12/Global-Insurance-Market-Report-2025.pdf>

12/ Véase: <https://www.iais.org/uploads/2025/07/Application-Paper-on-the-supervision-of-artificial-intelligence.pdf>

13/ *Margin call* es una solicitud de aportar más garantías para cubrir posibles pérdidas en un contrato financiero; reducen el riesgo de crédito de contraparte y el riesgo sistémico en el mercado de derivados.

14/ Los *haircuts* se aplican tanto a los activos en cartera, para estimar la liquidez potencial obtenible en caso de venta, como a las ventas bajo escenarios de estrés, para reflejar la posible menor liquidez generada, aunque EIOPA reconoce que este segundo uso introduce un desequilibrio artificial entre compras y ventas que amplía en la práctica el *bid-ask spread* de los activos menos líquidos y puede sobrestimar las necesidades de liquidez de los IORPs.

15/ Véase EIOPA (2025), *IORP Stress Test Report*. El indicador de sostenibilidad expresado como ratio sobre los activos líquidos iniciales, mide la capacidad de las IORP para absorber salidas netas de efectivo bajo distintos escenarios: valores superiores al 100% indican mejora de la liquidez, entre 0% y 100% una reducción, y valores negativos, una insuficiencia.



## Otros informes de

 **mapfre** Economics

Mapfre Economics (2025), *Tendencias y elementos para el desarrollo de los mercados aseguradores*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2025), *GIP-MAPFRE 2025*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2025), *El mercado asegurador latinoamericano en 2024*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2025), *Ranking de reaseguradores 2024*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2025), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2024*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2025), *Panorama económico y sectorial 2025: perspectivas hacia el segundo semestre*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2025), *Cambio climático, riesgos extraordinarios y políticas públicas*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2025), *Ranking de ingresos de los mayores grupos aseguradores europeos 2024*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2025), *Primas y ratios de solvencia de los principales grupos aseguradores europeos*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2025), *El mercado español de seguros en 2024*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2024), *Crédito y actividad aseguradora*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2024), *Ahorro e inversiones del sector asegurador: una actualización*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2024), *Demografía: un análisis de su impacto en la actividad aseguradora*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2024), *Entorno de riesgos 2024-2026: tipología y análisis*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2024), *Perspectivas de los regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación Mapfre.

Mapfre Economics (2022), *Ahorro global tras la pandemia e inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación Mapfre.

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



#### AVISO

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

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

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

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



**Fundación  
mapfre**

**[www.fundacionmapfre.org](http://www.fundacionmapfre.org)**

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid





An aerial photograph of a large container ship docked at a port. The ship is covered in colorful shipping containers. Several large red gantry cranes are positioned along the dock, with one crane in the process of loading or unloading a container. The water is visible on the left and right sides of the ship. In the background, a city skyline is visible under a hazy sky. The entire image is overlaid with a semi-transparent red filter.

Fundación **mapfre**

[www.fundacionmapfre.org](http://www.fundacionmapfre.org)

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid