

An aerial photograph of a winding asphalt road on a mountain slope. The road is light grey and curves through a landscape of brownish-green grass and some rocky patches. A small blue car is visible on the road. The background shows a valley with a river and more greenery.

Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2020:
PERSPECTIVAS HACIA
EL SEGUNDO TRIMESTRE

MAPFRE Σconomics

**Panorama económico
y sectorial 2020:
perspectivas hacia el
segundo trimestre**

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

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

Citar como:

MAPFRE Economics (2020), *Panorama económico y sectorial 2020: perspectivas
hacia el segundo trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

MAPFRE Economics - mapfre.economics@mapfre.com

España: Carretera de Pozuelo, 52 - Edificio 1
28222 Majadahonda, Madrid

México: Avenida Revolución, 507
Col. San Pedro de los Pinos
03800 Benito Juárez, Ciudad de México

© De esta edición:

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

Abril, 2020.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Maximilian Antonio Bruno Horn

Verónica Martínez Vera

Almudena Aramburu González

José Luis Pozo Estudillo

Miguel Ángel Martínez Roa

Óscar García García

Contenido

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

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global	11
1.1.1 El Covid-19 y la nueva crisis global	11
1.1.2 Balance de riesgos	23
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	29
1.2.1 Estados Unidos	29
1.2.2 Eurozona	32
1.2.3 España	35
1.2.4 Alemania	37
1.2.5 Italia	39
1.2.6 Reino Unido	41
1.2.7 Japón	43
1.2.8 Turquía	45
1.2.9 México	47
1.2.10 Brasil	50
1.2.11 Argentina	52
1.2.12 China	52
1.2.13 Indonesia	55
1.2.14 Filipinas	57

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización.	61
2.1.1 Mercados globales	61
2.1.2 Eurozona	67
2.1.3 Alemania	70
2.1.4 Italia	71
2.1.5 España	72
2.1.6 Reino Unido	73
2.1.7 Estados Unidos	75
2.1.8 Brasil	77
2.1.9 México	79
2.1.10 Argentina	80
2.1.11 Turquía	82
2.1.12 China	83
2.1.13 Japón	85
2.1.14 Filipinas	87
2.2 Tendencias regulatorias	88

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas	91
--	----

Índice de gráficas, tablas y recuadros	95
---	----

Referencias	99
--------------------------	----

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2020: perspectivas hacia el segundo trimestre

Panorama económico

La emergencia de la pandemia del Covid-19 ha alterado la visión socio económica y política del mundo de manera radical. El proceso de contagio, aunado a las medidas de supresión impuestas en el mundo (distanciamiento social y confinamiento de la población) han producido *shocks* de demanda y oferta de dimensiones desconocidas hasta ahora. A lo anterior se ha sumado un tensionamiento en el mercado de petróleo que ha puesto presión adicional para determinados sectores económicos, tanto en países desarrollados como emergentes.

Las nuevas previsiones de crecimiento global que MAPFRE Economics presenta en este informe han pasado del 3,1%, que dábamos a inicios de año, a una contracción del PIB global que puede oscilar entre el -3,0% (en el *escenario base mínimo*) y el -8,2% (en el *escenario base estresado*), escenarios que pueden variar dependiendo del impacto que finalmente generen la propagación del virus y las medidas de supresión o contención que eventualmente se adopten.

En este último sentido, hemos sido testigos de una sincronía global en el relajamiento de las condiciones monetarias y financieras, aunque con un

desarrollo considerablemente menos coordinado e irregular desde el punto de vista de las medidas de política fiscal, las cuales, en general, contemplan estímulos directos, indirectos y de garantías que han oscilado desde el 15% del PIB en algunos países, hasta el 2% en otros. De esta forma, el escenario base de crecimiento económico e inflación que considera este informe es, por lo tanto, muy negativo entre los países desarrollados y, más aún, para el caso de los mercados emergentes debido a las vulnerabilidades acumuladas durante la última década y a la fuerte contracción de los ingresos del exterior, especialmente debido a la caída del precio del petróleo.

En las variantes del escenario base que se consideran en esta edición de nuestro *Panorama económico y sectorial*, el crecimiento económico revertirá con mayor o menor fuerza en 2021 y arrastrará una factura bajo la forma de incremento de la deuda pública de, al menos, 15% del PIB global. Cabe señalar que el informe no considera la cuantificación de un escenario alternativo propiamente dicho, pero este puede darse. Los ingredientes para ello serían: una pérdida de control de la pandemia, y una acción internacional estéril y fallida que alargase la recesión hasta convertirla en una depresión con potencial para generar un evento sistémico a través del sector financiero que no solo hiciese mayor la caída, sino más lejana y débil una eventual recuperación.

Mercados aseguradores

Como la economía, el sector asegurador está viviendo una situación que no tiene precedentes, al menos en los últimos cien años. La pandemia del Covid-19 ha derivado en una crisis sanitaria global que, a medida que se expande, está saturando los sistemas sanitarios tanto de los países emergentes como de los desarrollados. Esto ha obligado a adoptar medidas de distanciamiento social y de confinamiento de la población que están afectando a la economía y, por extensión, a los mercados aseguradores, con unas consecuencias que están todavía por determinarse, pero que podrían superar el impacto de las crisis más profundas de los últimos tiempos. La aplicación generalizada de políticas monetarias acomodaticias (junto con medidas adicionales no convencionales), acompañadas de políticas fiscales expansivas, podría estimular la recuperación de la economía y del sector asegurador. Sin embargo, no se espera que esto pueda suceder antes de 2021, existiendo una gran incertidumbre en cuanto a los efectos estructurales que pueden derivarse de la presente crisis.

La reacción de los principales bancos centrales a nivel global ha sido prácticamente inmediata, con la aplicación de medidas de expansión cuantitativa, a través de programas de adquisición de bonos (tanto soberanos como corporativos), que han resultado de gran ayuda para las entidades aseguradoras, al garantizar su liquidez y tener un efecto inmediato sobre las primas de riesgo (evitando que se incrementen de forma abrupta), lo que haría caer sus valoraciones y, por consiguiente, los fondos propios de las aseguradoras. Queda por ver hasta qué punto se verá afectada la solvencia de sus emisores, especialmente por lo que se refiere a los bonos corporativos, lo cual dependerá del tiempo que se prolongue la situación, lo que perjudicaría la posición de solvencia de las entidades aseguradoras con inversiones relevantes en este tipo de activos.

En el análisis de las peores crisis económicas vividas en los últimos cuarenta años desde 1980 que se incluye en este informe, puede observarse que, en general, caídas abruptas del PIB llevan consigo fuertes

retrocesos en las primas del negocio asegurador a nivel agregado, tanto en los mercados emergentes como en los desarrollados. No obstante, el efecto es asimétrico en las distintas líneas de negocio. Los seguros de autos, comercio, industriales y los de vida son los que más sufren y sufrirán las consecuencias de corto plazo de la crisis. Los seguros de salud, por su parte, han demostrado una gran resiliencia en estas situaciones, comportándose incluso de forma anti-cíclica en los peores momentos de las crisis. Los seguros del hogar y comunidades tienden a ralentizarse, sin llegar a experimentar grandes retrocesos. En el caso de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales, el efecto más desfavorable (con implicaciones estructurales y de medio-largo plazo) es el entorno de bajos tipos de interés, que hasta ahora era un problema propio de las economías de los países desarrollados, pero que se está extendiendo a los mercados emergentes. Los fuertes retrocesos de los mercados de valores, por otra parte, perjudican a los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume riesgo de inversión, en aquellos países en los que este tipo de productos han alcanzado un peso significativo. Los retrocesos del PIB, el entorno de bajos tipos de interés y las caídas de los mercados de valores perjudican a los seguros de Vida, por la pérdida de negocio y por los rescates que puedan producirse por parte de aquellas personas que caigan en una situación de necesidad como consecuencia de la crisis.

Como parte de los efectos de la actual crisis, las economías emergentes han sufrido fuertes salidas de flujos de inversión de cartera, con abruptas caídas en los tipos de cambio, lo que, unido a la caída en su PIB impactará de forma acusada en el volumen de negocio y en la rentabilidad de sus respectivos mercados aseguradores. Del referido análisis de las crisis económicas de las últimas cuatro décadas, se desprende que las caídas abruptas en el PIB de los mercados emergentes usualmente van acompañadas de fuertes caídas en el volumen de negocio. Sin embargo, cuando el PIB se recupera y vuelve a crecer, las primas de seguros retoman su crecimiento de forma robusta durante los tres o cuatro años posteriores a la crisis, muy por encima del crecimiento medio del PIB en los períodos de recuperación.

1. Panorama económico

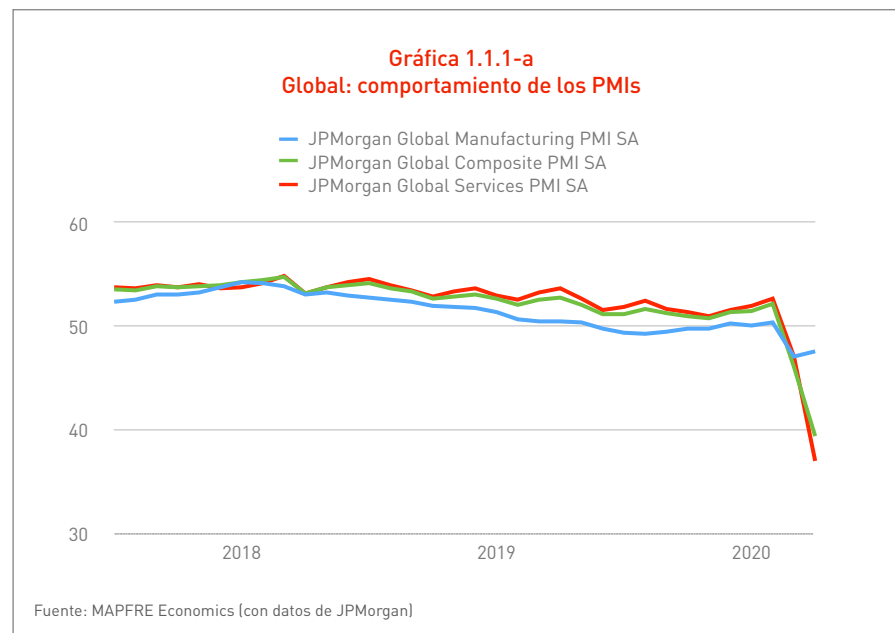
1.1 El panorama económico global

1.1.1 El Covid-19 y la nueva crisis global

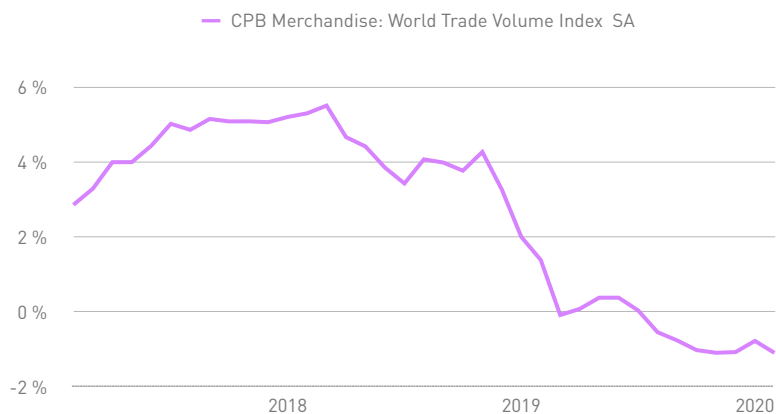
Hasta finales de enero, nuestro escenario central de desempeño económico global para 2020 era el de una tenue ganancia de tracción en la actividad global, aunque esta se anticipaba débil, frágil y elusiva debido a los importantes retos del momento (como la desigualdad, el cambio de modelo económico y los problemas derivados de la sostenibilidad ambiental)¹ y al hecho de que debía ir de la mano de una esperada pero difícil recuperación eventual de los mercados emergentes, acomodada por un nuevo periodo de estímulos monetarios en los mercados desarrollados. Sin embargo, la emergencia sanitaria nacida con la pandemia global del SARS-CoV-2 (Covid-19), que fue declarada como tal por la Organización Mundial de la Salud el 11 de marzo, está teniendo un efecto sin precedentes en la actividad económica. Aunque aún no se tienen datos de contabilidad nacional de la mayoría de los países, los indicadores de alta frecuencia permiten ver la intensidad de la contracción (véanse las Gráficas 1.1.1-a y 1.1.1-b).

Este deterioro está obligando al consenso a alterar totalmente las previsiones que se tenían para el conjunto del año 2020. De ese cambio de expectativas no solamente llama la atención el deterioro súbito (ya que ocurrió en menos de un mes), sino también la elevada incertidumbre en el

rango previsible del deterioro (véase la Gráfica 1.1.1-c). De manera análoga, MAPFRE Economics también ha considerado necesario alterar sus expectativas de crecimiento, inflación y del resto de variables globales, aunque sin llegar a definir dónde está el fondo de esta recesión, y considerando que la única referencia de intensidad y duración de este



Gráfica 1.1.1-b
Global: desempeño del volumen de comercio
(tasa de crecimiento, a/a)



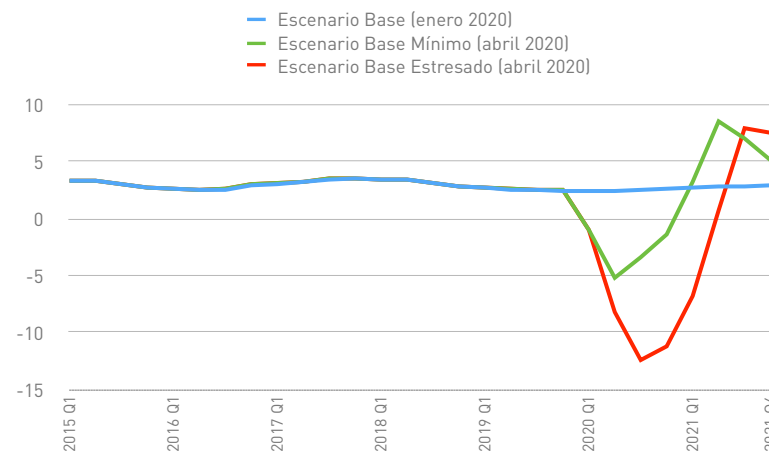
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del CPB Institute, Netherlands)

tipo de crisis nos lleva a un escenario similar al de la Segunda Guerra Mundial, por lo que, en tanto dure la actual crisis, nos limitaremos a dar un rango de previsiones.

Los dos extremos de la visión central: escenario base mínimo y escenario base estresado

Como se indica en el Recuadro 1.1.1-a, las diferencias entre la banda alta y baja de las previsiones en nuestra visión central (*escenario base mínimo* y *escenario base estresado*) está en función del nivel de estrés al que esta sometido el VIX, las primas de riesgo emergentes, el petróleo, la prima temporal y de riesgo y el comercio global en general. También hay diferencias sustanciales en la carga de deuda que se acumula en ambos escenarios. El *escenario base mínimo* (banda alta) considera que la

Gráfica 1.1.1-c
Global: cambio en las previsiones del PIB
(tasa de crecimiento, a/a)



Fuente: MAPFRE Economics

recesión se percibe fundamentalmente en el segundo trimestre del año y en parte del tercero, pero que la normalización resulta en un fuerte rebote en 2021. En contraposición, en el *escenario base estresado* (banda baja) la caída es más pronunciada (el doble), más duradera (uno o dos trimestres más) y el rebote en 2021 mucho menor.

A continuación, se presentan las principales características que se derivan del empleo de este enfoque en la preparación de las previsiones para este informe.

Escenario base mínimo: el crecimiento global se sitúa en -3,0%

- China recupera la actividad en segundo trimestre y las economías asiáticas son las que fundamentalmente se benefician de ello. El papel

de China como prestamista de última instancia en el mundo emergente no se ve deteriorado; su demanda de materias primas, turismo y bienes integrados se recupera gradualmente hasta restablecerse en el cuarto trimestre de 2020.

- Las medidas de “supresión” en el resto del mundo deprimen la demanda doméstica y externa, pero los estabilizadores automáticos funcionan mitigando su severidad y la curva de contagios se aplanando dando un receso que permite el inicio de la estrategia de contención a finales de año, lo que elimina trabas al repunte esperado de la actividad de 2021 en los mercados desarrollados.
- No hay retroalimentación entre el sector real y financiero. La crisis no genera un problema de solvencia en el mundo desarrollado, ni emerge algún tipo de riesgo no previsto. La liquidez se restablece, la solvencia permanece y no hay grandes depreciaciones de activos. No se desata un problema sistémico.
- El petróleo regresa al entorno de 40 USD/bl a finales de 2021. El VIX no se mantiene elevado, pero no en niveles comparables a los observados en la crisis de Lehman o la crisis China de 2015. El dólar se mantiene apreciado por debajo de 1,1 USD/EUR.

Escenario base estresado: el crecimiento global se sitúa en -8,2%

- Más países se infectan por mayor tiempo y con más severidad, con efectos sobre el sector financiero relevantes, en especial en los países de Asia Emergente y América Latina.
- El comercio global se contrae a lo largo de 2020 un 15%.
- El precio del petróleo permanece muy deprimido, debajo de los 15 USD/bl.

- Se produce un colapso de las ganancias (*capital earnings*) que conduce a cambios abruptos en la valoración a mercado de muchos activos en balance, efectos de casamiento entre activos y pasivos tienen que acontecer reduciendo significativamente el tamaño del mercado financiero y las posibilidades de financiación global. El papel de los *Safe Havens* aumenta, atesorando la liquidez y presionando tipos de interés a la baja, lo que causa daño mayor en el sistema financiero.
- El fondo de este ajuste, que acontece entre el último trimestre de 2020 y el primero de 2021, tiene efectos que se trasladan hasta bien entrado el año próximo.

La visión extrema: el escenario alternativo

El escenario alternativo (visión extrema), el cual no se ha cuantificado en este informe, es un escenario impredecible que implicaría cambios estructurales permanentes detonados por una crisis sistémica ocasionada por los riesgos y vulnerabilidades conocidos, o bien por la emergencia de aquellos aún no avistados que puedan tener un profundo efecto en la economía. Pese a que no se pueden hacer conjeturas sobre el mecanismo que llevaría a una situación extrema de esas características, sí se pueden hacer algunas suposiciones acerca de qué elementos mínimos deberían estar presentes: (i) no se cumplen los supuestos biológicos de nuestro escenario base acerca del contagio (estacionalidad y fatalidad del virus, entre otros) y (ii) prevalecen intereses nacionales sin que se llegue a algún tipo de coordinación internacional para atajar el problema, resultando de manera recurrente en medidas parciales y tardías sin potencia para el control de la epidemia.

En esta visión extrema, además, se supone que cualquiera de los riesgos avistados y reflejados en nuestro balance de riesgos (véase la Gráfica 1.1.2) desata una crisis financiera de alcance potencialmente sistémico que disloca el sector financiero del real impidiendo la vuelta a la normalidad en el futuro por no existir los mecanismos de mitigación del

Recuadro 1.1.1-a
Visión central en el escenario base

Visión central

Dada la dinámica de la pandemia del Covid-19, aunada a la coordinación y reacción internacionales, ya no se puede contar con una recesión corta y pronunciada en su salida (en forma de “V”). Por tanto, las alternativas que se han considerado en la preparación de este informe se centran en el espectro posible de una recesión con forma de “U” (suponiendo que la respuesta evite que la recesión ocasione daños permanentes), que dure entre 2 y 4 trimestres y con una profundidad variable modulada básicamente por la severidad biológica del virus y la rapidez e intensidad de las medidas tomadas. En definitiva, nuestra visión central en el escenario base de este informe es que hay relativo éxito en el aplanamiento de la curva de contagios que permite una recuperación en forma de “U”.

Esta visión tiene un rango de posibles escenarios y resultados y, por lo tanto, no nos referimos en este informe (como lo hemos hecho en nuestros análisis previos) a un escenario “base” y a uno “alternativo”, sino a un *escenario base mínimo* (EBM) y un *escenario base estresado* (EBE), ambos con probabilidades equivalentes que hacen de “bandas extremas” de todo un rango de previsiones.

El “escenario alternativo” a esta visión es lo que más adelante se detalla como “visión extrema”, y correspondería a uno caracterizado por un nuevo equilibrio de largo plazo, con disfunciones económicas permanentes tanto de oferta como de demanda y un sector financiero incapaz de realizar las funciones básicas (mitigar riegos, trasladar ahorro, promover demanda, etc.), dado que el *shock* ha apuntalado debilidades que se venían forjando y ahora se han materializado en el sector real. En nuestras versiones del “escenario base” (*escenario base mínimo* y *escenario base estresado*) se regresa, en un plazo mayor o menor, a los niveles pre-crisis, en tanto que

en el “escenario alternativo” (para el cual no se han incluido previsiones en este informe) no se regresa a estos niveles nunca más.

Los supuestos básicos del escenario base

En la preparación de las previsiones relativas al escenario base, se han considerado los siguientes supuestos generales:

1. **Naturaleza del virus.** En el lado más benigno del espectro de nuestra visión central (EBM), se supone que el SARS-CoV-2 (Covid-19) tiene una naturaleza estacional y remite en épocas calurosas. Este es el motivo también por el que su severidad en países calurosos (en su mayoría mercados emergentes) se espera limitada. Bajo esta visión, el virus muta a la velocidad de la influenza y permite una inmunización pasiva relativamente rápida (tras infectar al 20%-40% de la población). Su capacidad de contagio (R0) es aproximadamente el doble que la gripe común como se anticipaba. La tasa de fatalidad se ubica cerca del 1% y ambas cosas juntas permiten ratificar que el número de contagiados es entre 8 y 10 veces el número de casos reportados. La distribución temporal del virus no tiene un único máximo, sino que muestra un segundo rebrote, aunque de menor intensidad gracias a todos los supuestos antes enumerados.

En la visión más estresada del escenario base (EBE), algunos de estos supuestos se relajan, especialmente el de contagio e inmunización, lo que conduce a un rebrote estacional igual o más violento que el original al no haberse ganado suficiente inmunización y haberse fortalecido el virus. Además, a nivel económico y político, el desgaste es patente y la capacidad para resistir el choque es muy inferior a la observada en marzo.

Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Visión central en el escenario base

2. **Estrategia epidemiológica.** Se supone que la estrategia adoptada es inicialmente la de la “supresión” severa. En la visión central del escenario base (EBM), esta es exitosa y permite ganar tiempo para la búsqueda de tratamientos, vacunas y fortalecer el sistema sanitario. La estacionalidad del virus, además, aporta mayor margen de maniobra antes de dar paso a una fase de contención progresiva a partir de otoño.

Bajo una visión más estresada del escenario base (EBE), la naturaleza del virus obliga a un confinamiento más prolongado. Lo anterior, unido a la ausencia de estacionalidad y a una respuesta institucional erosionada, permiten que el virus se extienda más rápidamente de lo esperado. La estrategia de “supresión” da paso a una estrategia de “inmunización” colectiva más o menos involuntaria, en la que el número de contagiados crece con fuerza y la fatalidad también. Sin embargo, en este caso, como en el anterior, la diferencia la marca la información que es suficiente para establecer estrategias relativamente correctas que desembocan en un éxito más o menos tardío. Lo relevante de esta visión estresada es que, en extremos, la respuesta institucional al virus prioriza el soporte del sistema sanitario y la reducción de la incertidumbre a través de pruebas masivas para conocer el verdadero comportamiento y el alcance del virus. Se asume que, de este punto, depende fundamentalmente el éxito más o menos tardío de ambas estrategias.

3. **Reacción institucional.** En la visión central del escenario base (EBM) se asume que la reacción institucional es la correcta, con lo que el coste de la pandemia se consigue repartir a lo largo del tiempo sin conducir a situaciones extremas, y el desempleo creado es temporal y la mora se

mantiene controlada. De esta forma, no se llega a una situación sistémica, lo que desde el punto de vista del consenso se traduce en:

- Instituciones locales que administran correctamente la información relevante y gestionan expectativas sin provocar pánico ni descontento social.
- Agilización de la pronta recuperación de los mercados de bienes y factores con alteraciones regulatorias precisas.
- Activación de mecanismos destinados a evitar el colapso del sistema sanitario.
- Medidas económicas paliativas llegan correctamente en tiempo y forma: (a) *medidas fiscales* para la sustitución de rentas de manera temporal, participación sensible pero controlada del sector público (evitando “*crowding out*”) y garantías que permitan fluir el crédito en apoyo a la restitución de la actividad, especialmente la minorista; y (b) *medidas monetarias* que consiguen proveer liquidez sin fricciones al sistema y controlar los *spreads* soberanos, poniendo freno al deterioro de los activos en el balance del sistema financiero y sin un ajuste del balance del sistema financiero.

Por otra parte, en la visión estresada del escenario base (EBE), la duración de la recesión en los países más vulnerables transforma la crisis real en crisis financieras y soberanas con implicaciones reales. Bajo la visión estresada, América Latina y Turquía repiten crisis de balanza de pagos y de deuda como en los ochentas y noventas, y Asia emergente repite una suerte de crisis de liquidez similar a la vivida a finales de los noventas.

Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Visión central en el escenario base

4. **Precio del crudo.** En línea con lo explicado en el Recuadro 1.1.1-d, el acuerdo para reducir la oferta de petróleo en aproximadamente 10 millones de barriles diarios, intentó poner suelo a la caída del precio del Brent. Sin embargo, la ausencia de demanda y el exceso de inventarios existente mantienen los precios muy contenidos (llegando, incluso, a la “anormalidad” económica ocurrida cuando el precio de los futuros del mes de mayo tornó negativo), los cuales abandonan la marca actual en una dinámica muy gradual que roza los 40 USD/bl a finales de 2020 (20 USD/b, bajo la visión estresada del escenario base). Los países emergentes exportadores enfrentan una presión adicional por el recorte de ingresos y el deterioro de sus términos de intercambio, lo que debilita sus monedas y pone freno a la laxitud monetaria necesaria para amortiguar mejor la contracción.

5. **Dimensión financiera.** Se mantiene la presión sobre la liquidez en dólares, pese a las subastas de USD globales. El dólar se mantiene, por ello, apreciado contra todas las monedas y, eventualmente, detiene su senda depreciatoria estructural frente al euro. Las salidas de flujos de inversiones de cartera desde los mercados emergentes se frenan, pero el cambio de sesgo monetario en países emergentes no produce un retorno completo de flujos, los cuales que permanecen en busca de seguridad y en el High Yield. La presión sobre la cuenta financiera se mantiene en los mercados emergentes. Esto se debe, en parte, a que deben coexistir con todavía elevados niveles de aversión al riesgo global. La fuerte integración financiera de mercados como Brasil, México y Turquía son un elemento de tensión regional adicional, dado el temor a un colapso de índices regionales que pueda tener efecto sobre la valoración de activos a mercado.

Fuente: MAPFRE Economics

riesgo, transformación de plazo y estabilidad de balances que ofrece el sector financiero. La crisis financiera se desata por la materialización de algún tipo de riesgo de liquidez, de financiación de la deuda, de solvencia del sistema, de ausencia de ingresos o de contraparte. Riesgos que fundamentalmente actúan incrementando la aversión al riesgo global, el colapso de todos los ingresos y rentas y la anegación del sistema de activos financieros que no encuentran demanda. Estos detonantes producen salidas de flujos que resultan insostenibles en las cuentas financieras de los mercados emergentes, la depreciación de la mayoría de las monedas, así como de todo tipo de activos a través de ajustes en su valor presente neto (NPV) o su valor a mercado (renta variable crédito y renta), con el consiguiente ajuste del tamaño de los balances del sector real y financiero.

En este escenario alternativo, la crisis sanitaria producida por el Covid-19 termina pareciéndose en sus efectos a la ocurrida hace aproximadamente cien años. Aquella crisis sanitaria fue el preludio de los “ismos” en Europa; una crisis que no podemos ni queremos imaginar. El cambio de expectativas del mercado puede seguirse mensualmente en la analítica *on-line* preparada por MAPFRE Economics al efecto². En dicho mecanismo de revisión puede apreciarse que el amplio rango de previsiones es proporcional a la incertidumbre en las posibilidades de gestión del Covid-19.

En conveniente reiterar la idea que expresamos en nuestro informe anterior de que nos encontramos en un escenario de incertidumbre *knightiana* extrema en el que resulta imposible anticipar el resultado de

las decisiones de política económica y social ante el desarrollo impredecible del evento biológico, así como ante las consecuencias incrementales derivadas de las vulnerabilidades actuales que pueden convertir cualquier escenario global en uno dominado por nuevos riesgos de naturaleza e implicaciones aún desconocidas. Las decisiones de política económica y social en este escenario suponen un ejercicio de selección adversa total.

Biología, incertidumbre y crisis

La duración e intensidad de la actual crisis, así como la forma de la recuperación cuando esta remita, están condicionadas no solamente por la dinámica indefinida del proceso económico que conllevan, sino también por el propio proceso de descubrimiento continuo acerca de la naturaleza del virus. Al respecto, encontramos tres incógnitas determinantes: (i) el comportamiento del virus; (ii) la estrategia sanitaria óptima, y (iii) las opciones de política económica.

Comportamiento del virus

Dada su relativa novedad biológica, es poco lo que se conoce sobre el Covid-19. Se sabe que es una variante de un virus conocido, el SARS, que es de transmisión animal/humano, y que es altamente contagioso por fluidos y de letalidad moderada³. No obstante, son más las incógnitas y estas se ciernen sobre aspectos de su naturaleza, la cual condiciona la respuesta de política sanitaria y socio económica que se pueda tomar.

Algunas de las incógnitas más relevantes son: (a) su verdadera tasa de contagio-R0- (que se estima cercana a dos veces la tasa de la gripe común); (b) el número de verdaderos infectados (que se estima múltiplo 8x o 10x veces el número reportado de casos); (c) la verdadera tasa de letalidad; (d) el posible componente estacional; (d) si la inmunización (pasiva o activa) es posible y con qué celeridad (con qué porcentaje de población contagiada); (e) si los infectados asintomáticos son contagiosos

o no, y (f) de manera crucial, la verdadera distribución de los casos de contagio a lo largo del tiempo (la curva de contagio).

La estrategia sanitaria óptima

Todas las incógnitas antes mencionadas hacen de la búsqueda de una estrategia óptima de la gestión epidemiológica un ejercicio de selección adversa muy complejo, del cual solamente se puede asegurar que *cualquier* decisión que se tome con información parcial será siempre mejorable (un subóptimo) y estará fuertemente condicionada por un *trade-off* socio económico que puede llegar a ser implantable.

Así, la gestión de la crisis requiere dos tipos de decisiones con niveles de certidumbre muy diferentes; algunas evidentes y otras que dependen de la audacia de los supuestos que se hagan a la hora de decidir. En primer término, la parte más evidente es la relativa a *decisiones ineludibles*:

- El apoyo político y financiero incondicional y suficiente al sistema de salud para controlar la fatalidad; esto es especialmente importante en los países menos preparados para soportar la crisis (véase la Gráfica 1.1.1-d).
- La búsqueda de tratamientos paliativos y vacunas que garanticen un *back stop* al problema.
- La reducción de la incertidumbre acerca del comportamiento de la epidemia a través del muestreo y prueba aleatoria y de los propios infectados⁴.

Y, en segundo lugar, el otro tipo de decisión a tomar, que es menos evidente, es la *estrategia de control* (biológico y social) de la pandemia. Aunque hay infinidad de variantes, las dos grandes vías que se debaten actualmente son la “contención” (*containment*) y la “supresión” (*supression*), ambas basadas

en supuestos bastante restrictivos dada la ausencia de información suficiente, y con consecuencias sanitarias, sociales y económicas muy diferentes. La decisión de política sanitaria orbita en torno a la gestión del contagio y, por tanto, los dos lados del espectro de dichas medidas, en realidad se diferencian fundamentalmente por el nivel objetivo del parámetro de su capacidad de contagio (R0).

Contención

- Busca reducir el R0 hasta niveles alineados con el objetivo de hacer manejable una inmunización colectiva, para lo que sería necesario contagiar entre el 20% y el 80% de la población⁵.

- Tiene costes económicos manejables, pero no así para el sistema de salud. Por lo general, se implanta cuando se cuenta con sistemas sanitarios fuertes (véase la Gráfica 1.1.1-d).

- Supone, sin embargo, que la inmunización es posible y que es posible reducir el R0 y mantenerlo bajo control para permitir la inmunización.

Supresión

- Busca reducir el R0 por debajo de 1, que es cuando se vuelve recesivo, a fin de ganar tiempo para aprovechar la estacionalidad del virus, crear tratamientos y vacunas, evitar el colapso del sistema médico y reducir la fatalidad.

Gráfica 1.1.1-d
Global: métricas de preparación de los sistemas sanitarios



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la OMS)

- Tiene el inconveniente de que deja a la población vulnerable ante rebrotes futuros, puesto que fortalece la cepa contra la que no se ha conseguido la inmunización.
- La experiencia histórica demuestra que el virus regresa estacionalmente y obliga a cambiar a la estrategia de *contención*.
- El coste económico es mayúsculo debido a disrupciones de suministros, la aversión al riesgo y las implicaciones financieras que pueden llegar a alcanzar.

Opciones de política económica

A partir de la estrategia sanitaria implementada por la mayor parte de los países, es claro que los costes económicos serían muy superiores si no se hubiesen implementado medidas de apoyo monetario y fiscal⁶, y probablemente los daños (por ahora transitorios) podrían pasar a ser permanentes. Estas medidas han estado orientadas a evitar el colapso de la demanda agregada (liquidez, solvencia, empleo), devolver la flexibilidad a los mercados de factores y hacer de cortafuegos entre el sector real y financiero para evitar recurrencias perversas que refuercen el deterioro cíclico (quiebras, tensionamiento soberano, etc.). En nuestra opinión, el éxito de estas medidas dará lugar a que la actual crisis tenga una salida más o menos ordenada (en forma de “U”), o bien que conduzca a un nuevo equilibrio de menor crecimiento y pérdida de bienestar permanente (en forma de “L”). Ambas alternativas representan los posibles escenarios de este documento, uno central base (“U”) y uno extremo (“L”).

Las opciones de política económica para evitar los anteriores efectos se agrupan en cuatro grupos: (i) coordinación institucional y regulatoria orientada a dinamizar la recuperación de los sectores más perjudicados por las medidas de supresión; (ii) las medidas monetarias orientadas a proveer liquidez, garantizar la estabilidad del balance del sistema

financiero y acomodar las medidas de política fiscal; (iii) las medidas fiscales orientadas a financiar el *shock* sanitario, sostener las rentas e invertir en el potencial de crecimiento económico aprovechando los amplios multiplicadores existentes (véase el Recuadro 1.1.1-b), y (iv) la búsqueda de mecanismos de financiación y mutualización de los costes de la crisis orientados a buscar espacio fiscal suficiente (doméstico, internacional o multilateral).

El enfoque de la política económica global ha sido el de la contención de los efectos de las decisiones de gestión de la epidemia que, en general, se ha encauzado por la vía de la estrategia sanitaria de supresión. La estrategia, más o menos generalizada, de *supresión* ha supuesto una disrupción económica con tres dimensiones diferenciadas:

1. *Demanda*. Marcada por la reducción de rentas salariales y no salariales que han llevado a postergar la demanda (consumo, inversión en equipo y residencial), además de reducir la propensión al consumo por motivo precaución. Esto ha afectado a todos los sectores de proximidad como el turístico y la restauración, siendo insuficiente el efecto mitigante de la demanda pública.
2. *Oferta*. Marcada por la dislocación de las cadenas de valor y del comercio mundial, ha producido cuellos de botella y desabastecimiento de inventarios, llevando al parón productivo y a distorsiones de precios de manera localizada.
3. *Mercados financieros*. Marcada por el incremento de la aversión al riesgo (VIX), la búsqueda de activos refugio, problemas de balanza de pagos, inestabilidad cambiaria, apreciación del dólar y encarecimiento de las condiciones financieras globales pese al esfuerzo de los bancos centrales. Asimismo, ha generado escasez de la liquidez en dólares y riesgo de reprecación de activos por el efecto de la caída de ingresos de manera permanente (a través de valuaciones a NPV o a mercado). La recurrencia entre los efectos reales y financieros es tanto mayor

Recuadro 1.1.1-b
Medidas de política económica

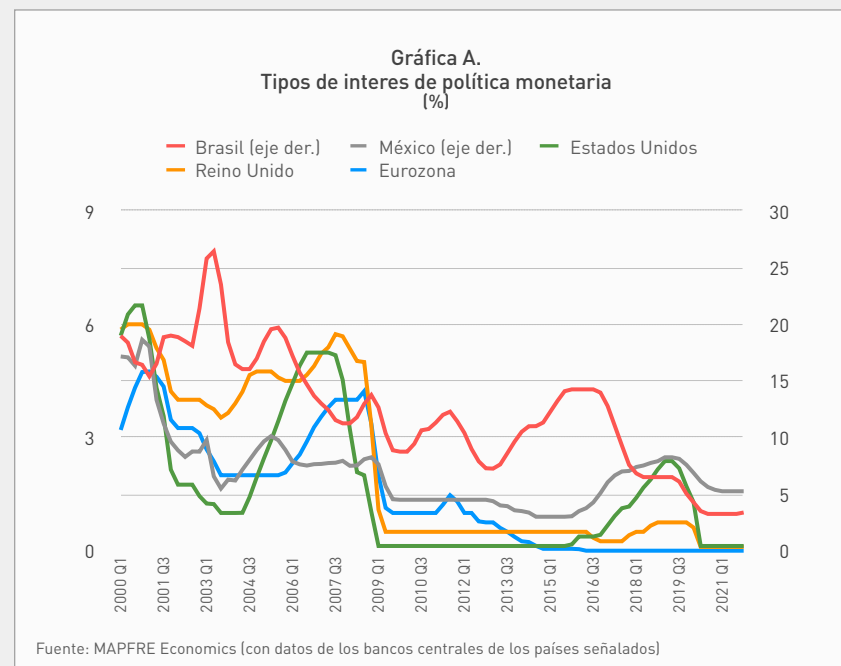
Política económica y Covid-19

Hasta la fecha de publicación de este informe, la respuesta de política económica ante la expansión de la pandemia del Covid-19 ha estado orientada a frenar el deterioro inmediato y estabilizar la economía. Una referencia acerca de las medidas globales tomadas a tal efecto puede encontrarse en la recopilación que hace el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹, aunque, en general, pueden resumirse en medidas para: (i) sustituir la demanda; (ii) evitar una crisis de liquidez que pueda transformarse en una de solvencia; (iii) freno al deterioro de las expectativas financieras y del sector real (productores y consumidores); (iv) freno al deterioro de las rentas del sector privado y sus implicaciones sobre el desempleo y las quiebras tanto personales como corporativas; (v) hacer de cortafuegos que evite la recurrencia perversa entre el sector real y el financiero y, fundamentalmente, (vi) evitar que un *shock* temporal como el Covid-19 se convierta en uno permanente.

Desde un punto de vista analítico, las principales medidas de política económica se sintetizan en lo siguiente:

1. **Política monetaria.** De manera generalizada, se han situado en terreno ultra acomodaticio, tanto en mercados desarrollados como emergentes (aunque estos en menor grado, intentando así paliar las salidas de flujos de cartera). Esta laxitud se ha implementado a través de:
 - Recortes agresivos de tipos de interés (en donde había margen para hacerlo). Esto ha llevado los tipos en mercados desarrollados

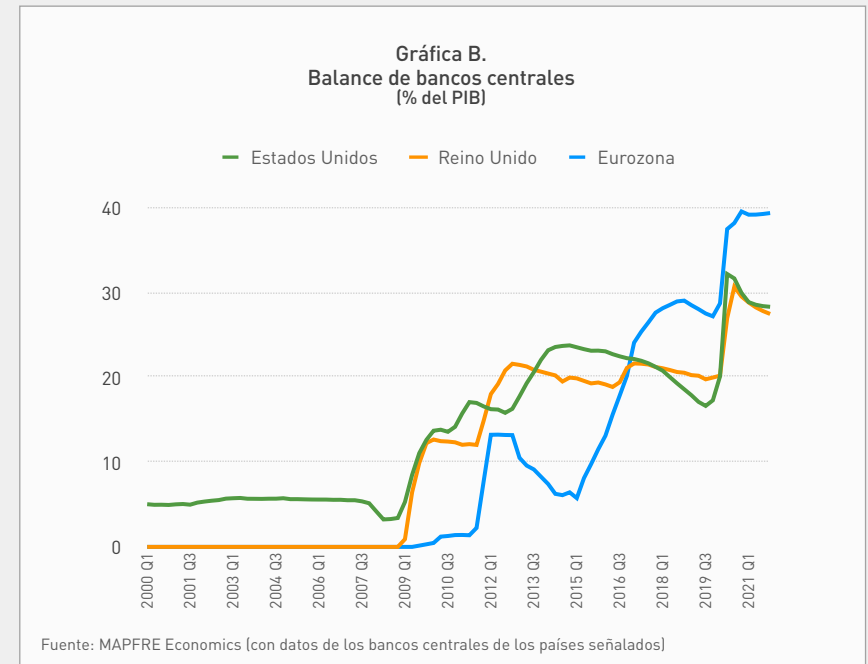
virtualmente hasta la *Zero Lower Bound* (ZLB), como en Estados Unidos o Reino Unido, siendo seguidos en muchos casos por mercados emergentes como Brasil y México, lo que contribuyó parcialmente a una depreciación de su moneda (véase la Gráfica A).



Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Medidas de política económica

- Ampliación de balance. La Reserva Federal accede a compras de hasta 700 millardos de dólares (en la crisis de Lehman fue de 600 millardos de dólares) y se abre a que las compras puedan ser ilimitadas; el Banco Central Europeo (BCE) se prepara para compras de 750 millardos de euros (véase la Gráfica B).
 - Freno al deterioro del valor de activos. Mediante la ampliación del menú de compras de las instituciones monetarias a activos respaldados por hipotecas (MBS), deuda corporativa, ETFs, etc.
 - Medidas de liquidez y solvencia. Subastas coordinadas de liquidez en dólares, flexibilización de los requisitos de capital del sistema bancario (con capacidad de liberar hasta 20 millardos de dólares en liquidez).
2. **Política fiscal.** Independientemente de la existencia de espacio fiscal suficiente, la mayor parte de los países se han embarcado en un ejercicio de ampliación del déficit sin precedentes que, en gran medida, terminará en forma de deuda pública. Se estima que, a finales de 2021, la deuda pública total se haya incrementado entre 15 y 25 puntos básicos (pbs) del PIB global. En la Tabla A puede verse una relación de las medidas más relevantes en este sentido. Estas, básicamente se han traducido en medidas directas, indirectas y de garantías públicas, y están destinadas a suavizar la demanda (en forma de consumo público), la compensación de rentas (transferencias) y evitar una crisis de liquidez y solvencia.

Además, se están promoviendo enfoques más radicales (de consecuencias aún inciertas) como la articulación de planes de



diversos fondos de rescate (Europa), la monetización del déficit (Estados Unidos) e incluso la creación de rentas salariales universales (algunos países); experimentos que deben ser tratados con extrema cautela.

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Medidas de política económica

Los países emergentes, con menor espacio de políticas públicas disponible, posiblemente requerirán acudir a instituciones multilaterales para habilitar medidas comparables a las implementadas entre los países desarrollados. En este sentido, se ha puesto el foco en el FMI y en los mecanismos para dar liquidez no condicional, como los Derechos Especiales de Giro (*Special Drawing Rights*, SDRs), que son títulos intercambiables (a 1,36/USD) entre el sistema de bancos centrales y el FMI. Se calcula que la liquidez contenida en el sistema en forma de SDRs es aproximadamente 200 millardos de dólares. Durante la crisis de Lehman, estos mismos requirieron 250 millardos de dólares en este tipo de instrumentos, por lo que el FMI está debatiendo crear nuevas emisiones que pueden llegar a oscilar entre 500 millardos y 4 billones de dólares. Cabe señalar que el FMI es la única entidad que puede funcionar como prestamista de última instancia del mundo emergente.

1/ Véase: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>

Fuente: MAPFRE Economics

Tabla A.
Impacto de las medidas fiscales para enfrentar el Covid-19
 (% del PIB)

	Directo	Indirecto	Garantías	Total
América				
Estados Unidos	5,2 %	4,1 %	-	9,3 %
Colombia	1,4 %	-	-	1,4 %
Jamaica	1,1 %	0,0 %	-	1,2 %
Costa Rica	0,0 %	0,8 %	-	0,8 %
México	0,7 %	-	-	0,7 %
Guatemala	0,1 %	0,4 %	-0,1 %	0,6 %
Panamá	0,0 %	0,1 %	-	0,2 %
Europa				
Alemania	9,0 %	2,9 %	11,6 %	23,6 %
Italia	1,4 %	-	19,2 %	20,6 %
Rep. Checa	1,8 %	-	16,1 %	17,8 %
Reino Unido	1,5 %	-	15,1 %	16,6 %
Francia	1,9 %	-	12,4 %	14,3 %
Croacia	1,2 %	11,7 %	-	13,0 %
Polonia	3,0 %	4,7 %	1,8 %	9,5 %
España	1,2 %	-	7,2 %	8,4 %
Suiza	1,1 %	0,2 %	-	1,4 %
Asia y Medio Oriente				
China	4,0 %	-	-	4,0 %
Corea del Sur	1,0 %	2,6 %	-	3,6 %
Israel	1,0 %	2,1 %	-	3,1 %
Japón	2,3 %	0,3 %	-	2,6 %
Egipto	0,0 %	1,9 %	-	1,9 %
Filipinas	1,0 %	-	-	0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de autoridades nacionales, actualización abril 2020)

cuanto mayores son las vulnerabilidades locales. Los mercados emergentes, en general, y América Latina, en particular son casos paradigmáticos (véase el Recuadro 1.1.1-c).

1.1.2 Balance de riesgos

El mapa de riesgos actual (véase la Gráfica 1.1.2) permanece de manera similar a lo presentado en nuestro reporte anterior⁷, pero ahora su naturaleza no es la de posibles catalizadores de una recesión, sino agravantes añadidos que pueden operar sobre el escenario actual y convertir la recesión avistada en forma de “U” en una en la que se produzca un cambio de equilibrio, caracterizado por una depresión de la que dada la dislocación del sector financiero tras un evento sistémico, no se consiga regresar a la normalidad (en forma de “L”).

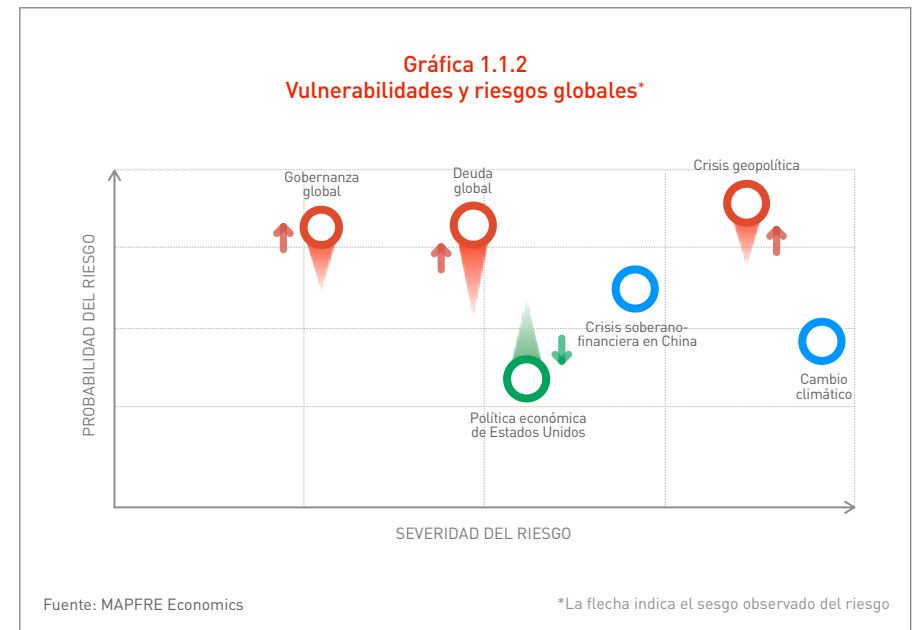
Gobernanza global

En general, la implementación de la estrategia sanitaria de supresión para enfrentar la propagación de la pandemia del Covid-19, aunada a sus efectos sobre la actividad económica, pueden generar un aumento de las tensiones sobre la gobernabilidad en el mundo, en especial en aquellas regiones (países emergentes) en donde los sistemas de salud sean más débiles y se muestren menos preparados para enfrentar la emergencia.

Por otra parte, en la Eurozona, el avance en el intento para poner en práctica medidas comunes (eurobonos, ayudas como el rescate a través del MREL, QE ilimitado), en caso de ser insuficientes y de mayor cohesión, puede suponer un antes y un después en términos de mayor fractura y de fortalecimiento de los populismos, creando una situación como la vivida con M. Draghi en la crisis del euro.

Deuda global

En necesario insistir en que la vulnerabilidad asociada a los niveles de deuda global sigue en ascenso. La disrupción en los flujos de caja que deterioren la capacidad del servicio de la deuda con crecientes alarmas de iliquidez en el sistema, puede desembocar, en última instancia, en problemas de solvencia que se inserten en los balances de los bancos convirtiendo la crisis derivada del Covid-19 en una crisis de naturaleza sistémica. A su vez, en sus intentos por estimular la economía, los gobiernos van a incurrir en mayores déficits, en un entorno de prestatarios débiles que pueden reaccionar negativamente a las necesidades en las que incurran.



Recuadro 1.1.1-c
El Covid-19 y las vulnerabilidades de los mercados emergentes

La vulnerabilidad de los mercados emergentes

En la última década, los mercados emergentes han experimentado un aumento de su vulnerabilidad financiera y de la deuda en un contexto de crecimiento económico tibio, ralentización del comercio, lentitud de las inversiones reales y crecientes desigualdades de ingresos. Cabe señalar que esto es especialmente cierto en América Latina, donde predomina el bajo crecimiento de la productividad y del PIB, así como la falta de ahorro doméstico intermediado por el sector financiero; problemas que exponen a esta región a *shocks* exógenos que puedan transmitirse a través de su cuenta corriente o del *stock* de deuda con el exterior.

De esta forma, mercados emergentes (que ya corrían un alto riesgo de sufrir problemas de deuda externa soberana a finales de 2019) han llegado a la fecha de hoy con una muy elevada carga de la deuda. Se estima que la deuda total supera el 220% del PIB de los mercados emergentes, siendo la deuda privada cercana a tres cuartas partes de esta, en su mayor parte debido a la expansión del apalancamiento de las empresas privadas (véase la Gráfica A).

Además, la creciente proporción de deuda soberana (que es propiedad de instituciones extranjeras no bancarias) ha supuesto un aumento de los costes del servicio de la deuda y un alud de obligaciones sobre bonos internacionales con plazos de vencimiento relativamente cercanos en el tiempo que acaecerán a lo largo de la próxima década. Especialmente relevante son las necesidades de financiación externa (saldo de la cuenta corriente y amortizaciones de deuda) de los países emergentes, cuyo monto supone entre 8% y 25% del PIB

A lo anterior se suma que se estima que una gran parte de la deuda de las empresas privadas no financieras de los países emergentes (alrededor del 35%) está en manos de acreedores externos, y denominada en moneda extranjera. Y, por último, pero no menos importante, la deuda corporativa en muchos mercados emergentes se está expandiendo mucho más rápidamente que la inversión en capital físico, lo que sugiere un sesgo especulativo sin visos de poder aumentar el potencial de crecimiento y, por lo tanto, la capacidad de amortización en el futuro.

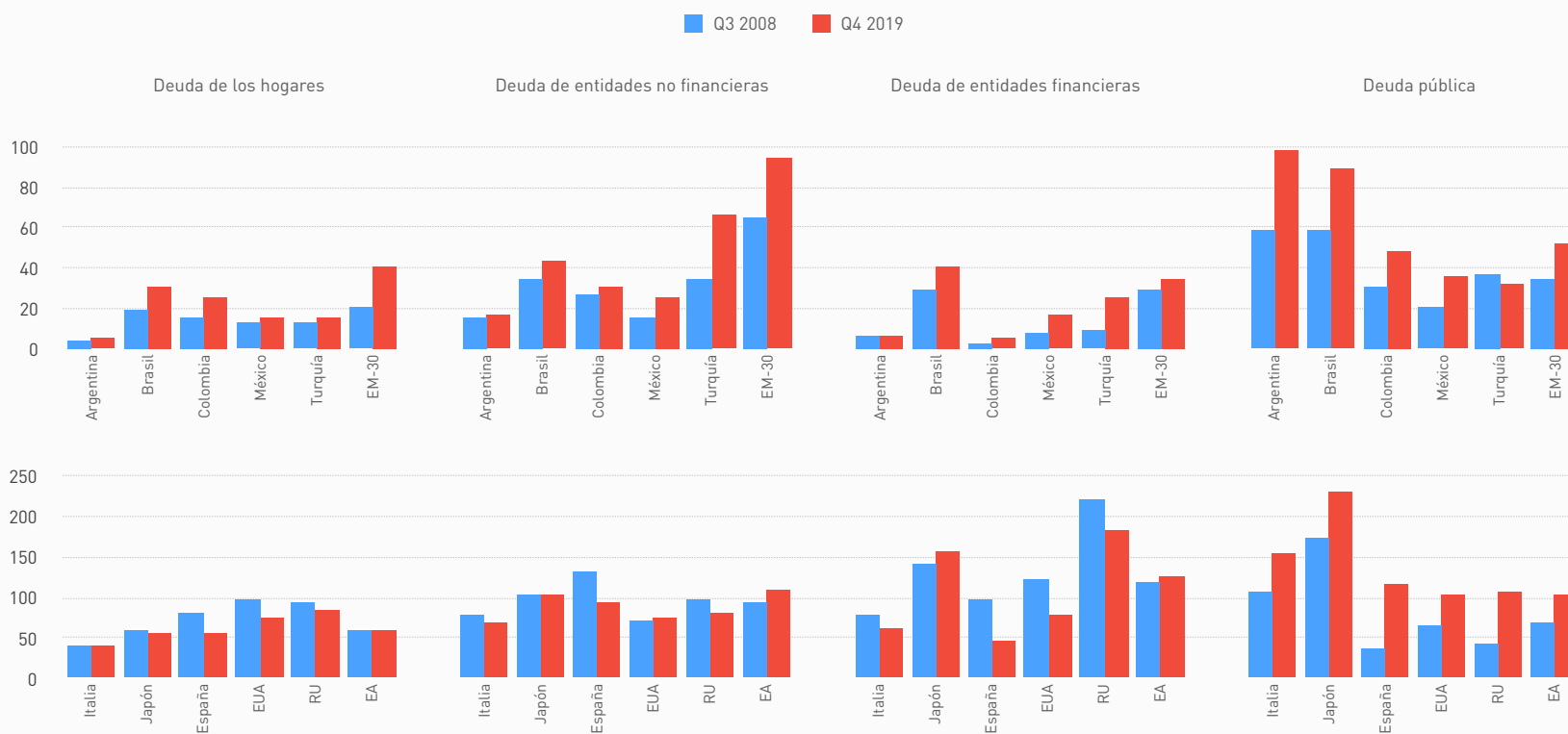
La irrupción de la crisis del Covid-19

Este endeudamiento, cada vez más complejo, peligroso y de rápido crecimiento, no augura nada bueno para la capacidad de soportar otro choque externo como el causado por el Covid-19, máxime cuando la posición de liquidez de estos mercados está tan gravemente amenazada. Las razones son tanto de *stock* como de *flujo*. Por un lado, la relación entre las reservas internacionales y la deuda a corto plazo (*stock*), ha venido disminuyendo desde 2009 de manera constante hasta la fecha. Y, por otro, la desaceleración del crecimiento experimentada desde mediados de 2019, ha visto una reducción de los ingresos de exportación (*flujo*), tanto por el menor volumen comercial como por el deterioro de los términos de intercambio íntimamente ligados a la caída del precio de las materias primas no agrarias. Es por ello que los ingresos de exportación y las reservas directas no parecen ser suficientes para frenar los desequilibrios acumulados, por no hablar de los efectos del Covid-19.

Por último, entendiendo que esta crisis también conlleva un choque del lado de la oferta, es necesario anticipar lo que sucederá en el futuro de una región tan profundamente integrada comercialmente y en términos

Recuadro 1.1.1-c (continuación)
El Covid-19 y las vulnerabilidades de los mercados emergentes

Gráfica A.
 Mercados emergentes vs desarrollados: niveles de deuda por segmentos (% del PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del IIF)

Recuadro 1.1.1-c (continuación)
El Covid-19 y las vulnerabilidades de los mercados emergentes

de financiación con China, un país que ha sido fuertemente afectado por la crisis sanitaria y, por otro lado, por la enorme condicionalidad que las restricciones de movilidad están imponiendo sobre el ciclo. Como se confirma en la [analítica preparada por MAPFRE Economics](https://app.klipfolio.com/published/caccb158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/respuesta-institucional-a-la-crisis-covid19-y-efectos-en-el-crecimiento-esperado)¹, el deterioro de las perspectivas de crecimiento es simultáneo al nivel de restricciones de proximidad y movilidad dominantes en cada economía.

Los mercados emergentes ya se enfrentan al deterioro de sus posiciones de deuda, carecen de ingresos procedentes de los productos básicos y el

comercio, y la financiación de China y los mercados desarrollados sigue siendo deficiente. Y ahora se suma la crisis producida por las medidas de distanciamiento social y confinamiento de la población implementadas para enfrentar la pandemia del Covid-19. Con los niveles actuales de reservas internacionales, la capacidad de los mercados emergentes para amortiguar el retroceso de esta crisis parece más que limitada.

1/ Véase: <https://app.klipfolio.com/published/caccb158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/respuesta-institucional-a-la-crisis-covid19-y-efectos-en-el-crecimiento-esperado>

Fuente: MAPFRE Economics

Ajuste macro financiero en China

Poco a poco, vuelve a la normalidad en la economía china. Sin embargo, la “fábrica del mundo” sigue estando ligada al desempeño de este y a sus necesidades de consumo sumadas a un consumo interior todavía en *shock*. Por lo pronto, estimamos que el riesgo de un ajuste macro financiero en China mantiene su nivel de probabilidad y severidad potenciales.

Política económica en los Estados Unidos

El esfuerzo que están haciendo los bancos centrales de todo el mundo empequeñece a lo visto tras la crisis de 2008, lo que supone un amortiguador esencial al *shock* global de la pandemia. A pesar de ello, podría no ser suficiente y abrir la puerta a la implementación de medidas muy heterodoxas, como la monetización del déficit en todas sus formas sin importar los niveles de deuda y déficit actuales y sentando las bases para el regreso de una elevada inflación en el futuro. No obstante, por el momento el riesgo de un efecto sistémico global derivado de un desajuste

Recuadro 1.1.1-d
Actualización del desempeño del mercado petrolero

Mercado petrolero

Desde la primera mitad de marzo, los precios del petróleo han sufrido una abrupta corrección, cercana al 66%, registrando así uno de los mayores descensos desde la caída de 1990, llevando al Brent a situarse actualmente (22 de abril) en el entorno de los 20 USD/bl. La escala del colapso en los precios puede apreciarse señalando que el valor del mercado de hidrocarburos a la fecha supone la quinta parte (aproximadamente 1% del PIB mundial) de lo que era antes de la crisis del Covid-19.

La fuerte corrección de precios ha sido el resultado de la confluencia de fuerzas de demanda y de oferta. Por un lado, el desplome de la actividad en China durante el primer trimestre de 2020 y, previsiblemente, del resto del mundo durante el segundo y tercer trimestres del año (en el mejor de los casos), como consecuencia de que la crisis del Covid-19 se ha trasladado, *de facto*, a la demanda de materias primas energéticas en general y a través del canal de expectativas. De otro lado, la crisis económica producida por la pandemia coincidió con la escalada de tensiones geopolíticas entre Rusia e Irán, al acelerar su desacuerdo sobre las políticas de ajuste en la producción de crudo, iniciándose así una guerra de precios¹ articulada a través de un incremento de la oferta total de petróleo.

La reacción de la OPEP y las perspectivas del mercado

La OPEP, en reunión extraordinaria, decidió recortar la producción de crudo de manera escalonada a partir del 1 de mayo hasta finales de abril de 2022², intentando acomodar las posiciones de Arabia Saudita y Rusia, que mantienen su cuota de 11 millones de barriles diarios. Además,



Estados Unidos ha instado a Arabia Saudita a reducir unilateralmente su cuota a expensas de mantener su participación (la de Estados Unidos) en el golfo.

Recuadro 1.1.1-d (continuación)
Actualización del desempeño del mercado petrolero

En este contexto, la volatilidad del precio del crudo se espera elevada a corto plazo y muy condicionada por el desarrollo geopolítico inmediato y sus efectos sobre la oferta, así como por el comportamiento de la demanda en función de la velocidad y profundidad del retiro de las medidas de distanciamiento social y confinamiento de la población implementadas para enfrentar la pandemia del Covid-19. Muestra de este entorno de volatilidad extrema, ha sido el momento en el que los futuros para mayo del WTI llegaron a ponerse en terreno negativo (21 de abril), como resultado de la estrategia de anegación de crudo de Arabia Saudita en el golfo de México (a donde envió casi 19 millones de barriles en 15 cargueros haciendo imposible su almacenamiento). El efecto encadenado de esto fue una caída del 20% del barril de Brent, hasta ubicarlo en el entorno de 20-25 USD/bl. Este nuevo suelo marcado por la geopolítica

seguirá muy presente mientras Estados Unidos reciba sobreoferta de crudo, pero la formación de un precio de largo plazo dependerá de qué expectativas de crecimiento potencial cristalicen tras la crisis sanitaria.

Tanto la curva de futuros como nuestras estimaciones descartan que el Brent alcance su nivel de equilibrio anterior (63/65 USD/bl) en un horizonte cercano. Se espera que el Brent termine 2021 en un rango que (dada la incertidumbre de oferta y la atonía de la demanda) oscilará entre 20 USD/bl y 40 USD/bl, siendo crecientemente posible (a la luz de los hechos) que domine la banda baja de esta previsión (véase la Gráfica A).

1/ Desde la última reunión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), en la que la organización proponía una nueva reducción en la producción de petróleo, y tras el impulso de la cuota de mercado de la que los productores de Estados Unidos venían beneficiándose por las resoluciones de las reuniones anteriores, las discrepancias de Rusia al acuerdo se materializaron reaccionando con una ruptura del mismo y el anuncio de un aumento en su producción. La reacción de Arabia Saudí consistió en incorporarse a la postura de incrementar la oferta y anunciar su intención de agregar más de 1 millón de barriles diarios en los próximos meses. Como consecuencia, el daño colateral ha alcanzado a Estados Unidos, al enfrentarse al posible un colapso de su industria por la guerra de precios, en un momento de difícil respuesta ante la puesta en hibernación de su economía por la propagación del Covid-19.

2/ Acuerdo alcanzado por la OPEP el 9 abril de 2020, consistente en un ajuste a la baja de la producción de petróleo en 10 millones de barriles diarios a partir de 1 de mayo, por un período inicial de dos meses (que concluye el 30 de junio de 2020). Durante los siguientes seis meses, el ajuste total acordado será de 8 millones de barriles diarios, el cual será seguido por un ajuste de 6 millones de barriles diarios a lo largo de un período de 16 meses. La producción base para la estimación de los ajustes es la producción de petróleo de octubre de 2018, con excepción de Arabia Saudita y Rusia, que tendrán un nivel base de 11 millones de barriles diarios. La eventual extensión de acuerdo se realizaría durante diciembre de 2021.

Fuente: MAPFRE Economics

mayor en la política económica estadounidense parece haber reducido su nivel de probabilidad.

Geopolítica

A las recientes corrientes de elevada tensión, se suma la inestable relación entre los productores de petróleo en su intento por volver a equilibrar sus participaciones en el mercado, lo que ha conducido a cotizaciones de la materia prima a niveles históricamente bajos (véase el Recuadro 1.1.1-d).

Cambio climático

En un mundo cada vez más interconectado, la rápida propagación de *shocks* (con una ignición local) hacia el resto del mundo, muestra una vez más la vulnerabilidad y el prematuro estado en que se encuentran los mecanismos de respuesta coordinada y la red institucional global que los articulan. En este sentido, la imprevisible aparición de eventos de cola y su necesaria coordinación global aterrizan la urgente necesidad de afrontar el riesgo climático cuya respuesta involucra a todos los agentes económicos y, de forma específica, al sector asegurador por su fundacional papel en la protección de riesgos, siendo necesario un mayor involucramiento y gestión activa de los riesgos financieros y no financieros derivados de eventos de cola, aunque con frecuencias acumuladas de ocurrencia creciente, con impacto elevado y cuyas pérdidas pueden alcanzar magnitudes extremas.

1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

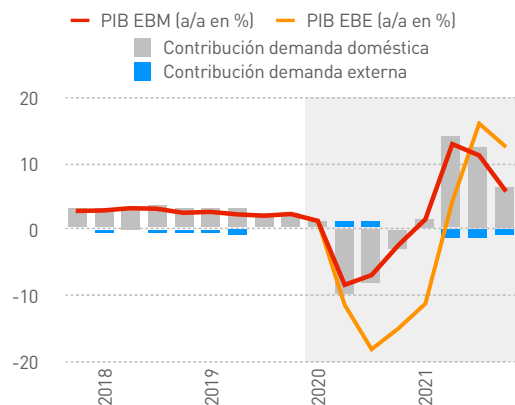
Parón sin precedentes llevará a una recesión económica

El parón generalizado de la actividad económica abre un escenario sin precedentes. La economía de los Estados Unidos, que crecía al 2,3% en el cuarto trimestre de 2019, se vio truncada por la irrupción del virus Covid-19 en marzo 2020 y el consecuente cierre de toda la actividad económica no fundamental. Ello se ha traducido en un aumento de 10 millones de nuevos desempleados en el espacio de dos semanas, estimándose que puedan añadirse otros 10 millones hasta mediados de abril. De esta forma, la tasa de paro se ubica por encima del 4,4%.

- Se preve una contracción económica del -4,1% en 2020, como mínimo.
- La fuerte caída de las bolsas tendrá efectos de segunda ronda al impactar los ahorros de las familias y la suspensión del pago de dividendos.
- La Reserva Federal se ha comprometido con un programa de compras de activos ilimitado, rebaja los tipos de interés al 0%-0,25% y la ampliación de los mecanismos de liquidez en los mercados monetarios nacionales e internacionales, acomodando, además, mediadas fiscales sin precedentes.

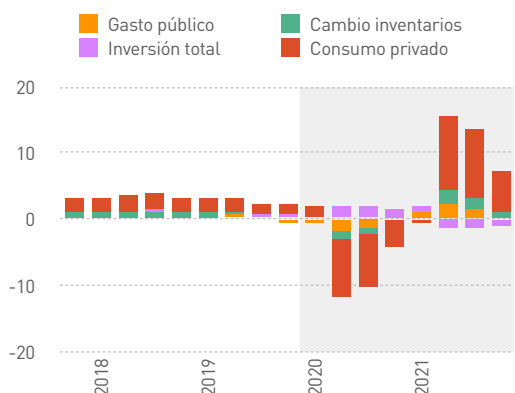
Se espera que, en abril, los PMIs reflejen un deterioro similar al experimentado en la Unión Europea en marzo (<30 puntos, en claro territorio de contracción). Los datos de la encuesta *Empire Manufacturing* de la Reserva Federal (-21,5, la peor lectura desde 2008) y el deterioro del índice de sentimiento de la Universidad de Michigan (89,1), anticipan esta

Gráfica 1.2.1-a
Estados Unidos: descomposición
y previsiones del PIB



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

Gráfica 1.2.1-b
Estados Unidos: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica



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

Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020(p)	2021(p)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	2,9	1,6	2,4	2,9	2,3	-4,1	7,8	-10,8	5,4
Contribución de la demanda doméstica	3,7	1,9	2,7	3,3	2,5	-4,8	8,6	-12,2	6,7
Contribución de la demanda externa	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	-0,8	1,4	-1,3
Contribución del consumo privado	2,5	1,9	1,8	2,1	1,8	-4,7	6,9	-9,7	6,4
Contribución de la inversión total	0,7	0,4	0,8	0,9	0,4	-0,6	1,1	-2,2	-0,6
Contribución del gasto público	0,3	0,3	0,1	0,2	0,3	1,4	-0,6	1,4	-0,7
Consumo privado (% a/a, media)	3,7	2,7	2,6	3,0	2,6	-6,7	10,3	-14,0	9,9
Consumo público (% a/a, media)	1,8	1,8	0,6	1,7	1,8	10,0	-3,5	10,0	-3,5
Inversión total (% a/a, media)	3,3	1,9	3,7	4,1	1,8	-3,0	5,0	-10,5	-2,8
Exportaciones (a/a en %)	0,5	-0,0	3,5	3,0	0,0	-6,0	7,5	-11,5	-0,2
Importaciones (a/a en %)	5,3	2,0	4,7	4,4	1,0	-8,1	9,3	-15,6	7,9
Tasa de paro (% último trimestre)	5,0	4,8	4,1	3,8	3,5	8,7	4,8	12,1	6,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,7	2,1	2,1	1,9	2,3	0,3	1,9	-2,1	-0,4
Balance fiscal (% PIB)	-4,8	-5,4	-4,2	-6,5	-7,2	-14,5	-9,1	-17,0	-12,9
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-4,4	-4,2	-4,3	-4,4	-4,1	-3,6	-3,8	-3,4	-3,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,3	-2,2	-2,6	-1,7	-2,4
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,75	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	0,20	0,20
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,61	1,00	1,69	2,81	1,91	0,38	0,64	0,33	0,34
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,27	2,45	2,40	2,69	1,92	1,14	1,63	0,34	0,74
Tipo de cambio vs USD (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,08	1,10	1,07	1,11
Crédito privado (% a/a, media)	2,4	3,3	7,0	4,7	5,3	3,9	4,7	3,3	3,9
Crédito familias (% a/a, media)	1,9	2,2	3,5	3,5	3,2	4,1	4,6	4,2	5,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,7	5,3	6,4	8,8	6,5	-2,0	7,1	-2,0	7,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,1	4,3	2,9	2,2	2,2	1,9	3,0	1,8	2,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	7,6	6,8	7,0	7,7	7,9	12,4	7,1	17,1	10,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

previsible contracción, ofreciendo las primeras imágenes de la recesión que se avecina.

Conforme al *escenario base mínimo* (EBM) de este informe (véase el Recuadro 1.1.1-a), se prevé una caída del producto interior bruto (PIB) del -4,1% a/a (que podría llegar al -10,8% de presentarse las condiciones del *escenario base estresado*, EBE) a lo largo del 2020, debido a una bajada del -0.3% t/t o más en el primer trimestre del año, y a una caída del -9% t/t en el segundo trimestre, pudiendo incluso ampliarse (véase la Tabla 1.2.1, y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b). Cabe señalar que nuestra visión central contempla el reinicio de la actividad de manera gradual y condicional a partir del segundo semestre, no alcanzándose un crecimiento sostenido y visible al menos hasta finales de la primera mitad de 2021. No es posible anticipar hoy cómo sería un escenario alternativo propiamente dicho, pero lo que puede tenerse claro es que sería uno que retratase daños permanentes en la economía como resultado de la ausencia de coordinación, mala gestión de las políticas públicas y/o ramificaciones *knights* de la incertidumbre actual; escenario para el cual este informe no incluye una previsión cuantitativa.

El impacto inmediato de la crisis se ha derivado de la interrupción en las cadenas de producción, la contracción sin precedentes de la actividad comercial, el tensionamiento sobre los ingresos de las familias y las pequeñas y medianas empresas, y de las dificultades del sector energético vinculado al *fraking* que, además, se hizo eco de la fuerte reducción del precio energético como consecuencia de la pugna entre Arabia Saudita y Rusia (véase el Recuadro 1.1.1-d). Este fuerte deterioro ha empezado a canalizarse a través del sector financiero, con fuertes contracciones de la renta variable, tensiones sobre la liquidez corporativa y un aumento constante de créditos fallidos, especialmente de los créditos al consumo y al sector corporativo emergente. Del lado corporativo, se aprecia una creciente dificultad de financiación, y muchas empresas han empezado a suspender los pagos de dividendos.

Las medidas puestas en marcha por el gobierno estadounidense intentarán mitigar el daño económico y, principalmente, evitar situaciones socialmente dramáticas. En este sentido, a finales de marzo se puso en marcha un paquete de medidas⁸ de soporte por valor de 2 billones de dólares, destinado a aliviar las tensiones financieras que los hogares y las empresas van a tener que afrontar en los próximos meses. El paquete de ayuda se ha realizado implícitamente en un esquema de monetización del déficit (puesto que se contrapone con la compra *ad infinitum* de deuda por parte de la Reserva Federal), y solamente es comparable a los esfuerzos emprendidos durante la Segunda Guerra Mundial (véase el Recuadro 1.1.1-b).

La teoría económica anticipa que el exceso de liquidez causado por este tipo de medidas revertirá en inflación y deuda, pero en estos momentos todos los medios parecen estar justificados. A corto plazo, sin embargo, en sus próximas mediciones la inflación no será muy representativa, por la distorsión causada por los cierres de los negocios y, a la vez, vendrá minorada por la abrupta caída del precio del petróleo a niveles de 20 USD/bl. Así, la inflación (CPI) de marzo deberá situarse en torno al 1,5% cuando en febrero estaba en 2,3%.

Por otra parte, la Reserva Federal ha bajado de urgencia los tipos de interés en dos ocasiones (en 150 puntos básicos, pbs) antes de su reunión oficial, hasta situarlos en el rango de 0-0,25%. No obstante, lo más relevante fueron los sucesivos anuncios de medidas de apoyo a la liquidez en los mercados monetarios y de deuda, hasta que el 23 de marzo anunció medidas de apoyo ilimitadas para apoyar el flujo de crédito a los hogares y las empresas, abordando las tensiones en los mercados de valores del Tesoro y de las agencias calificadoras respecto a los valores respaldados. La Reserva Federal seguirá comprando valores en las cantidades necesarias para apoyar el buen funcionamiento del mercado y la transmisión efectiva de la política monetaria a las condiciones financieras generales del mercado.

Asimismo, la Reserva Federal ha enviado una importante señal al hacer explícito que su programa de compra de activos será ilimitado en tamaño y también expandiendo el apoyo mucho más allá de los mercados de bonos del Tesoro y de los títulos respaldados por hipotecas. Los últimos movimientos de la Reserva Federal señalan una actitud de «lo que haga falta» para calmar a los mercados. Las medidas demuestran esfuerzos de gran alcance para estabilizar los mercados financieros y evitar que una crisis de liquidez se convierta en una crisis de solvencia. Así, la Reserva Federal está respondiendo con celeridad a la necesidad de inyectar liquidez en los mercados, incluyendo los mercados de financiación internacional en dólares, creando mecanismos de liquidez (descuento de títulos) a una docena de bancos centrales en todo el mundo.

El principal riesgo para la economía de los Estados Unidos en estos momentos es un alargamiento en el tiempo del periodo de confinamiento que impida a la economía regresar a la normalidad en un breve periodo. Cuanto más largo sea ese período, mayor el riesgo de supervivencia de determinados negocios (principalmente las pequeñas y medianas empresas) y mayor el riesgo de pérdida permanente de empleo. Las medidas de soporte son orientadas a evitar esta situación, sin embargo, estas tendrán un coste que se reflejará en el nivel de deuda soberana.

1.2.2 Eurozona

Recesión pronunciada y medios limitados

El crecimiento de la Eurozona en 2019 se ubicó en 1,2% y, aunque daba evidentes señales de desaceleración, nadie anticipaba el estadio actual de las cosas al situarse esta región económica en el epicentro de la crisis del Covid-19, con las principales economías entrando con toda probabilidad en recesión. Los PMIs de marzo (el compuesto en 29,7 puntos y, de manera alarmante, el de servicios en 26,4) son consistentes con una caída del PIB superior a la sufrida en 2009. De esta forma, se espera una contracción del PIB de la Eurozona, en el *escenario base mínimo*, de al menos

un -5,1%, estimación que dependerá de la duración y profundidad de la contracción en la actividad económica, de la eficacia de las medidas de soporte tanto sanitarias como económicas y, muy especialmente, de los compromisos institucionales en materia de financiación del rescate financiero de la región que logren alcanzarse, pudiendo llegar esta situación, en el *escenario base estresado*, a una caída del PIB del -12,4% en 2020 (véase la Tabla 1.2.2, y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b). El virus ha puesto a la Eurozona ante el mayor reto al que se ha enfrentado desde su fundación.

- Se espera una fuerte contracción de la actividad desde el primero hasta el segundo trimestre del año, con posibilidades de que esta se extienda en severidad y/o duración.
- El Banco Central Europeo despliega todo el arsenal posible (compras por 870 millardos de euros, medidas de liquidez, etc.), pero no ha indicado que su uso sea ilimitado.
- La política fiscal sigue siendo fragmentaria y descoordinada, y se mantiene a la espera de encontrar un mecanismo de financiación común.

El 12 de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) anunció un paquete de medidas sin precedentes: (i) intensificó el programa de expansión cuantitativa, con 120 millardos de euros adicionales de compras de activos netos hasta el final del año (además de las compras mensuales de 20 millardos de euros), extendiendo las compras a bonos corporativos; (ii) anunció cambios temporales (de junio de 2020 a junio de 2021) en el programa de operaciones de refinanciación a largo plazo (TLTRO III), para hacerlo más generoso en la provisión de liquidez⁹; (iii) amplió el monto máximo que los bancos pueden pedir prestado, del 30% de los préstamos elegibles (en términos generales, todos los préstamos, excluidas las hipotecas) al 50% y señaló que también podría considerar la flexibilización de los requisitos de garantía; (iv) anunció LTRO adicionales para proporcionar apoyo de liquidez como la subasta a tasa fija con

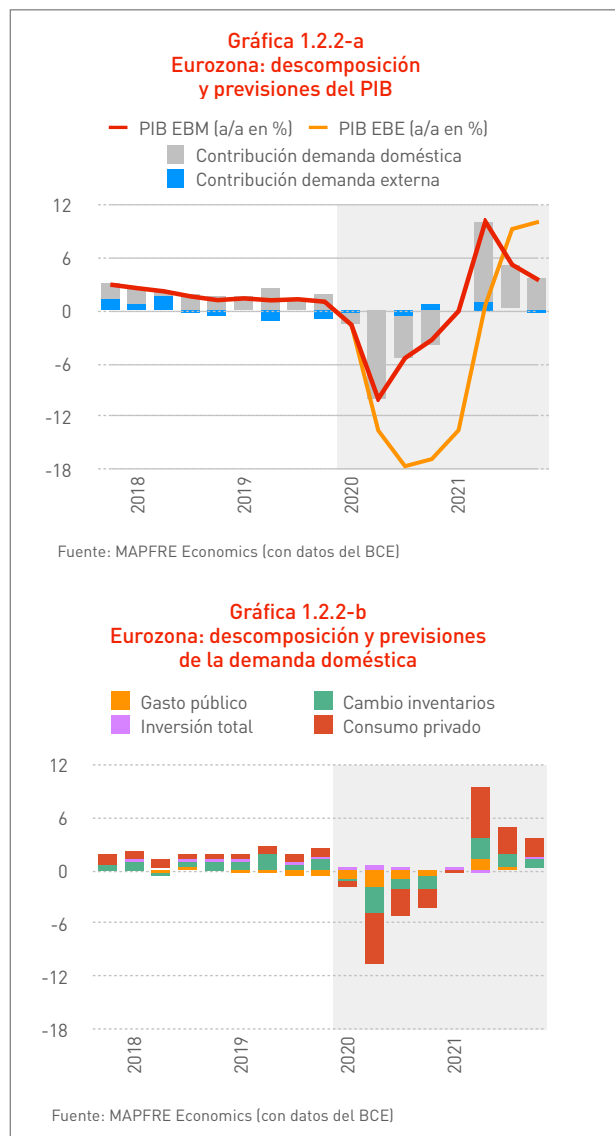


Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	2,0	1,9	2,7	1,9	1,2	-5,1	4,7	-12,4	1,6
Contribución de la demanda doméstica	2,1	2,3	2,2	1,5	1,7	-5,0	4,5	-12,0	1,6
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,4	0,5	0,4	-0,4	-0,0	0,2	-0,4	0,0
Contribución del consumo privado	1,0	1,0	1,0	0,7	0,7	-2,9	2,7	-8,1	1,8
Contribución de la inversión total	0,9	0,8	0,8	0,5	1,1	-1,6	1,2	-3,3	-0,7
Contribución del gasto público	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,1	0,4	0,1
Consumo privado (% a/a, media)	1,8	1,9	1,8	1,4	1,3	-5,4	5,1	-15,0	3,7
Consumo público (% a/a, media)	1,3	1,9	1,3	1,1	1,6	2,0	0,3	2,0	0,3
Inversión total (% a/a, media)	4,5	4,0	3,7	2,4	5,5	-7,5	6,0	-15,3	-3,2
Exportaciones (a/a en %)	6,4	2,9	5,7	3,4	2,5	-6,4	7,0	-13,1	-0,1
Importaciones (a/a en %)	7,5	4,2	5,2	2,7	3,8	-6,9	7,2	-13,3	-0,3
Tasa de paro (% último trimestre)	10,5	9,7	8,7	7,9	7,4	9,3	8,3	13,7	11,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,3	0,7	1,4	1,9	1,0	0,2	1,8	-3,2	-1,7
Balance fiscal (% PIB)	-2,0	-1,4	-0,9	-0,5	-0,7	-5,7	-2,7	-9,0	-7,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-3,6	-3,6	-4,1	-2,4	-3,6	-1,2	-2,4	-1,2	-2,4
Balance comercial (% PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,8	3,2	3,1	3,1	3,0	3,1	3,1	3,4	4,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,38	-0,36	-0,88	-0,86
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,26	0,93	1,13	1,17	0,32	0,44	0,82	1,03	2,20
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,08	1,10	1,07	1,11
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	0,9	1,5	2,3	2,7	3,2	3,1	3,4	2,2	-1,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	8,9	2,8	2,1	2,6	2,5	0,5	4,4	-2,4	-0,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	17,1	3,3	0,9	1,0	2,0	1,1	2,3	0,9	2,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	12,3	12,3	12,0	12,2	12,9	15,4	14,1	22,4	22,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

adjudicación completa a una tasa de interés igual a la tasa promedio de los depósitos; y (v) anunció la adquisición adicional de 750 millardos de euros adicionales de activos hasta el final del año (aunque no explicitó capacidad de compra ilimitada como la Reserva Federal), a la vez que suavizó los requisitos de garantía para sus operaciones de mercado. Se trata de medidas, todas ellas, destinadas a una provisión de liquidez sin precedentes para evitar recurrencias perversas entre liquidez y solvencia del sistema, y para lograr una contención de primas de riesgo país ante la expansión fiscal de aquellos países con menor espacio fiscal para hacerlo.

El BCE parece ser el único elemento de ayuda mancomunada viable a corto plazo, y su labor (más allá de la entrega de soporte monetario) estriba en ser un mecanismo catalizador y mitigante de las políticas soberanas de cada país, acomodando la expansión fiscal descoordinada de cada estado miembro y comprometiéndose a hacer todo lo que haga falta (gestión de expectativas). El debate, sin embargo, se orienta ahora en la suficiencia de las medidas hacia adelante. Los riesgos desconocidos aún por emerger pueden ser ingentes y la capacidad de respuesta podría necesitar una respuesta global.

Así, la discusión se centra en la viabilidad, la forma y las condiciones de posibles mecanismos solidarios rescate paneuropeo, así como en las consecuencias económicas, políticas y estructurales sobre el futuro de la Unión Europea, dependiendo de las medidas que se adopten. Se debate en torno a un paquete de préstamos que suman casi medio billón euros¹⁰ con una doble función: por una parte, trazar una línea de defensa europea inmediata y, por la otra, preparar la salida de la crisis para favorecer una recuperación y ganancia de pulso económico en el largo plazo, algo que está vinculado a un fondo de recuperación-reconstrucción al estilo de lo que fue el Plan Marshall, pero financiado íntegramente por la Unión Europea.

En este sentido, había cuatro formatos de acuerdo de financiación:

1. El *status quo*, en el que los países financian sus propias necesidades con la emisión de deuda sin el corsé de las reglas fiscales europeas y acomodados por el PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*) del BCE que ayuda a mantener costes de financiación contenidos, aunque plantea la duda sobre la capacidad del BCE de hacer compras sin límite.
2. Líneas de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (*European Stability Mechanism*, ESM) combinadas con OMTs (*Outright Monetary Transactions*) del BCE (opción hacia la que se inclina el Eurogrupo), que cuentan con suficiente validación política y capacidad de actuación ilimitada, pero que a lo sumo puede contribuir con 410 millones de euros (ESM) y que pueden no ser atractivas para países con bajos *spreads* soberanos (porque los préstamos del ESM entrañan un *fee* que puede ser mayor) y, muy especialmente, por implicar una condicionalidad de uso de las finanzas públicas y reformas estructurales por definición del ESM (como fue el caso de Grecia).
3. La creación de una Oficina de Gestión de la Deuda Paneuropea y, por lo tanto, la emisión de Eurobonos que mutualizase el coste de las medidas económicas implantadas. Se evitaría la condicionalidad y el estigma de pedir un rescate, a la par que tendría capacidad para ser ampliado hasta el billón de euros a tipos de interés extremadamente bajos y con pasivos susceptibles a ser mantenidos a perpetuidad por el BCE. Esta iniciativa podría ser el primer paso hacia una política fiscal común que, además, sirviese para financiar la transición económica sostenible. Los problemas que enfrenta esta opción son, por el lado político, los derivados de la percepción de *freeride* del sur sobre el esfuerzo fiscal de los estados más responsables y que, por otro lado, aumentaría la carga de deuda de los estados miembros hasta un entorno cercano al 150%, algo que pueden entrañar riesgos de refinanciación cuando los tipos de interés no estén en los actuales niveles bajos.

4. Crear un fondo para mutualizar solamente los costes de la crisis mientras dure (salud, soporte económico, etc.), repartido solidariamente, pero pagado proporcionalmente.

Alcanzar un consenso era difícil. La pugna sobre la condicionalidad del fondo de rescate y la creación de un fondo de recuperación mutualizado ha dividido a las partes. El sur, protagonizado por Italia, se niega a acudir a un fondo de rescate bajo la imposición de reformas (condicionalidad), por la estigmatización que supone en momentos tan excepcionales como este. Los países centro europeos, por su parte, no abogan por un fondo de reconstrucción mutualizado en el que se garanticen las deudas de otros países, ya que puede plantear un problema de riesgo moral. El problema de esa consideración, sin embargo, es que parece deslegitimar el espíritu de la Unión Europea y es susceptible de ser empleado en argumentos demagógicos acerca de la convivencia de pertenecer a la Unión.

El 9 de abril, el Consejo Europeo sancionó un acuerdo global que engloba la segunda y cuarta opciones, habilitando un paquete de ayuda no condicional de 540 mil millones de euros aportados por el ESM, que contribuye con 240 mil millones de euros no condicionales (que solo pueden emplearse para costes sanitarios y hasta el 2% del PIB de cada país). Asimismo, el Banco Europeo de Inversión (BEI) aporta 100 mil millones de euros para apoyar a las pequeñas y medianas empresas, y la Comisión Europea hará una emisión de bonos especiales de hasta 200 mil millones de euros para ayudar a la financiación de los Expediente de Regulación Temporal de Empleo (ERTEs). Aunque no hay condicionalidad, aceptar el rescate implica aceptar los límites fiscales del *Stability and Growth Pact*. Este plan solamente acomete los retos de la crisis y se posterga la creación de un fondo de reconstrucción (lo que sería el equivalente de un nuevo Plan Marshall) para más adelante. Trascendió de la reunión que dicho futuro fondo estaría vinculado a los presupuestos europeos, con lo que el principio de solidaridad de la Unión Europea parece, por el momento, mantenerse vigente.

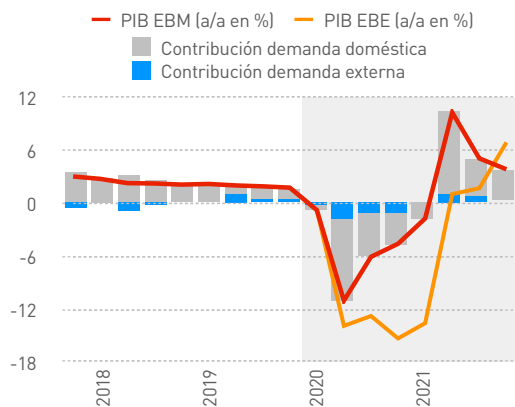
1.2.3 España

Ante una crisis profunda, una rápida recuperación es esencial para evitar daños permanentes

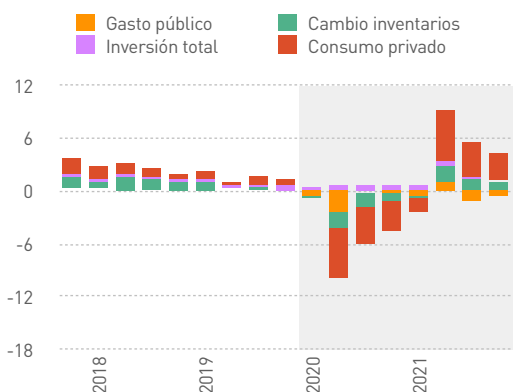
La economía española creció un 1,8% en el cuarto trimestre de 2019 y 0,4% t/t, según el dato definitivo publicado a 31 de marzo por el Instituto Nacional de Estadística (INE), dejando el promedio del año completo de 2019 cerca del 2,0%. El consumo privado creció al 1,5% a/a, la inversión al 0,6% a/a y las exportaciones 3,3% a/a. Debe destacarse que la actividad económica ya se encontraba en una tendencia de desaceleración antes de que fuera impactada por la crisis sanitaria del Covid-19 y por el subsecuente parón económico que se hará visible en las cifras del primer trimestre de 2020.

- Las medidas adoptadas por el gobierno mitigarán solo la falta de liquidez; el impacto lo soportarán los agentes económicos.
- Los PMIs se desplomaron a niveles nunca vistos y las altas en el desempleo han repuntado rápidamente.
- Se espera una contracción del PIB de al menos el -5,6%, revisable en función de la extensión del período de confinamiento.

Las duras medidas de confinamiento implementadas por el gobierno español el 13 de marzo para contener la propagación de la enfermedad, con el parón de muchas industrias y comercios y, en general, en la actividad económica no relacionada estrictamente con la salud, alimentación y seguridad, implicará una caída sustancial, principalmente en el segundo trimestre de este año. España entrará rápidamente en recesión, como ya muestran los primeros indicadores. El número de desempleados aumentó en 302.000 en el mes de marzo, sin contar con los expedientes de despidos temporales (ERTEs). En el escenario actual, el

Gráfica 1.2.3-a
España: descomposición
y previsiones del PIB


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INE)

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


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INE)

Tabla 1.2.3
España: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020(p)	2021(p)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	3,8	3,0	2,9	2,4	2,0	-5,6	4,4	-10,7	-1,0
Contribución de la demanda doméstica	3,9	2,0	3,0	2,6	1,5	-4,7	3,8	-9,3	-2,2
Contribución de la demanda externa	-0,1	1,0	-0,1	-0,3	0,5	-0,9	0,5	-1,4	1,2
Contribución del consumo privado	1,7	1,6	1,7	1,1	0,6	-3,3	2,7	-6,8	-1,0
Contribución de la inversión total	0,9	0,4	1,1	1,0	0,3	-1,2	0,9	-2,4	-1,4
Contribución del gasto público	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4	0,6	0,4	0,6	0,4
Consumo privado (% a/a, media)	2,9	2,7	3,0	1,9	1,1	-5,8	4,8	-11,8	-1,6
Consumo público (% a/a, media)	2,0	1,0	1,0	1,9	2,3	3,4	2,0	3,4	2,0
Inversión total (% a/a, media)	4,9	2,4	5,9	5,3	1,8	-6,3	5,0	-12,6	-7,1
Exportaciones (a/a en %)	4,3	5,4	5,6	2,2	2,6	-7,9	6,3	-14,0	-1,1
Importaciones (a/a en %)	5,1	2,7	6,6	3,3	1,2	-5,8	5,1	-11,3	-5,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	20,9	18,6	16,6	14,5	13,8	17,4	16,5	23,4	21,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,0	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,7	2,4	-5,0	-2,8
Balance fiscal (% PIB)	-5,2	-4,4	-3,0	-2,5	-2,7	-6,4	-5,0	-8,8	-9,9
Balance fiscal primario (% PIB)	-9,6	-7,6	-8,6	-7,4	-7,6	-7,2	-7,4	-7,2	-7,4
Balance comercial (% PIB)	-1,9	-1,3	-1,9	-2,4	-2,3	-1,2	-1,4	-1,3	0,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,0	3,2	2,7	1,9	2,0	1,5	1,1	1,5	2,2
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,38	-0,36	-0,88	-0,86
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,77	1,35	1,51	1,41	0,46	0,98	1,57	1,53	3,89
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,08	1,10	1,07	1,11
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-3,7	-2,5	-1,4	-0,3	0,1	2,5	3,2	1,4	-3,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,0	-2,6	-1,1	-1,5	-0,1	1,3	2,4	-8,3	-18,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-7,7	-17,1	-9,7	-3,8	-4,8	1,7	3,2	2,1	4,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	7,7	7,5	5,9	6,2	7,6	11,5	10,7	14,4	17,5

 Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
 Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

parón de la actividad en los sectores de proximidad (en lo que España está especializado) podría incrementar la tasa de paro, hasta ubicarla cerca del 18%. En un escenario más severo, aunque posible, el desempleo podría alcanzar niveles equivalentes a los de la crisis de 2009. Nuestra estimación para el 2020, en el *escenario base mínimo*, es de una contracción del -5,6%, pero es una cifra que irá siendo revisada a medida que se vaya contando con información sobre el impacto en las diferentes industrias, servicios y nivel de empleo, y estará también en función de la duración del parón económico, pudiendo llegar a situarse, en el *escenario base estresado*, hasta en el -10,7% (véase la Tabla 1.2.3, y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

Cabe señalar que esta previsión *base mínima* considera una recuperación para el tercer trimestre de 2020, la cual sería gradual, debido a que para las industrias de servicios y turismo la recuperación no sería total. Es difícil estimar en estos momentos el daño estructural a nivel de empresas y empleo que no consigan recuperarse totalmente. Esta recuperación, sin embargo, tendrá mayor vigor dependiendo del funcionamiento de los estabilizadores automáticos que actualmente se encuentran en función de las medidas impuestas por el gobierno.

En este contexto, el gobierno ha puesto en marcha diversas medidas de apoyo a la economía: (i) 17.000 millones de euros (1,5% del PIB) en medidas de apoyo directo; (ii) la ampliación del régimen de despido temporal (ERTE); (iii) la extensión de los beneficios de desempleo (75% del salario); (iv) la suspensión del pago de impuestos para los trabajadores que pierdan su empleo o para los trabajadores autónomos con una pérdida significativa de ingresos; (v) para los trabajadores autónomos, un subsidio especial de un mes, como si hubieran cesado su actividad; (vi) una moratoria en los pagos de hipotecas para hogares especialmente vulnerables; y (vii) no se permite a los proveedores de electricidad, agua y teléfono cerrar los servicios a los hogares más vulnerables. Asimismo, estas medidas se han complementado con garantías del sector público para apoyar a las pequeñas y medianas empresas necesitadas de liquidez

cubriendo hasta 100 millardos euros de préstamos, y otros 87 millardos de euros de fondos privados movilizados elevarán las medidas totales hasta los 200 millardos de euros.

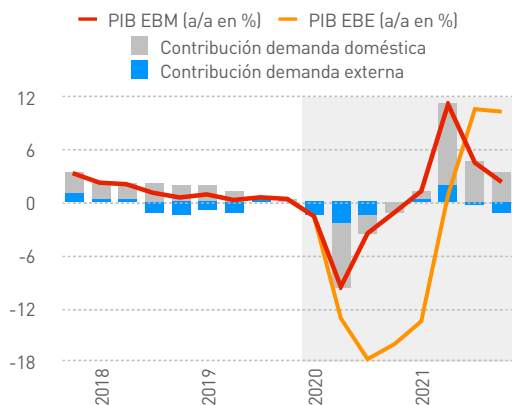
Los principales riesgos de corto plazo para la economía española son, por una parte, una extensión muy prolongada del periodo de parón y, por otra, una pérdida de empleos y de pequeñas empresas que no se consiga recuperar. La recuperación de la actividad económica, en el mejor de los casos, podrá ser a partir del mes de mayo, pero será gradual y hay industrias (como el turismo y hostelería) que podrían tardar más en recuperarse en virtud de las medidas de distanciamiento social que, muy probablemente, prevalecerán. Independientemente del estado en el que se encuentre el país en 2021, la recesión y la activación de medidas estabilizadoras tendrán un impacto colosal sobre las cuentas públicas, no solamente por el gasto corriente necesario sino también por la reducción en los ingresos que se derivan de la actividad económica. Valga recordar que España partía de una posición fiscal débil, por lo que es previsible que la deuda supere el 115% del PIB a finales de 2021, aunque se aprecia cierto margen gracias a los bajos tipos de interés y a las medidas de control de estrés soberano que se derivan de la política de balance del BCE.

1.2.4 Alemania

2020 de fuerte recesión, salida condicional en 2021

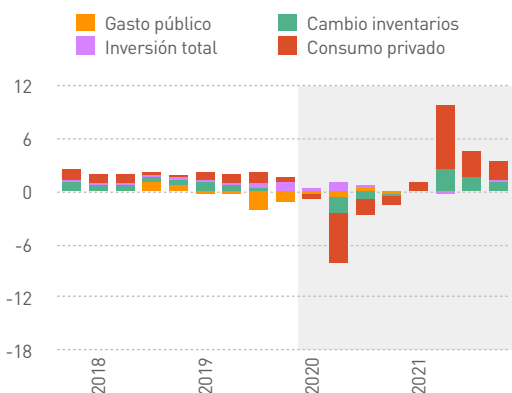
Conforme al *escenario base mínimo* de este informe, se prevé que el PIB de Alemania registre en 2020 una contracción del -3,9%, como consecuencia del impacto de la pandemia de Covid-19 y de las medidas de contención implementadas; impacto en el crecimiento que, en el *escenario base estresado*, se prevé que podría llegar a alcanzar un -12,1% (véase la Tabla 1.2.4, y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b). Esto se anticipa por la contracción del PIB ya registrada durante el primer trimestre del año (-1,9% a/a); resultado

Gráfica 1.2.4-a
Alemania: descomposición
y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de DESTATIS)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de DESTATIS)

Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	1,5	2,1	2,8	1,6	0,6	-3,9	4,9	-12,1	2,1
Contribución de la demanda doméstica	1,3	2,8	2,4	2,0	1,0	-2,7	4,6	-10,2	2,0
Contribución de la demanda externa	0,2	-0,6	0,3	-0,4	-0,4	-1,2	0,3	-1,9	0,1
Contribución del consumo privado	1,0	1,1	0,9	0,6	0,8	-2,3	3,3	-7,9	2,8
Contribución de la inversión total	0,2	0,7	0,6	0,7	0,5	-0,7	1,1	-2,5	-1,0
Contribución del gasto público	0,5	0,8	0,5	0,3	0,5	0,4	0,1	0,4	0,1
Consumo privado (% a/a, media)	1,8	2,1	1,6	1,2	1,6	-4,3	6,4	-15,0	5,9
Consumo público (% a/a, media)	2,8	4,1	2,4	1,4	2,6	2,1	0,4	2,1	0,4
Inversión total (% a/a, media)	1,2	3,6	3,1	3,5	2,7	-3,3	5,3	-11,9	-4,2
Exportaciones (a/a en %)	4,9	2,2	5,5	2,3	0,9	-7,5	10,2	-15,1	3,0
Importaciones (a/a en %)	5,4	4,2	5,7	3,8	1,9	-5,7	10,6	-12,7	3,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,3	6,0	5,5	5,0	5,0	5,4	5,0	10,1	8,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,7	1,4	1,4	1,6	1,5	0,8	1,6	-2,3	-1,4
Balance fiscal (% PIB)	0,9	1,2	1,2	1,9	1,4	-4,9	-0,8	-8,4	-6,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,6	-1,9	-1,3	-0,1	-1,9	1,6	-0,1	1,6	-0,1
Balance comercial (% PIB)	8,1	8,0	7,8	6,8	6,5	6,5	6,1	6,5	6,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	8,6	8,4	7,8	7,5	7,3	6,3	6,7	6,3	7,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,38	-0,36	-0,88	-0,86
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,63	0,21	0,43	0,25	-0,19	-0,27	0,07	-1,36	-0,72
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,08	1,10	1,07	1,11
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,9	2,8	3,2	3,6	4,7	5,8	5,5	4,4	-0,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,8	2,9	4,4	7,7	6,1	-1,3	5,3	-1,8	2,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	5,0	0,5	-1,2	4,3	8,3	-1,1	5,3	-1,1	5,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	10,0	10,3	10,3	10,9	10,8	12,2	10,1	20,2	17,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

- **Los datos del PIB del primer trimestre del año y los indicadores adelantados, anticipan una profunda recesión en 2020.**
- **El gobierno alemán activa medidas de soporte de 122 millardos de euros, rompiendo el equilibrio fiscal impuesto por la carta magna.**
- **El retorno a la normalidad puede ser lento, con importantes secuelas en el empleo.**

fuertemente determinado tan solo por el efecto económico del mes marzo. Dadas las graves señales que arrojan las encuestas de sentimiento económico, como ZEW e IFO (-49,5 y 79,7, respectivamente), hay casi total certeza de que durante el segundo trimestre del año (período durante el cual se afronta la batería de medidas de contención y la contracción de la demanda interna y externa), la economía alemana se contraerá en un orden de magnitud de casi dos dígitos.

Se espera, sin embargo, que 2021 se caracterice por un fuerte crecimiento auspiciado por efecto base y la recuperación de la demanda insatisfecha, tanto doméstica como global. Con un fuerte componente de exportaciones, la recuperación de la economía alemana dependerá también de la recuperación de sus socios comerciales, especialmente del sur. El efecto en el empleo será relevante, aunque se parte de una situación de pleno empleo y de una flexibilidad del mercado de trabajo, lo que brinda cierta capacidad para mitigar el impacto, gracias a los efectos positivos de la reforma laboral del año 2004.

La adopción de las medidas fiscales adoptadas para impulsar la recuperación económica, implicará que Alemania rompa con su norma constitucional de equilibrio del balance primario y terminará el 2020 con un déficit fiscal relevante. El presupuesto federal suplementario para 2020 fue aprobado a final de marzo, con un aumento de gasto de 122 millardos de euros (3,5% del PIB), hasta 485.000 millones de euros (+34%). El dinero adicional se destinará a: (i) ayuda de emergencia a las pequeñas empresas

y a los trabajadores autónomos (50.000 millones de euros); (ii) facilitar el acceso a las prestaciones básicas de seguridad social (8.000 millones de euros); (iii) gastos adicionales de atención sanitaria (3.000 millones de euros), y (iv) una provisión presupuestaria para garantías (6.000 millones de euros), en tanto que otros 55 millardos de euros financiarán otros gastos relacionados con el Covid-19. Además, el gobierno federal hará una emisión de deuda récord de 335 millardos de euros en 2020; el endeudamiento neto aumentará en 156.000 millones de euros (4,5% del PIB) para financiar los incrementos de gasto mencionados y la caída de los ingresos (de 33 millardos de euros), con una exención en la regla de congelación de la deuda.

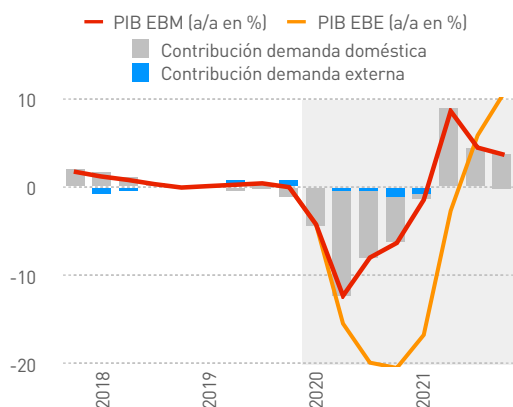
1.2.5 Italia

El país más golpeado y con el menor margen fiscal ante la fuerte contracción del PIB

Italia, que es el país europeo donde el virus Covid-19 atacó antes y de forma más agresiva, podrá acumular, al menos, dos meses de cierre de actividad. De esta forma, una economía que ya se encontraba estancada, resentirá una muy severa contracción. El crecimiento en el cuarto trimestre de 2019 se situó en -0,3% t/t y 0,1 a/a, lo que se tradujo en un crecimiento anual de 2019 de apenas el 0,3% a/a. Todas las partidas del PIB ya estaban en "modo" estancamiento, excepto la inver-

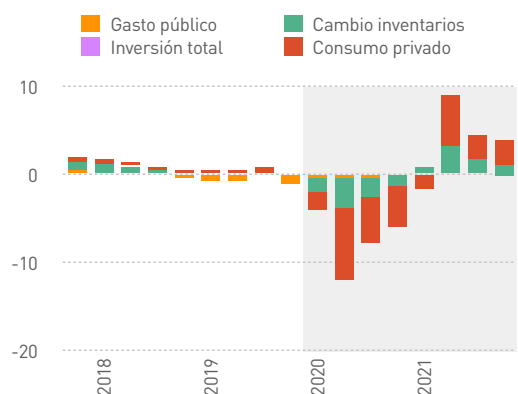
- **Con un parón hasta mayo a raíz de la pandemia, se prevé una muy severa contracción del PIB italiano durante 2020.**
- **El gobierno ha tomado medidas de soporte directas de al menos el 1,5% del PIB, a lo que se añaden líneas de crédito, avales y aplazamiento de impuestos y cotizaciones.**
- **Las elecciones regionales de 2020 pueden volver a crear inestabilidad política.**

Gráfica 1.2.5-a
Italia: descomposición
y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ISTAT)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ISTAT)

Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020(p)	2021(p)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	0,7	1,4	1,7	0,7	0,3	-7,6	3,9	-14,9	-0,6
Contribución de la demanda doméstica	1,1	1,9	1,7	1,0	-0,2	-7,2	4,1	-14,7	-1,9
Contribución de la demanda externa	-0,4	-0,5	-0,0	-0,3	0,5	-0,4	-0,2	-0,2	1,3
Contribución del consumo privado	1,1	0,7	0,9	0,6	0,3	-5,0	2,4	-11,0	-1,4
Contribución de la inversión total	0,3	0,7	0,6	0,5	0,3	-2,1	1,6	-3,5	-0,4
Contribución del gasto público	-0,1	0,1	-0,0	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a, media)	1,9	1,2	1,5	0,9	0,4	-8,2	3,9	-18,1	-1,9
Consumo público (% a/a, media)	-0,6	0,7	-0,1	0,1	-0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Inversión total (% a/a, media)	1,6	4,2	3,4	3,0	1,4	-11,4	9,3	-19,1	-2,2
Exportaciones (a/a en %)	4,1	2,0	6,0	1,7	1,4	-8,0	7,5	-14,3	-0,1
Importaciones (a/a en %)	6,3	4,1	6,5	2,9	-0,2	-7,4	8,6	-14,9	-4,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,5	11,8	11,0	10,5	9,7	12,8	11,3	16,4	14,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	0,5	0,9	1,1	0,5	-0,2	1,4	-3,9	-2,8
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-2,4	-2,4	-2,2	-1,6	-9,0	-4,9	-12,9	-11,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,7	0,1	-0,4	0,5	0,1	1,0	0,5	1,0	0,5
Balance comercial (% PIB)	3,3	3,5	3,1	2,6	3,2	4,4	4,1	4,6	6,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,5	2,6	2,6	2,5	3,0	3,9	3,5	4,6	6,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,38	-0,36	-0,88	-0,86
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,61	1,82	2,00	2,77	1,43	1,83	2,17	4,28	6,19
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,08	1,10	1,07	1,11
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-0,3	0,4	1,3	1,8	2,1	1,3	1,8	0,3	-5,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,9	-2,1	-2,9	-0,3	-0,9	-5,3	6,6	-17,4	-12,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-3,0	-3,9	-11,5	25,7	13,4	-4,2	-0,7	-12,4	-10,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	10,2	10,2	9,7	9,5	9,7	14,0	13,0	22,3	26,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

sión, y ahora con el parón económico forzado por la cuarentena todas las partidas entrarán en zona de contracción. Los PMIs se han desplomado en marzo, el de servicios a 17,4 puntos, al compuesto a 20,2 y el manufacturero a 40,3.

Nuestras previsiones para la economía italiana en el *escenario base mínimo* apuntan a que el impacto será mayor en el primero y segundo trimestres (el periodo de parón), aunque la actividad en el segundo semestre del año seguirá en niveles inferiores a los del mismo período de 2019, determinando que todos los trimestres de 2020 presenten un crecimiento negativo. La estimación actual conforme al *escenario base mínimo* (revisable a medida que se conozca la profundidad del parón, la duración, y las medidas de soporte no solo anunciadas, sino eficazmente implementadas), nos llevan a prever una contracción del PIB para 2020 de -7,6%; previsión que, en el *escenario base estresado*, podría llegar a alcanzar un -14,9% (véase la Tabla 1.2.5, y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

El gobierno italiano ha asignado fondos directos para luchar contra la pandemia que ascienden a 25 millardos de euros (1,5% del PIB), a lo que se añaden otras medidas como avales, líneas de crédito y aplazamiento de retenciones y cotizaciones sociales. De esta forma, el gobierno: (i) ha asignado 10 millardos de euros para apoyar el empleo y los ingresos de los trabajadores, especialmente autónomos y trabajadores temporales; (ii) ha congelado los despidos de trabajadores durante dos meses a partir del 23 de febrero; (iii) ha suspendido los pagos a la seguridad social y a la seguridad nacional hasta el 31 de mayo; (iv) ha establecido una bonificación en efectivo a las personas que trabajen durante el cierre; y (v) ha asignado 3,3 millardos de euros para el fondo nacional de desempleo.

Para los negocios, se ha aumentado la capacidad del fondo de garantía de crédito para las pequeñas y medianas empresas (PYMES), y se ha establecido una moratoria en los pagos de los préstamos a las PYMES hasta septiembre de 2020 y la disponibilidad una línea de crédito de 10 millardos de euros para empresas medianas y grandes. Asimismo, se han

suspendido las retenciones de impuestos y cotizaciones la seguridad social, así como el IVA en los sectores más afectados durante marzo y abril, y se ha dotado un crédito fiscal equivalente al 60% de la renta de marzo para los comercios. Por último, el gobierno pretende utilizar garantías para apoyar hasta 340 millardos de euros de crédito.

La inflación del mes de marzo ha caído al 0,1% a/a, lo que significa que podríamos estar a la puerta de un período de deflación en vista de la caída de los precios del petróleo que posiblemente se alargará por la acumulación de inventarios y la guerra de precios desatada entre los países productores.

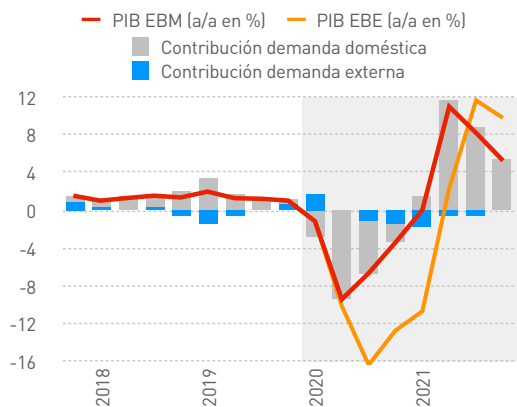
Cabe señalar que, como en los casos del resto de las economías analizadas en este informe, nuestras previsiones tienen una elevada probabilidad de ser revisadas, al ser difícil establecer en este momento la profundidad y duración del parón económico y la eficacia de las medidas de soporte. En este caso, si el parón dura hasta mucho más allá de mayo, la recesión podría ser más profunda y también puede haber una pérdida permanente de empresas y empleos. El déficit y la deuda aumentarían aún más si hay pérdida de empresas por la ejecución de las garantías que el gobierno está concediendo. Asimismo, el aumento de la deuda volvería a poner en duda la solvencia de la deuda italiana. Por el momento, la intervención del BCE parece apaciguar estas preocupaciones, pero es posible que, en algún momento, esto resulte insuficiente.

1.2.6 Reino Unido

Una economía estancada incluso antes del Covid-19

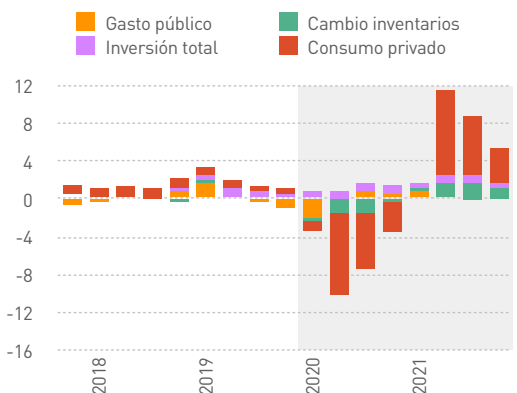
La economía del Reino Unido se estancó en el cuarto trimestre de 2019 (0% t/t y 1,1% a/a), dejando la tasa de crecimiento para la totalidad del año en el 1,4%. El consumo privado no ha crecido en el último trimestre, aunque lo haya hecho a lo largo de 2019 en 0,9%. La inversión, por su parte, también se habían estancado y eran las exportaciones las que más

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Office for National Statistics)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Office for National Statistics)

Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	2,4	1,9	1,9	1,3	1,4	-5,1	6,1	-10,1	3,3
Contribución de la demanda doméstica	2,5	2,5	1,1	1,2	1,7	-4,9	6,8	-10,2	3,6
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,6	0,7	0,1	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	-0,3
Contribución del consumo privado	1,8	2,4	1,4	1,0	0,7	-4,7	4,8	-8,9	3,0
Contribución de la inversión total	0,6	0,6	0,3	-0,0	0,1	-0,9	1,2	-1,8	-0,1
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,0	0,1	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6
Consumo privado (% a/a, media)	2,9	3,8	2,3	1,6	1,1	-7,4	7,9	-14,0	5,3
Consumo público (% a/a, media)	1,8	1,0	0,3	0,4	3,5	3,8	2,8	3,8	2,8
Inversión total (% a/a, media)	3,7	3,6	1,6	-0,2	0,6	-5,2	7,3	-10,6	-0,6
Exportaciones (a/a en %)	3,8	2,7	6,2	1,2	4,8	-9,7	5,9	-13,3	0,7
Importaciones (a/a en %)	5,5	4,4	3,5	2,0	4,6	-9,7	8,3	-14,8	1,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,1	4,7	4,4	4,0	3,8	6,0	4,0	9,1	6,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,5	1,8	2,7	2,0	1,3	0,5	2,1	-0,7	-0,2
Balance fiscal (% PIB)	-4,5	-3,2	-2,4	-2,2	-2,1	-10,8	-3,1	-11,8	-6,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-7,8	-6,0	-6,6	-5,1	-6,0	-3,9	-5,1	-3,9	-5,1
Balance comercial (% PIB)	-6,1	-6,7	-6,6	-6,5	-5,9	-4,0	-4,5	-3,9	-3,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,9	-5,2	-3,5	-3,8	-3,8	-3,0	-3,4	-2,4	-2,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,25	0,50	0,75	0,75	0,10	0,10	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,59	0,37	0,52	0,91	0,79	0,30	0,44	0,20	0,19
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,02	1,28	1,25	1,33	0,91	0,56	1,06	-0,54	0,32
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1,48	1,23	1,35	1,28	1,32	1,26	1,30	1,26	1,30
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1,36	1,17	1,13	1,11	1,18	1,17	1,18	1,17	1,18
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,9	4,0	3,9	3,7	3,6	1,9	2,7	1,7	-1,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,9	6,2	9,5	5,6	-0,5	3,0	2,4	2,9	1,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-13,9	7,3	9,4	5,6	3,0	2,1	5,2	2,0	4,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	10,0	7,2	5,3	5,8	5,7	10,6	7,1	14,8	10,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

- **La economía del Reino Unido agotaba su impulso incluso antes de la crisis del Covid-19; la pandemia empeorará la situación.**
- **Ante la dificultad de prever la profundidad de la crisis, por ahora situamos nuestra estimación de contracción del PIB en al menos el -5,1%.**
- **El Banco de Inglaterra ha actuado bajando tipos de interés en dos ocasiones y anunciando 650 millardos de libras en compra de activos.**

aportaban al crecimiento: 10,5% a/a en el cuarto trimestre de 2019 y 4,8% en la totalidad del año. La confirmación de que el PIB se había estancado en el cuarto trimestre de 2019, significó que la economía careciera de impulso, incluso antes de que surgieran los problemas relacionados con el Covid-19. b).

Las encuestas de PMIs de marzo han sido muy negativas, con la de servicios cayendo a 34,5 puntos, la manufacturera

a 47,8 y la compuesta al 36. Asimismo, la confianza de los consumidores (GfK), que se mantiene en terreno negativo desde 2016, se situó en -9 en marzo, y la producción industrial se reduce a un ritmo de -2,9% a/a, según el dato de enero. De esta forma, es claro que el PIB del Reino Unido está siendo afectado por las medidas de parón de la actividad y entrará en recesión. Conforme al *escenario base mínimo*, estimamos que la contracción económica en 2020 será del -5,1%; estimación que, en el *escenario base estresado*, podría llegar a situarse en un -10,1% (véase la Tabla 1.2.6, y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

Por otra parte, la inflación se situó en 1,7% en febrero, con la subyacente también en 1,7%. Se prevé que la inflación tenderá a bajar con la bajada del precio del petróleo y con la inminente recesión. No obstante, en segunda instancia, las inyecciones masivas de ayudas financieras y fiscales podrán mas adelante, cuando se recuperen la economía y el precio del petróleo, demostrarse inflacionarias.

Después de las bajadas de 50 pbs al 0,25% (el 11 de marzo) y de 15 pbs al 0,10% (el 19 de marzo), el Banco de Inglaterra, en la reunión del 26 de marzo, ha decidido continuar un *quantitative easing* (QE) adicional de 200 millardos de libras esterlinas de compras de bonos del gobierno del Reino Unido y de bonos corporativos (no financieros) con grado de inversión, financiadas por la emisión de reservas del banco central, para elevar el total de estas compras a 645 millardos de libras esterlinas.

Finalmente, la libra esterlina ha tenido un comportamiento similar a otras monedas en la semana de marzo en la que el dólar se revalorizó de forma significativa, aunque el anuncio de la Reserva Federal de que iba inyectar toda la liquidez que fuera necesaria para que los mercados financieros funcionen de la manera más normal posible, la ha situado en el nivel de 1,24 USD/GBP.

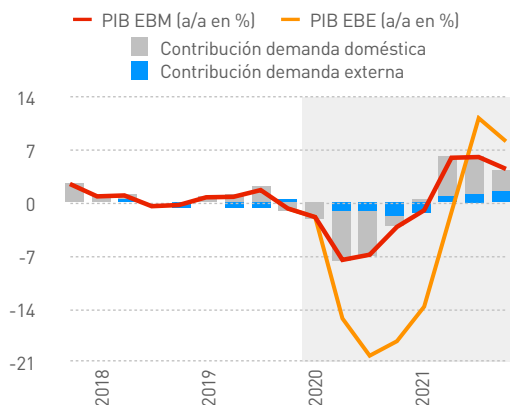
1.2.7 Japón

Recesión en 2020, a pesar de que la pandemia no ha golpeado con la misma virulencia

En el cuarto trimestre de 2019, el PIB japonés se contrajo -0,7% a/a (-1,8 t/t), en gran medida por el efecto de la subida del IVA de octubre. Asimismo, el consumo privado bajó un -2,5% a/a, las exportaciones un -2,2% a/a y la inversión no residencial privada un -4,4%. Los componentes del indicador coincidente de febrero muestran que la desaceleración continúa (producción industrial -4,7%, ventas centros comer-

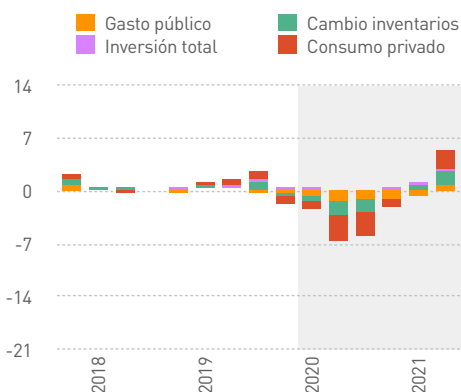
- **Aunque la pandemia del Covid-19 en Japón no ha golpeado con la misma virulencia, las medidas de confinamiento sí pasarán factura a su economía.**
- **Japón aumenta la escala de un plan de estímulo que ya era necesario antes de la enfermedad.**
- **Se prevé una contracción del PIB japonés de al menos el -4,8% en 2020.**

Gráfica 1.2.7-a
Japón: descomposición
y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Statistics Bureau)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Statistics Bureau)

Tabla 1.2.7
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	1,3	0,5	2,2	0,3	0,7	-4,8	3,9	-13,9	1,2
Contribución de la demanda doméstica	0,9	-0,1	1,6	0,3	0,9	-3,9	3,4	-13,6	1,0
Contribución de la demanda externa	0,4	0,6	0,6	0,0	-0,2	-0,9	0,6	-0,3	0,2
Contribución del consumo privado	-0,1	-0,2	0,8	-0,0	0,1	-2,3	1,3	-9,5	0,6
Contribución de la inversión total	0,4	-0,1	0,7	0,1	0,3	-1,0	1,3	-3,5	-0,6
Contribución del gasto público	0,3	0,3	0,0	0,2	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3
Consumo privado (% a/a, media)	-0,2	-0,3	1,3	-0,0	0,2	-4,0	2,3	-17,1	1,4
Consumo público (% a/a, media)	1,5	1,4	0,1	0,9	1,9	2,0	1,2	2,0	1,2
Inversión total (% a/a, media)	1,7	-0,3	3,0	0,6	1,3	-4,3	5,3	-14,5	-2,3
Exportaciones (a/a en %)	3,0	1,7	6,8	3,5	-1,7	-19,2	18,7	-26,0	11,1
Importaciones (a/a en %)	0,7	-1,6	3,4	3,3	-0,7	-13,7	12,7	-24,0	8,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,3	3,0	2,7	2,4	2,3	2,6	2,2	6,6	4,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,2	0,3	0,6	0,9	0,5	-0,8	0,2	-5,3	-6,0
Balance fiscal (% PIB)	-3,6	-3,5	-3,0	-2,4	-2,7	-5,7	-4,5	-9,1	-9,5
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-0,2	1,0	0,9	0,2	0,1	-0,3	0,1	0,6	1,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,1	3,9	4,2	3,5	3,6	2,6	3,5	4,1	6,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,04	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,06	-0,05	-0,50	-0,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,08	-0,05	-0,02	-0,07	-0,05	-0,07	-0,06	-0,52	-0,50
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,35	0,04	0,05	0,13	-0,21	-0,11	-0,06	-0,50	-0,42
Tipo de cambio vs USD (fin período)	120,50	116,80	112,90	110,83	109,12	106,00	106,00	106,65	105,56
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	131,19	123,12	135,40	126,90	122,59	114,48	117,10	114,34	116,72
Crédito privado (% a/a, media)	2,0	2,2	4,2	2,9	2,1	-3,8	4,0	-13,4	-7,6
Crédito familias (% a/a, media)	1,1	1,3	2,2	2,8	1,7	0,0	0,0	-0,2	-2,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,4	1,8	2,4	1,9	3,8	1,9	1,5	1,7	0,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,8	-0,2	8,0	5,9	2,3	2,0	1,7	2,1	1,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	1,2	2,9	2,5	4,3	4,9	6,4	5,7	17,8	15,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

ciales -12,8%, ventas mayoristas -6,2%). Los índices de gestores de compras (PMIs) de marzo han sufrido una caída nunca vista hasta 32,7 puntos el de servicios, 44,8 el manufacturero y 35,8 el compuesto.

Considerando las circunstancias que se derivan de la aplicación de medidas de confinamiento y el parón de profundidad y duración difícil de estimar, nuestra previsión de crecimiento para el 2020 es, en el *escenario base mínimo*, de -4,8%; previsión que, en el *escenario base estresado*, podría llegar ubicarse hasta en un -13,9% (véase la Tabla 1.2.7, y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b). En el referido *escenario base mínimo*, creemos que el brote de coronavirus tendrá un impacto negativo menor en la economía japonesa que en los Estados Unidos o en Europa, dado el número relativamente más bajo de infecciones y muertes hasta la fecha y la menor dependencia de Japón del comercio internacional. Además, se espera una menor caída del PIB real en comparación con la crisis financiera de 2008-09; una gran diferencia esta vez es que el yen no ha experimentado una apreciación significativa.

Por otra parte, la inflación se sitúa en un nivel muy bajo, 0,4% en marzo, lo que se asocia a bajas presiones salariales y a la desaceleración económica. La caída del precio del crudo también ayudará a mantenerla baja. Los tipos de interés del banco central están estables, en -0.10%, y el objetivo de control de la curva de tipos es situarlos cerca del 0.00%. Además, el banco central introdujo un nuevo programa de concesión de préstamos contra la deuda de las empresas como garantía con un tipo de interés del 0,0% e incentivo del tipo de interés sobre el exceso de reservas. Esto durará hasta finales de septiembre de 2020. Asimismo, el Banco de Japón se unió a seis grandes bancos centrales mundiales para aumentar la liquidez del dólar mediante la reducción del tipo de canje de liquidez en 25 pbs y la ampliación del plazo de vencimiento de las provisiones de liquidez.

El Primer Ministro de Japón, Shinzō Abe, indicó en una conferencia de prensa el 28 de marzo que el gobierno aprobaría un paquete de estímulo

económico y un presupuesto suplementario. Se espera que la escala del paquete sea al menos tan alta como la del paquete de 2009 durante la crisis financiera. El enfoque es probable que sea la ayuda a los hogares y pequeñas empresas que sufren pérdida de ingresos. Se espera que el consiguiente aumento del gasto fiscal y la disminución prevista de los ingresos fiscales provoquen un aumento de la emisión de bonos. La política de control de la curva de tipos del Banco de Japón sugiere que actuará para suprimir cualquier aumento de los rendimientos derivados de una mayor emisión de JGB (*Japanese Government Bonds*) mediante el aumento de su volumen de compras de bonos.

El Yen, en marzo, tuvo un amago de apreciarse llegando a tocar casi los 102 JPY/USD, pero a finales de marzo parecía querer situarse en el rango de los últimos 12 meses en torno a 108-110 JPY/USD.

1.2.8 Turquía

La economía turca entrará en recesión en 2020

En el cuarto trimestre, la economía turca rebotó (+6,5% a/a), en parte por el efecto base del último trimestre de 2018, dejando el crecimiento anual de 2019 en 0,8%. Hasta ese momento, antes que la pandemia empezara a golpear al mundo, todos los componentes del PIB estaban dando señales de recuperación. Sin embargo, la crisis de salud y las medidas de confinamiento asociadas a la misma, van a llevar a que la economía de Turquía entre en recesión. Nuestra estimación, en el *escenario base mínimo* (revisable en función de las medidas a tomar, de la pro-

- El parón económico para contener el virus llevará la economía turca a contraerse, al menos, un -1,2%.
- Los fuertes flujos financieros han llevado la lira turca a superar la barrera de 6,60 contra el dólar.
- El gobierno ha adoptado medidas fiscales de soporte por el 2% del PIB.

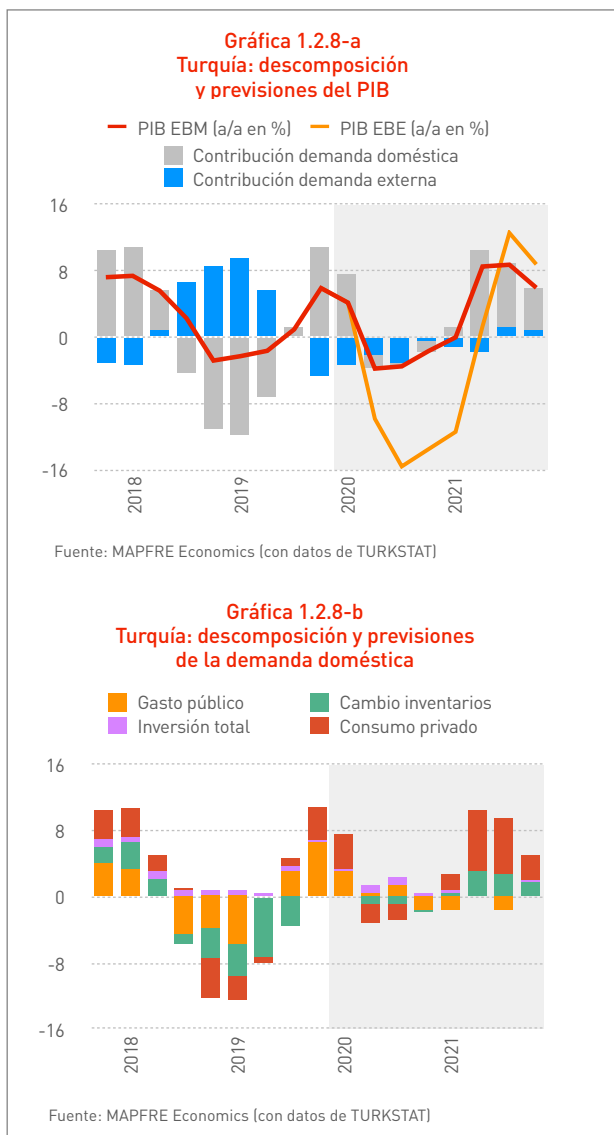
Tabla 1.2.8

Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	6,0	3,3	7,4	3,1	0,8	-1,2	5,8	-8,7	2,8
Contribución de la demanda doméstica	5,5	4,6	7,1	-0,0	-1,8	1,1	6,1	-6,7	3,8
Contribución de la demanda externa	0,5	-1,3	0,3	3,2	2,5	-2,3	-0,2	-2,0	-1,0
Contribución del consumo privado	3,4	2,2	3,8	0,3	0,3	0,1	4,7	-6,4	4,4
Contribución de la inversión total	2,7	0,7	2,4	0,0	-3,6	-0,5	2,0	-1,6	0,5
Contribución del gasto público	0,5	1,3	0,7	0,9	0,6	0,7	0,1	0,4	-0,2
Consumo privado (% a/a, media)	5,5	3,6	6,2	0,4	0,6	0,2	8,0	-10,9	8,0
Consumo público (% a/a, media)	3,5	9,8	5,2	6,6	4,6	4,6	0,9	3,1	-1,4
Inversión total (% a/a, media)	9,1	2,4	8,2	0,1	-12,2	-2,3	8,0	-6,7	1,9
Exportaciones (a/a en %)	4,3	-1,7	12,0	7,6	6,6	-10,5	13,8	-15,6	7,8
Importaciones (a/a en %)	1,8	3,7	10,2	-6,3	-2,3	-0,8	17,1	-8,1	14,1
Tasa de paro (% último trimestre)	10,5	12,1	10,3	12,3	13,3	14,1	11,7	18,1	14,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	8,8	8,5	11,9	20,3	10,3	9,0	9,3	5,8	8,6
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-1,3	-1,6	-1,9	-2,9	-4,3	-2,7	-5,9	-5,4
Balance fiscal primario (% PIB)	0,0	0,6	0,8	1,6	0,6	1,7	1,6	1,7	1,6
Balance comercial (% PIB)	-5,7	-4,6	-6,9	-5,5	-2,5	-1,7	-2,3	-1,4	-1,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,2	-3,1	-4,8	-2,7	1,1	-0,8	-1,7	-0,8	-1,7
Tipo de interés oficial (final período)	8,81	8,31	12,75	24,06	11,43	9,09	8,84	3,93	5,69
Tipo de interés a 3 meses (final período)	11,47	9,90	14,61	24,07	10,76	9,09	8,90	5,55	8,38
Tipo de interés a 10 años (final período)	10,74	11,40	11,72	16,53	11,95	11,06	9,96	10,71	11,68
Tipo de cambio vs USD (fin período)	2,92	3,52	3,79	5,29	5,95	6,95	7,16	7,74	7,28
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3,18	3,71	4,55	6,06	6,68	7,51	7,91	8,29	8,05
Crédito privado (% a/a, media)	23,0	12,8	20,6	18,3	9,9	9,1	12,0	8,8	10,3
Crédito familias (% a/a, media)	12,5	7,1	17,5	9,8	3,3	9,5	12,2	8,9	9,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	29,9	14,7	24,3	20,9	5,4	-11,0	26,1	-19,6	15,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	26,4	9,0	27,2	25,1	18,3	2,4	18,1	-5,7	14,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	28,3	32,8	30,9	30,0	28,6	28,3	27,0	34,2	29,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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



fundidad de caída de la actividad y su duración) es que la contracción en 2020 estará, al menos, en el entorno de -1,2%. Esta previsión, sin embargo, podría llegar ubicarse hasta en un -8,7% en el *escenario base estresado* (véase la Tabla 1.2.8, y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

La inflación de marzo se situó en 11,9%, pareciendo haberse estabilizado desde el inicio de 2020. La fuerte caída del precio del petróleo y la crisis que está comenzando, la harán caer a un nivel más bajo. El Banco Central de la República de Turquía (CBRT) redujo su tasa clave de nuevo el 17 de marzo en 100 pbs, al 9,75%, lo que pone los tipos de interés reales en negativo. También introdujo varias medidas relacionadas con la liquidez para asegurar que el crédito continúe fluyendo hacia las empresas y los hogares. Las más notables son dos nuevas facilidades en las que los bancos pueden acceder a la financiación del banco central a un tipo de interés inferior al tipo de interés oficial, si cumplen determinados objetivos de crecimiento del crédito.

Por otra parte, a nivel fiscal, el gobierno anunció un paquete de medidas por valor del 2% del PIB. Dichas medidas incluyen exenciones temporales del IVA y de las contribuciones a la seguridad social, y vacaciones retribuidas para los sectores afectados, así como un nuevo tramo del fondo de garantía de crédito existente, un servicio en el que el gobierno garantiza las pérdidas que los bancos pueden afrontar hasta que la tasa de préstamos morosos alcance el 7%.

En el primer trimestre, y especialmente en el mes de marzo, la lira turca se ha depreciado fuertemente debido al alto flujo de salida de capitales de los mercados emergentes en general. Al ser una economía con elevada deuda externa en dólares, esto podrá tornarse problemático si empiezan a surgir dudas de la solvencia de los emisores, tanto gobierno como empresas privadas. En este contexto, la lira turca alcanzó la cuota de 6,60 TRY/USD a final de marzo.

Los principales riesgos para la economía turca residen, en primer lugar, en la profundidad de la recesión provocada por la crisis sanitaria, pero también en su dependencia del dólar para su financiación externa. La solvencia y liquidez de su sistema financiero enfrentan el riesgo de ser puestas en duda. En este sentido, la economía turca podrá beneficiarse del anuncio de la Reserva Federal de los Estados Unidos en el sentido de que proveerá a los mercados financieros internacionales (especialmente algunos emergentes) de *swaps* de moneda para evitar un tensionamiento de sus monedas.

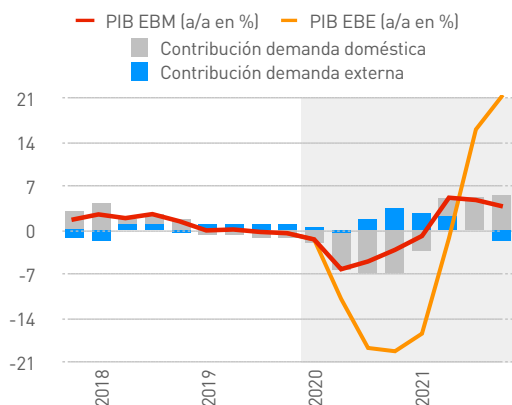
1.2.9 México

La exposición de la economía mexicana al precio del petróleo y a la economía de Estados Unidos magnificará sus propios problemas

La economía mexicana se encontraba ya en una situación recesiva en 2019, antes del inicio de la crisis sanitaria Covid-19. En el cuarto trimestre de 2019, el PIB se contraía -0,5% a/a, llevando el crecimiento anual hasta el -0,1%, con todas casi todas las partidas (excepto el consumo) en terreno negativo. La economía mexicana se había visto lastrada por el deterioro del comercio en general, así como por la reducción de la inversión pública y privada. La atonía en los precios del petróleo suponía, ya en 2019, un problema adicional tanto para la actividad económica como para la sostenibilidad fiscal.

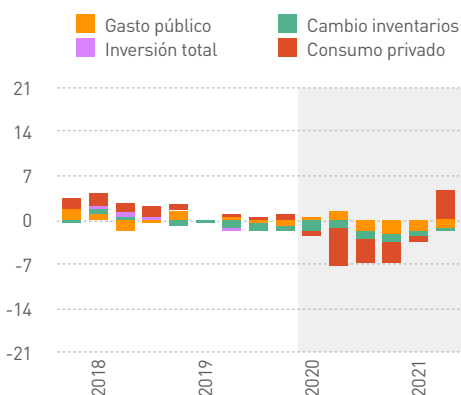
- La recesión se agudizará en 2020 y la economía mexicana caerá, al menos, el -3,9%.
- La reducción abrupta del precio del petróleo golpeará los ingresos fiscales, dotando al gobierno de menos margen para estímulos fiscales.
- La crisis del virus se encuentra en una fase más temprana que en otras regiones del mundo, pero los vínculos económicos con Estados Unidos la exponen también a un impacto indirecto.

Gráfica 1.2.9-a
México: descomposición
y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de INEGI)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de INEGI)

Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	3,3	2,6	2,4	2,1	-0,1	-3,9	3,2	-12,5	5,0
Contribución de la demanda doméstica	2,5	2,2	3,3	2,2	-1,0	-5,2	2,5	-15,8	1,6
Contribución de la demanda externa	0,8	0,4	-0,9	-0,0	0,8	1,3	0,7	3,3	3,4
Contribución del consumo privado	1,8	2,3	2,3	1,6	0,4	-3,4	2,4	-9,5	1,3
Contribución de la inversión total	1,1	0,2	-0,3	0,2	-1,0	-1,5	-0,2	-2,0	-2,5
Contribución del gasto público	0,2	0,3	0,1	0,4	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
Consumo privado (% a/a, media)	2,7	3,5	3,5	2,3	0,6	-5,0	3,6	-14,0	2,0
Consumo público (% a/a, media)	1,9	2,6	0,7	3,0	-1,5	0,5	1,4	0,5	1,4
Inversión total (% a/a, media)	5,1	1,1	-1,5	0,9	-5,0	-7,7	-1,0	-10,3	-12,8
Exportaciones (a/a en %)	8,6	3,6	4,3	5,9	1,2	-6,4	2,5	-14,2	-0,6
Importaciones (a/a en %)	6,0	2,3	7,0	5,9	-1,0	-10,1	0,7	-23,4	-7,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,2	3,5	3,3	3,3	3,4	5,2	4,2	11,7	5,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,1	3,4	6,8	4,8	2,8	3,8	3,2	1,7	4,5
Balance fiscal (% PIB)	-3,4	-2,5	-1,1	-2,0	-1,7	-3,9	-4,0	-5,6	-7,4
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,1	-0,9	-0,2	-0,9	-0,9	-0,6	-0,9	-0,6	-0,9
Balance comercial (% PIB)	-1,2	-1,2	-0,9	-1,1	0,4	0,3	0,9	2,8	7,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,6	-2,3	-1,8	-1,9	-0,2	-0,1	0,7	2,0	6,6
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	5,75	7,25	8,25	7,25	5,25	5,25	1,38	1,76
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,58	6,19	7,66	8,63	7,45	5,76	5,78	3,82	0,78
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,28	7,42	7,66	8,70	6,84	6,49	6,53	6,29	6,94
Tipo de cambio vs USD (fin período)	17,20	20,74	19,67	19,65	18,93	22,00	20,63	24,06	21,72
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	18,73	21,86	23,59	22,50	21,26	23,76	22,79	25,79	24,01
Crédito privado (% a/a, media)	13,6	16,3	12,1	10,4	9,0	-1,9	6,8	-9,8	8,9
Crédito familias (% a/a, media)	8,4	12,8	10,0	8,4	6,2	5,7	9,2	4,3	8,1
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)	-11,4	3,5	1,7	-0,8	6,2	12,1	13,6	2,8	15,1
Tasa de ahorro [% renta neta disp.,	14,6	12,8	10,7	12,5	16,5	21,6	20,3	27,0	22,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

Con el inicio del 2020, dos *shocks* vinieron a afectar a la economía mexicana: por una parte, la pandemia global y, por la otra, el recrudescimiento en las presiones a la baja en el mercado de crudo como consecuencia de las disputas entre Rusia e Irán, que llegaron a reducir el precio del Brent por debajo de los 23 USD/bl. Estos fenómenos impactan de manera diferencial a la economía de México dada su enorme integración comercial e industrial con los Estados Unidos, y dada la fuerte dependencia, tanto fiscal como industrial, del sector energético.

La crisis del Covid-19 tendrá efectos tanto de oferta como de demanda sobre la economía mexicana y elevará los ya pronunciados niveles de estrés sobre las expectativas de inversión y consumo. Por el lado de la oferta, la dislocación temporal de las cadenas de valor con Estados Unidos y la disrupción comercial seguirán mermando al sector manufacturero. Asimismo, la construcción privada comercial y residencial se hacen eco de la incertidumbre nativa e importada con el Covid-19, por lo que se prevé que la demanda de cemento, estancada en 2019, pase a contraerse con intensidad en 2020. La construcción pública, condicionada recientemente por los procesos de consulta pública activados por la administración, no tiene mejores perspectivas en 2020 ante la hibernación productiva el exhausto recurso fiscal del momento (uso intensivo para afrontar la crisis sanitaria de los escasos ingresos fiscales ante la falta de actividad las bajas utilidades petroleras). Por el lado de la demanda, la caída de la inversión por el contexto de incertidumbre sin precedentes, unida a la depresión de las confianzas de productores y consumidores y el deterioro de los ingresos de las familias (empleo y salarios a la baja), limitarán la demanda doméstica. En un contexto de cierre de fronteras y medidas de contención, la demanda extranjera tampoco será un factor mitigante de esta situación. Los anteriores elementos son la base para que nuestra previsión de PIB para el 2020, en el *escenario base mínimo*, se sitúe en un -3,9%. Esta previsión, sin embargo, podría llegar ubicarse hasta en un -12,5% en el *escenario base estresado*, dependiendo, por una parte, de la profundidad y duración de los efectos económicos de la pandemia y, por la otra, de las medidas económicas que eventualmente se adopten para

atender la situación tanto coyuntural como estructural de la economía (véase la Tabla 1.2.9, y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

En marzo, la inflación se situaba en 3,25%, con la subyacente en el 3,6%. Para el promedio de 2020, se prevé que la inflación tenga cierta tendencia al alza, en la que los límites a la oferta agregada y la depreciación de la moneda más que compensen las fuerzas bajistas de la ampliación de la brecha de producto y el desplome de precios energéticos. La actual situación requerirá de una reacción de soporte por parte del Banco de México, que antes de la crisis aún mantenía tipos de interés reales bastante por encima de lo que sería el tipo natural. En este contexto, en su reunión de marzo, el banco central bajó 50 pbs, situándolos en 6,50% y, nuevamente en una reunión no programada en abril, redujo 50 pbs adicionales para colocar la tasa de interés de política monetaria en 6,00%. No obstante, no se descarta que el banco central pudiera seguir bajando tipos, pese a una situación en la que las salidas de flujos de cartera y la debilidad doméstica han llevado por momentos el tipo de cambio cerca de los 25 MXN/USD.

Otras medidas implementadas por el Banco de México orientadas a proveer liquidez han sido la reducción de los requisitos de reserva de los bancos en unos 50 millardos de pesos mexicanos (15% de las existencias actuales); la reducción de los tipos de los repos; la subasta de liquidez en dólares a partir de la línea de *swaps* de 60 millardos de dólares establecida con la Reserva Federal, y la participación activa como *market maker* en el mercado de bonos.

La economía de México se enfrenta a un riesgo quizás superior al de otros países, en la medida en que sus ingresos fiscales dependen en buena medida de los ingresos petroleros. Esta situación, ante la decisión de la administración de no elevar en nivel de endeudamiento público, deja al gobierno con poco margen (más allá de los programas de transferencias directas que ya operaba antes de esta crisis) para introducir estímulos fiscales del tipo de los implementados en otras economías para intentar

contrarrestar los efectos económicos (sobre la actividad y el empleo) de la pandemia.

1.2.10 Brasil

Brasil entrará en una fuerte recesión económica

La economía brasileña creció un 1,1% en tasa interanual a lo largo de 2019, apoyada fundamentalmente en el consumo, pero sin llegar a consolidar la recuperación avistada en 2018 con la intensidad que se esperaba. Los datos de producción industrial apuntaban, ya en enero, a un deterioro del sector manufacturero, el cual se ha precipitado con la llegada de la crisis sanitaria. Los indicadores adelantados como los PMIs constatan un entorno recesivo en marzo, marcando un 37,6. *Shocks* de oferta y demanda tendrán efectos temporales, pero profundos, en la industria doméstica y en la construcción, por un lado, y en las expectativas y deterioro del mercado laboral que afectarán al consumo y a la inversión, por otro.

- En el entorno de la crisis sanitaria, la economía brasileña se contraerá, al menos, un -2,7% en 2020.
- El gobierno anunció un paquete de apoyo equivalente a 30 millardos de dólares para combatir los efectos económicos del parón por el Covid-19.
- En el mejor de los escenarios, el inicio de la recuperación será durante el segundo semestre del año, pero sin alcanzar el ritmo anterior de actividad, como efecto de los daños permanentes causados.

Desde el informe anterior, habíamos venido revisando a la baja nuestras estimaciones de crecimiento para la economía brasileña. Esta tendencia se profundiza en el actual contexto producido por la pandemia. De esta forma, nuestra previsión de crecimiento de la economía brasileña para el

2020 es, en el *escenario base mínimo*, de -2,7%; estimación que, en el *escenario base estresado*, podría llegar ubicarse hasta en un -9,9% (véase la Tabla 1.2.10, y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b). Se prevé que la esperada recuperación del 2021, será más débil que lo avistado anteriormente, porque esta crisis, además, va a tener efectos políticos e institucionales que afectarán a los estabilizadores automáticos. A la fecha, las disidencias entre la opinión del jefe de gobierno y el resto de instituciones están socavando los consensos alcanzados en otras materias como la fiscal.

Por otra parte, la atonía de la actividad económica estabilizará la inflación en el entorno de 4,0%, lo que permitiría al Banco Central activar medidas anti-cíclicas ultra acomodaticias, como el resto del mundo para apoyar la economía. El 18 de marzo, el Banco Central bajó 50 pbs los tipos Selic, hasta 3,75%, como respuesta monetaria al paquete de medidas necesarias para apoyar en la crisis. Creemos que el Banco Central, por ahora, dejará el Selic en este nivel, a la luz del fuerte deterioro del Real que acusa no solo factores globales sino también un tipo real negativo. Cabe señalar que el real superó el nivel de los 5,0 BRL/USD en marzo. Además de condiciones financieras favorables, la política monetaria de emergencia se ha centrado en la provisión de liquidez. En este sentido, el Banco Central transmitió la liquidez en dólares aportada por la Reserva Federal en su sistema de subasta internacional al resto de países emergentes.

En el plano fiscal, el gobierno utilizará 150 millardos de reales (30 millardos de dólares) para contener el impacto negativo en la actividad económica; la aplicación consiste en adelantar desembolsos de gasto social y aplazamiento de los impuestos de las empresas, entre otros. La balanza por cuenta corriente en el arranque del 2020 se ha situado en 2,9%, pero la pérdida de valor de la moneda, junto con las fugas de capitales de los mercados emergentes, forzarán seguramente la balanza por cuenta corriente a entrar en territorio positivo, con las exportaciones al alza y las importaciones a la baja.

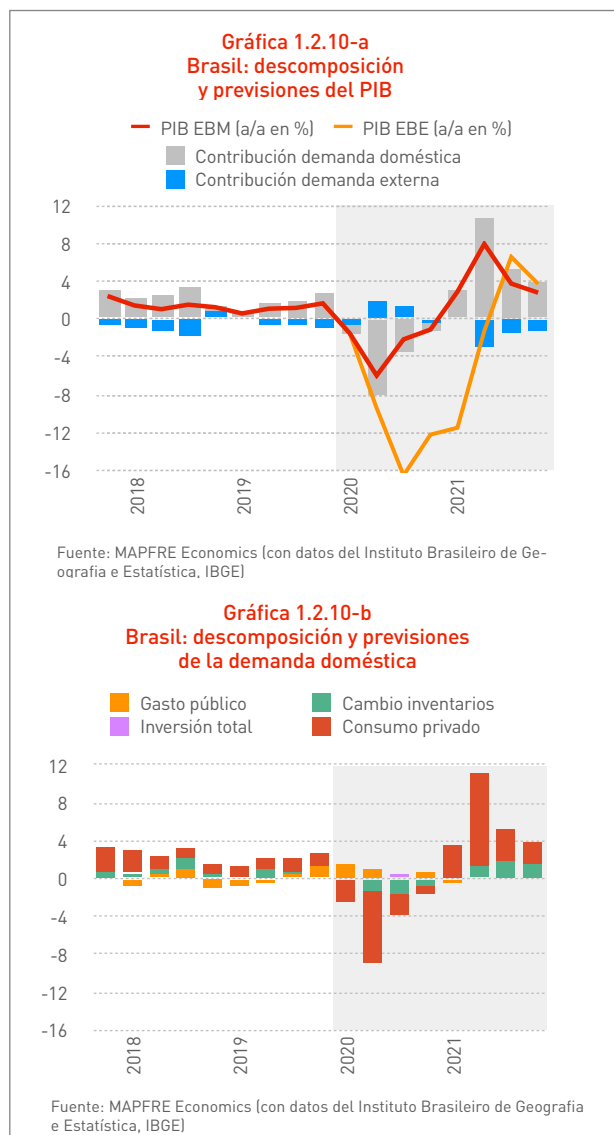


Tabla 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	-3,6	-3,3	1,3	1,3	1,1	-2,7	4,3	-9,9	-0,6
Contribución de la demanda doméstica	-7,1	-5,1	1,7	2,1	1,7	-3,3	5,7	-11,6	-0,3
Contribución de la demanda externa	3,6	1,9	-0,4	-0,8	-0,6	0,6	-1,4	1,6	-0,3
Contribución del consumo privado	-2,2	-2,6	1,3	1,4	1,3	-3,3	4,7	-10,2	0,4
Contribución de la inversión total	-2,9	-2,3	-0,4	0,6	0,4	-0,8	1,2	-2,2	-0,6
Contribución del gasto público	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0
Consumo privado (% a/a, media)	-3,2	-3,8	2,0	2,1	1,8	-4,7	6,9	-14,6	0,8
Consumo público (% a/a, media)	-1,4	0,2	-0,7	0,4	-0,4	0,5	0,0	0,5	0,0
Inversión total (% a/a, media)	-14,0	-11,9	-2,5	3,9	2,3	-5,0	7,4	-13,3	-2,8
Exportaciones (a/a en %)	6,9	0,9	5,4	3,3	-2,4	-6,7	4,7	-12,0	1,5
Importaciones (a/a en %)	-14,1	-9,6	7,4	7,5	1,2	-8,6	12,5	-18,8	4,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	8,9	12,0	11,8	11,6	11,0	12,8	10,7	18,4	17,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	10,7	6,3	2,9	3,7	4,3	2,8	3,2	0,9	4,0
Balance fiscal (% PIB)	-10,2	-9,0	-7,8	-7,1	-5,9	-10,2	-6,8	-12,2	-10,2
Balance fiscal primario (% PIB)	1,9	2,6	2,0	3,3	2,6	2,9	3,3	2,9	3,3
Balance comercial (% PIB)	1,0	2,5	3,1	2,8	2,2	1,8	1,4	2,0	1,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,0	-1,3	-0,7	-2,2	-2,7	-3,1	-3,3	-3,7	-4,6
Tipo de interés oficial (final período)	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50	3,25	3,50	0,61	0,13
Tipo de interés a 3 meses (final período)	14,15	13,65	6,90	6,40	4,40	3,15	3,40	3,38	5,14
Tipo de interés a 10 años (final período)	16,10	11,36	10,24	9,28	6,86	6,25	6,50	7,93	8,07
Tipo de cambio vs USD (fin período)	3,90	3,26	3,31	3,87	4,03	5,02	4,41	6,50	4,98
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	4,25	3,43	3,97	4,44	4,53	5,42	4,87	6,97	5,50
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	10,2	4,4	4,7	7,0	10,8	11,6	14,2	9,6	6,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	18,5	17,2	17,4	16,1	15,8	16,9	14,6	21,2	18,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografía e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

1.2.11 Argentina

Las expectativas económicas desfavorables se mantienen

El PIB de Argentina se redujo un -1,1% interanual en el cuarto trimestre de 2019, dejando el crecimiento de 2019 en -2,2% (-2,4% en 2018). La composición de la actividad muestra que la demanda interna sigue ahogada (consumo, -1,9%, y gasto gobierno, -3,1% a/a,) mientras que el sector externo amortigua la recesión (exportaciones, +7,4%, e importaciones, -10,1%), en tanto que la inversión se hundió un -9% (-15,9% en 2019); las exportaciones, por su parte, aumentaron 7,4% (+9,4% promedio en 2019) y las importaciones disminuyeron 10,1% (-18,2% en 2019).

- **La expectativa es de contracción del PIB argentino en el entorno de, al menos, un -5,7% en 2020.**
- **El peso argentino pierde el nivel de los 64 ARS/USD .**
- **El FMI estima necesaria una reducción de la deuda de entre 50 y 85 millardos de USD para volver a entrar en una senda sostenible.**

Las perspectivas para la economía argentina siguen siendo malas, ya que se enfrenta a un mal punto de partida, con niveles de actividad que igualarán los de 2010 y una mayor incertidumbre interna a la luz de las negociaciones sobre la deuda. A ello se suman las medidas de confinamiento, mientras que las restricciones fiscales (Argentina no tiene acceso al mercado en este momento) limitan una posible respuesta de soporte económico gubernamental. En este contexto, la previsión actual de crecimiento conforme al *escenario base mínimo*, nos llevan a prever una contracción del PIB para 2020 de -5,7%; estimación que, en el *escenario base estresado*, podría llegar a alcanzar un -13,3% (véase la Tabla 1.2.11, y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

Por otra parte, la inflación continúa en niveles muy elevados (46,4% en febrero), agravada por la continua depreciación de la moneda que superó el nivel de los 64 ARS/USD en marzo. Para 2020, estimamos que la inflación estará en torno al 40%. El tipo de interés de referencia del Banco Central (el LELIQ a 7 días) se sitúa en el 38%, una bajada sustancial desde los 55% del cierre de 2019. A pesar de la situación económica, los tipos oficiales podrían mantenerse relativamente altos para dar soporte al tipo de cambio. La contracción del consumo interno y de las importaciones revelan la dureza del ajuste que está ocurriendo en la economía argentina. La balanza de cuenta corriente se situó en -0,5% del PIB en el cuarto trimestre de 2019 y estimamos que entre en superávit en 2020 y 2021.

En medio de la pandemia global, la reestructuración de la deuda externa pareciera haber quedado en un segundo plano. Sin embargo, el 19 de marzo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó una nota técnica en la que se exponen los puntos de vista sobre un marco macroeconómico viable y se evalúa el alivio necesario para restablecer la sostenibilidad de la deuda. El FMI estima necesario una quita de deuda externa entre 50 y 85 millardos de USD, dependiendo del desempeño de la economía según diferentes escenarios.

1.2.12 China

La economía comienza a reactivarse pero la vuelta a la normalidad será gradual

Uno de los indicadores de actividad disponibles con mayor frecuencia es el consumo de carbón de las centrales eléctricas. A los tres meses de haber iniciado la crisis del Covid-19, y luego de haberse controlado los contagios, el consumo de carbón revela que la actividad se acerca a los niveles de esta época en 2019 (contados desde el año nuevo chino). Sin embargo, la vuelta a la normalidad será gradual. Por ahora, parece que las industrias comienzan a recuperar su actividad, pero los comercios y el turismo tardarán más tiempo en normalizarse.

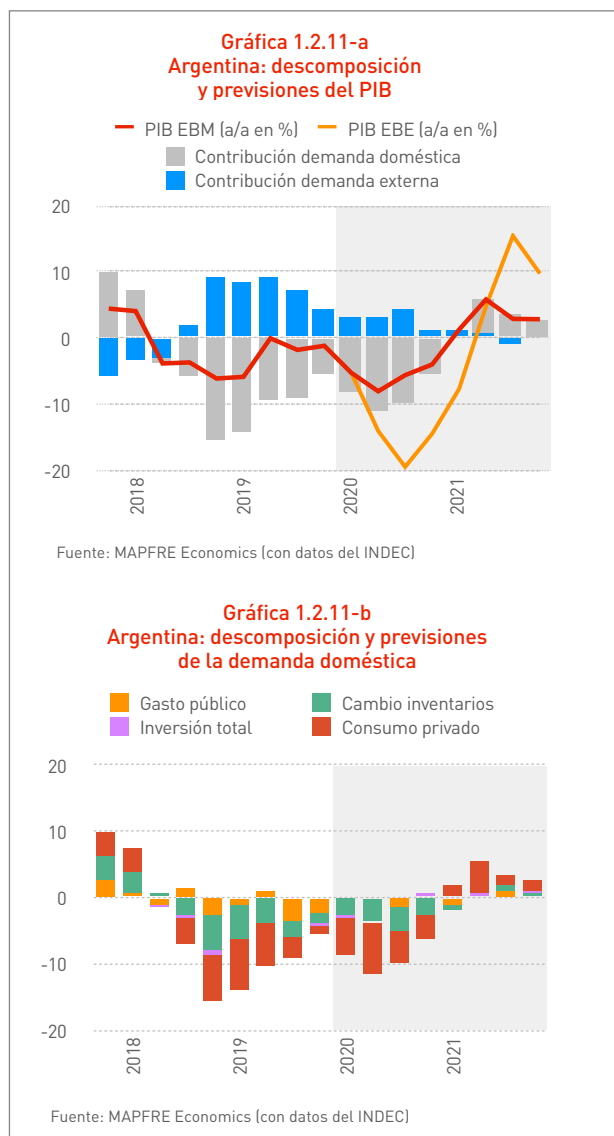


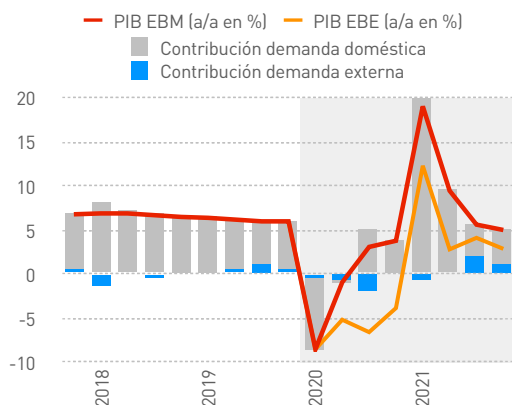
Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	2,7	-2,0	2,7	-2,4	-2,2	-5,7	3,2	-13,3	5,6
Contribución de la demanda doméstica	4,4	-1,6	6,4	-3,6	-9,5	-8,6	2,9	-17,3	6,0
Contribución de la demanda externa	-1,7	-0,4	-3,7	1,3	7,3	2,9	0,4	4,0	-0,4
Contribución del consumo privado	2,5	-0,5	2,9	-1,7	-4,7	-5,4	2,3	-12,6	5,6
Contribución de la inversión total	0,7	-1,1	2,3	-1,1	-3,1	-3,1	0,1	-4,7	-0,1
Contribución del gasto público	0,9	-0,1	0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,0	0,4
Consumo privado (% a/a, media)	3,7	-0,7	4,0	-2,5	-6,1	-7,6	3,4	-17,9	9,1
Consumo público (% a/a, media)	6,9	-0,5	2,7	-3,2	-1,5	-0,0	2,3	-0,0	2,3
Inversión total (% a/a, media)	3,4	-5,7	12,0	-4,5	-15,5	-18,1	1,0	-27,1	-0,1
Exportaciones (a/a en %)	-2,8	6,0	1,7	-0,4	9,5	-8,8	11,1	-13,8	8,5
Importaciones (a/a en %)	4,9	6,1	15,3	-3,8	-18,2	-20,2	10,4	-29,8	13,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,0	7,6	7,2	9,1	8,9	9,8	8,7	15,2	9,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	26,0	37,5	23,3	47,4	52,2	40,6	30,1	35,0	28,8
Balance fiscal (% PIB)	-5,9	-5,8	-5,9	-5,0	-3,8	-4,9	-3,9	-6,7	-4,6
Balance fiscal primario (% PIB)	0,3	-0,2	0,5	-0,2	-0,2	-0,6	-0,2	-0,6	-0,2
Balance comercial (% PIB)	-0,1	0,8	-0,8	-0,1	4,0	4,9	5,7	4,9	4,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,7	-2,7	-4,9	-5,0	-0,8	0,1	0,1	-0,8	-2,3
Tipo de interés oficial (final período)	33,00	24,75	28,75	59,25	55,00	30,00	22,26	24,67	21,85
Tipo de interés a 3 meses (final período)	23,50	26,23	27,44	56,76	45,13	25,00	20,03	19,94	19,56
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,65	7,00	5,91	10,86	19,36	8,38	7,37	9,12	10,17
Tipo de cambio vs USD (fin período)	13,04	15,89	18,65	37,70	59,89	79,93	101,68	89,19	98,43
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	14,20	16,75	22,37	43,17	67,28	86,32	112,33	95,63	108,84
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	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: 13 abril 2020.

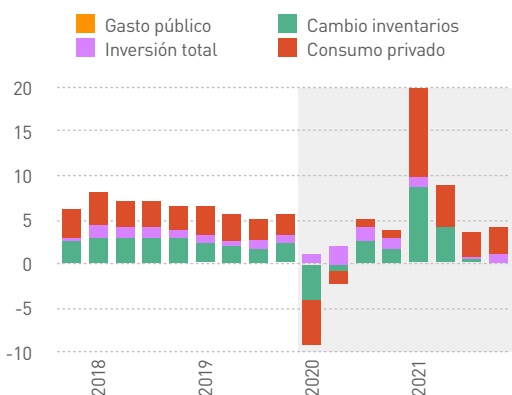
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.12-a
China: descomposición
y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BoPRC)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BoPRC)

Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019 ^(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020 ^(p)	2021 ^(p)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
PIB (% a/a, media)	7,0	6,9	6,9	6,8	6,2	-0,6	9,8	-6,0	5,5
Contribución de la demanda doméstica	6,4	7,7	6,6	7,2	5,7	0,1	9,1	-4,4	4,6
Contribución de la demanda externa	0,6	-0,8	0,3	-0,5	0,5	-0,7	0,7	-1,6	0,9
Contribución del consumo privado	3,2	3,3	3,6	3,2	2,8	-1,2	5,1	-3,3	5,4
Contribución de la inversión total	4,4	3,2	2,6	3,0	2,0	-0,1	3,2	-2,8	-1,9
Contribución del gasto público	1,6	1,2	0,3	1,1	0,8	1,4	0,7	1,7	1,1
Consumo privado (% a/a, media)	8,6	8,7	9,4	8,2	6,9	-2,7	12,8	-8,2	13,5
Consumo público (% a/a, media)	11,3	7,9	1,8	7,7	5,9	10,0	4,2	12,0	6,5
Inversión total (% a/a, media)	10,1	7,0	5,8	6,6	4,4	-0,2	7,4	-6,3	-4,3
Exportaciones (a/a en %)	0,4	1,9	6,9	4,4	2,5	-11,9	12,5	-23,8	6,6
Importaciones (a/a en %)	0,4	3,3	8,3	6,7	-0,4	-8,8	12,2	-17,1	4,2
Tasa de paro (% último trimestre)	4,1	4,0	3,9	3,8	3,6	3,8	3,7	5,2	4,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,5	2,2	1,8	2,2	4,3	1,0	2,4	-0,6	-3,1
Balance fiscal (% PIB)	-3,4	-3,8	-3,7	-4,1	-4,9	-6,5	-4,4	-7,8	-5,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-3,1	-2,4	-1,7	-1,6	-2,4	-1,8	-1,6	-1,8	-1,6
Balance comercial (% PIB)	5,3	4,4	3,9	2,8	3,0	2,4	2,9	1,8	3,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,8	1,8	1,6	0,2	1,0	0,9	1,1	0,3	1,4
Tipo de interés oficial (final período)	2,32	2,59	3,09	3,07	2,81	1,60	2,78	0,05	0,03
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,05	4,25	5,53	3,70	3,20	2,30	3,19	0,75	0,44
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,82	3,05	3,91	3,26	3,15	2,90	3,53	3,22	2,36
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6,49	6,94	6,51	6,88	6,99	6,99	6,90	7,18	7,09
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	7,07	7,32	7,80	7,87	7,85	7,55	7,62	7,70	7,84
Crédito privado (% a/a, media)	14,8	13,3	10,5	12,0	12,7	11,6	9,4	9,2	4,5
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro [% renta neta disp.,	40,6	39,3	38,7	37,9	37,6	38,9	37,6	41,6	39,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

- En el actual contexto de pandemia global, se prevé una contracción de la economía china del -0,6% en 2020.
- La crisis del Covid-19 dejará algunas cicatrices en el tejido económico, en espera de un rebote en los niveles de actividad durante 2021.
- El Banco Central ha tomado diversas medidas para minorar el impacto económico de la pandemia.

cierres de empresas que no han conseguido sobrevivir al periodo de parón generalizado. De esta forma, conforme al *escenario base mínimo* de este informe, se prevé que el PIB de China registre en 2020 una contracción del -0,6%; impacto que, en el *escenario base estresado*, podría llegar a alcanzar un -6,0% en el caso de la necesidad de una reactivación de las medidas de contención (véase la Tabla 1.2.12, y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

Por otra parte, las medidas del banco central (PBOC) en apoyo a esta crisis se han materializado en 10 pbs de recorte a la tasa de interés preferencial de préstamos a 1 año, de 10 pbs de recorte a la tasa de préstamos a medio plazo, y en un recorte del ratio de reservas requerido orientado a determinados bancos. El banco central informó que colaborará en la coordinación internacional de las políticas macroeconómicas. En este sentido, señaló que su prudente política monetaria debe ser más flexible, hacer más hincapié en la ayuda a la recuperación económica y que utilizará múltiples herramientas de política para mantener una amplia liquidez y mantener los precios estables. Asimismo, el banco puntualizó que aumentará los ajustes anti-cíclicos en

En el primer trimestre del año, se registró una caída del PIB chino del -5% a/a, con reducciones superiores al 7% el consumo, inversión y las exportaciones. En el segundo semestre, si no ocurre una nueva ola de infecciones, la economía volvería a crecer, aunque solo regresaría al ritmo al que venía haciéndolo antes de la pandemia en 2021, y está por verse si se han producidos daños más estructurales en la economía por

la política macroeconómica para mejorar la coordinación entre las políticas fiscales, monetarias y de empleo, a fin de contrarrestar los efectos de la epidemia en el crecimiento económico. Al respecto, avanzará la reforma de los tipos de interés y mantendrá el tipo de cambio del yuan básicamente estable en un nivel equilibrado.

La balanza por cuenta corriente se acercará posiblemente a cero en el primer trimestre de este año, debiendo volver a territorio positivo en el segundo trimestre, en cuanto se recuperen las exportaciones (de las cuales buena parte del resto del mundo depende), y especialmente las cadenas de producción asiáticas.

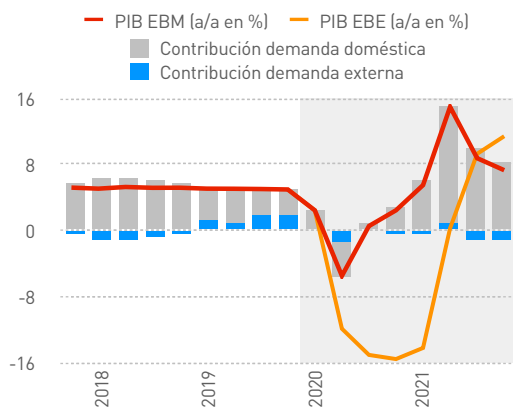
1.2.13 Indonesia

La salida de capitales en el contexto de la pandemia ha resucitado el temor a una crisis como la de 1997-98

La economía indonesia creció un 5,0% en el cuarto trimestre de 2019, en un contexto de desaceleración del entorno global, con las exportaciones estancadas y unas importaciones que se contrajeron un 8,0%. La demanda privada y la inversión habían sido los dos factores que sostenían el crecimiento. En el caso de Indonesia, la crisis económica que se avecina por motivo de la pandemia del Covid-19 vendrá agravada por la salida de capitales extranjeros, que ha hecho resucitar el miedo a

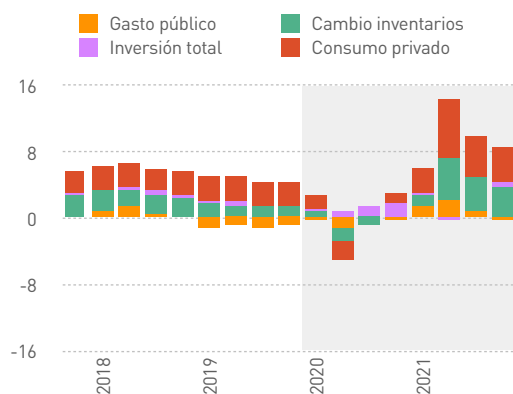
- Los flujos de salida capitales en todos los mercados emergentes hacen saltar las alarmas.
- Este fenómeno hará crecientemente compleja la financiación del déficit por cuenta corriente.
- La moneda indonesia cayó acen-tuadamente en marzo, hasta pasar la barrera de los 16.000 IDR/USD
- Se prevé que, en el escenario base mínimo, el PIB de Indonesia se estanque (0%) en 2020, en vez del 5% que se preveía en el informe previo.

Gráfica 1.2.13-a
Indonesia: descomposición
y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de BPS)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de BPS)

Tabla 1.2.13
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020(p)	2021(p)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	4,9	5,0	5,1	5,2	5,0	0,0	9,1	-10,0	1,7
Contribución de la demanda doméstica	3,9	4,9	4,8	6,1	3,6	0,5	9,6	-10,5	-0,2
Contribución de la demanda externa	0,9	0,1	0,3	-0,9	1,4	-0,5	-0,4	0,5	1,9
Contribución del consumo privado	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	0,2	4,8	-6,7	0,6
Contribución de la inversión total	1,6	1,5	2,0	2,2	1,5	-0,4	3,7	-4,5	-1,9
Contribución del gasto público	0,5	-0,0	0,2	0,4	0,3	1,0	0,1	1,0	0,1
Consumo privado (% a/a, media)	4,8	5,0	5,0	5,1	5,2	0,4	8,7	-12,1	1,4
Consumo público (% a/a, media)	4,9	0,7	2,0	4,7	3,7	12,8	1,1	12,8	0,9
Inversión total (% a/a, media)	5,0	4,5	6,1	6,7	4,5	-1,1	11,4	-13,5	-5,6
Exportaciones (a/a en %)	-2,1	-1,6	9,0	6,6	-0,9	-11,1	13,0	-18,7	6,5
Importaciones (a/a en %)	-6,2	-2,4	8,1	12,1	-7,7	-9,6	16,5	-23,5	-4,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,8	5,5	5,3	5,2	5,1	6,5	4,7	13,4	13,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,8	3,3	3,5	3,3	2,7	2,6	3,4	3,5	-3,3
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-2,5	-2,6	-1,7	-2,2	-7,3	-3,8	-9,9	-8,4
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	1,6	1,6	1,9	-0,0	0,3	0,3	0,5	1,9	4,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,0	-1,8	-1,6	-2,9	-2,7	-3,26	-2,57	-2,09	1,06
Tipo de interés oficial (final período)	6,25	4,75	4,25	6,00	5,00	4,00	4,25	1,00	1,13
Tipo de interés a 3 meses (final período)	8,86	7,46	5,48	7,70	5,51	5,10	6,41	5,42	4,95
Tipo de interés a 10 años (final período)	8,81	7,85	6,30	7,90	7,05	7,44	7,45	7,62	5,99
Tipo de cambio vs USD (fin período)	13.836	13.525	13.484	14.380	13.883	15.366	14.076	16.371	14.726
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	15.063	14.257	16.171	16.465	15.596	16.596	15.550	17.553	16.282
Crédito privado (% a/a, media)	10,6	7,8	8,2	10,8	8,8	4,5	11,7	2,1	6,4
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	32,0	10,1	15,1	5,6	-3,0	5,7	12,8	-4,6	4,7
Tasa de ahorro [% renta neta disp.,	17,0	17,0	17,0	17,1	17,0	17,2	16,9	21,1	20,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

una crisis de moneda y soberana al estilo de la crisis asiática de 1997-98. En este momento, es difícil prever la profundidad de la actual crisis, pero, además de la sanitaria y la económica, la de Indonesia tiene visos de convertirse en financiera también si su moneda se deprecia mucho y el país tiene dificultad de financiar la balanza por cuenta corriente.

En este contexto, nuestra estimación, en el *escenario base mínimo* (revisable en función de los factores antes señalados) es que la economía indonesia se estanque en 2020 (0,0% de crecimiento del PIB). Esta previsión, sin embargo, podría llegar ubicarse hasta en un -10,0% en el *escenario base estresado* de materializarse los principales factores de riesgo (coyunturales y estructurales) que enfrenta la economía de ese país (véase la Tabla 1.2.13, y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

Por otra parte, la inflación se mantiene en niveles del 3,0% en marzo, dentro el rango objetivo del banco central (2,0%-4,0%). El Banco de Indonesia ha bajado por dos veces este año los tipos de interés acumulando un recorte de 25 pbs, hasta situarlos en el 4,50%. Estas bajadas se dan en el contexto de las medidas de apoyo a la crisis sanitaria y han sido posibles por movimientos de relajación monetaria en todo el mundo. Sin embargo, la crisis de fuga de flujos de cartera de los mercados emergentes puede hacer que estos tipos sean ahora demasiado bajos para defender a la moneda.

El banco central redujo el ratio de reservas regulatorio (RRR) de divisas en 400 pbs, para aumentar la liquidez en dólares, y modificó las reglas para permitir un mayor uso del servicio nacional de NDF (*non-deliverable forwards*, contratos *forward* no entregables de divisas). Asimismo, el Banco de Indonesia ha mejorado la "triple intervención", que implica una intervención coordinada en el mercado de divisas al contado, el NDF nacional y los mercados de bonos del gobierno. El banco central ha comprado una cantidad sin precedentes de bonos de extranjeros que salen del mercado, y actualmente posee cerca del 13% del mercado de bonos.

Desde el punto de vista fiscal, el gobierno anunció un nuevo gasto equivalente al 0,2% del PIB, a través de dos paquetes de estímulo. Uno de ellos ofrece exenciones fiscales y subsidios al sector turístico, y el otro se centra en la reducción de impuestos para el sector manufacturero. No obstante, el margen fiscal está limitado por el límite de déficit estatutario del 3%.

1.2.14 Filipinas

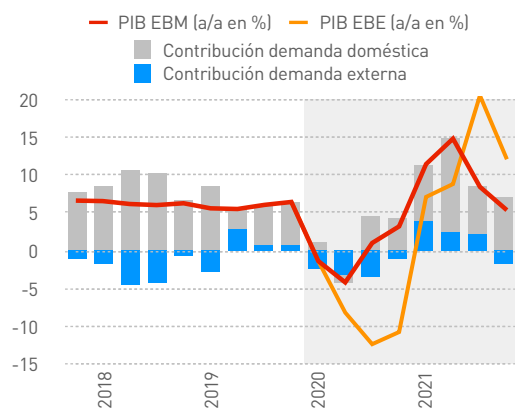
El crecimiento se verá afectado por lo menos hasta el final de año

La economía filipina creció a un ritmo de 6,4% a/a en el cuarto trimestre de 2019, dejando el promedio del año en 5,9%. Sin embargo, la crisis sanitaria, como en el resto de las economías del orbe, afectará el desempeño de la economía filipina. La magnitud de la desaceleración dependerá de las medidas de confinamiento, de las actividades que se permitan realizar y de la duración de estas.

Por lo pronto, el PMI manufacturero ha caído en marzo a 39,7 puntos, desde los 52,3 de febrero. La confianza de los consumidores de diciembre (1,3), ya preveía un empeoramiento, pero no reflejaba aún lo que estaba por venir. Las encuestas a la industria y al comercio minorista también anticipaban ya un empeoramiento de la situación económica, aunque tampoco reflejaban toda la información aho-

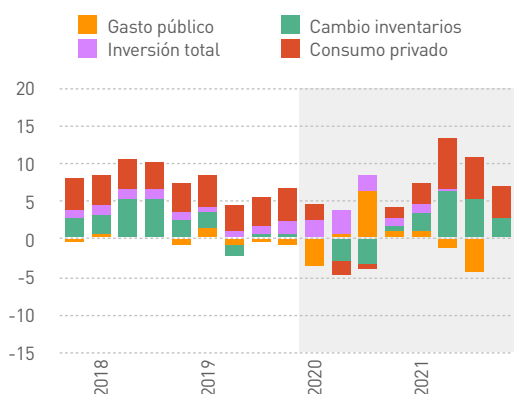
- La profundidad de la caída de la actividad económica está en función del nivel de cierre económico que se imponga. Por ahora, se prevé una contracción del PIB filipino de al menos el -0,3% en 2020.
- La duración de la desaceleración dependerá de varios factores, pero la normalización no volverá a Filipinas al menos hasta el primer trimestre de 2021.
- En su reunión de marzo, el banco central bajó 50 puntos básicos los tipos de interés, hasta el 3,25%.

Gráfica 1.2.14-a
Filipinas: descomposición
y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de PSA)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de PSA)

Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019(e)	EB Mínimo		EB Estresado	
						2020(p)	2021(p)	2020(p)	2021(p)
PIB (% a/a, media)	6,0	6,9	6,7	6,2	5,9	-0,3	10,0	-8,2	12,1
Contribución de la demanda doméstica	9,1	11,9	7,4	9,0	5,5	2,3	8,3	-8,2	10,9
Contribución de la demanda externa	-3,0	-5,0	-0,7	-2,8	0,3	-2,6	1,7	0,0	1,2
Contribución del consumo privado	4,4	4,9	4,1	3,8	4,0	0,4	4,9	-7,5	8,6
Contribución de la inversión total	3,6	6,2	2,7	3,7	0,5	-1,4	4,0	-4,0	3,1
Contribución del gasto público	0,8	0,9	0,6	1,4	1,1	2,2	0,4	2,2	0,5
Consumo privado (% a/a, media)	6,3	7,2	5,9	5,6	5,8	0,5	7,2	-11,1	13,6
Consumo público (% a/a, media)	8,3	8,8	6,3	13,1	10,7	18,4	3,1	18,4	3,1
Inversión total (% a/a, media)	16,6	26,6	9,4	13,2	1,5	-4,9	15,0	-13,7	12,6
Exportaciones (a/a en %)	8,7	11,7	19,7	13,4	3,1	-7,7	19,7	-14,3	12,3
Importaciones (a/a en %)	14,6	20,5	18,2	16,0	2,1	-3,1	13,9	-13,0	10,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,6	4,7	5,0	5,1	4,5	6,9	4,8	7,7	5,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,3	2,0	3,0	5,9	1,5	2,4	3,7	-1,7	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-0,9	-2,4	-2,2	-3,2	-3,5	-7,0	-5,3	-9,3	-8,2
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-8,0	-11,7	-12,8	-15,4	-12,9	-11,6	-15,0	-10,5	-11,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,5	-0,4	-0,7	-2,7	-0,1	0,3	-2,3	1,7	2,7
Tipo de interés oficial (final período)	4,00	3,00	3,00	4,75	4,00	3,00	4,00	0,50	4,12
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,03	2,50	3,22	5,03	3,97	3,16	4,29	1,94	4,18
Tipo de interés a 10 años (final período)	4,10	4,63	5,70	7,05	4,44	3,63	4,55	3,46	5,67
Tipo de cambio vs USD (fin período)	47,17	49,81	49,92	52,72	50,74	51,22	50,20	54,24	48,43
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	51,35	52,51	59,87	60,37	57,01	55,32	55,45	58,15	53,55
Crédito privado (% a/a, media)	12,8	15,3	17,6	16,8	9,5	5,1	14,3	3,5	13,5
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,6	8,7	9,2	10,2	6,8	1,9	13,9	-5,9	15,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	7,7	7,8	8,1	7,7	6,6	8,7	7,5	14,9	11,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

ra disponible. Asimismo, el 15 de marzo, las autoridades filipinas pusieron a Manila en una "cuarentena comunitaria" de un mes de duración, a medida que el número de casos de Covid-19 aumentaba en el país. Estas medidas se extendieron al día siguiente a toda la isla de Luzón, que alberga el 53% de la población total y genera aproximadamente el 73% del PIB del país.

La balanza por cuenta corriente tenderá a comportarse como suele hacer en situaciones de falta de financiación exterior. En las semanas que ya se han vivido de esta crisis se está produciendo una salida de capitales de los mercados emergentes, lo que llevará a dificultades en la financiación de los déficits por cuenta corriente. Posiblemente habrá un frenazo en las importaciones, pero en las exportaciones también debido a las trabas al comercio internacional en un contexto de tendencia de fronteras a cerrarse.

Considerando el nuevo entorno derivado de la pandemia, nuestra previsión de crecimiento para el 2020 es, en el *escenario base mínimo*, de un -0,3%. Esta previsión, que por ahora escapa de una recesión, implica la consideración de que la economía desacelerará sustancialmente (de un ritmo previo del 5,9%) y que afectará mayormente el segundo y tercer trimestres del año. El consumo privado crecerá menos en ese período, y se recuperará lentamente a partir del último trimestre del año, sentando las bases para un rebote en los niveles de actividad en 2021, en parte por el efecto base. No obstante, nuestra previsión, en el *escenario base*

estresado (que considera un agravamiento sustancial de los efectos económicos derivados de la pandemia), podría llegar a ubicar el crecimiento en 2020 hasta en un -8,2% (véase la Tabla 1.2.14, y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

Por otra parte, la inflación de marzo se situaba en 2,5% y estimamos que se vuelva a situar en 2,4% en 2020. El Banco Central de Filipinas (BSP) ha bajado en 2020, dos veces los tipos de interés oficiales, una en febrero (de 25 pbs) y otra en marzo (de 50 pbs), situándolos en 3,25%. Asimismo, el banco central relajó algunas regulaciones bancarias, incluyendo: informes de cumplimiento por parte de los bancos, cálculos de penalidades sobre las reservas requeridas, y límites de un solo prestatario.

Desde el punto de vista fiscal, el gobierno filipino ha anunciado un paquete de gastos de 1.600 millones de pesos (32 millones de dólares) para reforzar la capacidad médica del país para responder a la emergencia del Covid-19, y un paquete de 27.000 millones de pesos (527 millones de dólares) para apoyar el turismo, así como un apoyo presupuestario adicional total por valor del 0,1% del PIB.

2. Panorama sectorial

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

2.1.1 Mercados globales

La economía mundial está viviendo una situación sin precedentes, al menos en los últimos cien años. La pandemia Covid-19 ha derivado en una crisis sanitaria global que, a medida que se expande, está saturando los sistemas sanitarios tanto de los países emergentes como de los desarrollados, hasta el punto de no poder atender a la totalidad de las personas infectadas que requieren asistencia sanitaria urgente para sobrevivir. Esto ha obligado a adoptar medidas de distanciamiento social y de confinamiento de la población, que lentamente están consiguiendo aliviar la congestión de los sistemas sanitarios en aquellos países en los que habían llegado a saturarse. Sin embargo, estas medidas están afectando a la economía y, por extensión, irán teniendo impacto también sobre los mercados aseguradores hasta un punto que está todavía por determinar (véase el Recuadro 2.1.1); impactos que, en ciertos escenarios, podrían llegar a superar el efecto que tuvieron en el sector asegurador las crisis más profundas de los últimos tiempos.

Con el propósito de ir perfilando esos potenciales efectos, en los siguientes apartados de esta sección del informe se ha realizado un análisis de las crisis económicas vividas en las últimas décadas (desde

1980) en cada uno de los mercados aseguradores objeto de análisis, con el fin de determinar cuáles fueron las principales consecuencias de dichos entornos de crisis sobre el sector asegurador. En general, en todos los casos se anticipan caídas abruptas en las primas del negocio asegurador a nivel agregado. No obstante, la evidencia histórica muestra que, en ocasiones, al llegar la recuperación económica las primas de seguros experimentaron fuertes crecimientos, por encima del crecimiento del PIB, especialmente en los mercados emergentes.

En la actual crisis, la reacción por parte de los bancos centrales a nivel global ha sido prácticamente inmediata, con la aplicación de medidas de expansión cuantitativa a través de programas de adquisición de bonos, tanto soberanos como corporativos, acompañadas de políticas monetarias acomodaticias con bajadas de tipos de interés en apoyo de sus respectivas economías, en aquellas jurisdicciones que todavía tenían cierto margen de maniobra (como es el caso de los Estados Unidos). Esto viene a extender el entorno de bajos tipos de interés que ya caracterizaba a gran parte de las economías desarrolladas, ahora hacia las economías emergentes, en las que comienzan a verse situaciones en las que los tipos de interés reales, descontando el efecto de la inflación, empiezan a ser negativos.

Los programas de adquisición de activos diseñados en el marco de las medidas de expansión cuantitativa resultan ser de gran ayuda para las entidades aseguradoras, al tener un efecto inmediato evitando que se

Recuadro 2.1.1
Síntesis del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre la industria aseguradora

Las perspectivas de análisis de la pandemia

Si bien es cierto que la pandemia del Covid-19 es un fenómeno que tendrá muy importantes afectaciones a nivel global y a lo largo de los diferentes sectores de la economía del mundo, su impacto sobre cada uno de ellos será distinto y diferenciado. Así, para analizar los efectos particulares que la pandemia tendrá sobre el sector asegurador, puede considerarse que sus principales impactos derivarán de dos perspectivas generales: la *perspectiva económica* y la *perspectiva sanitaria* (véase la Gráfica A).

La perspectiva económica

En primer término, es bien conocido que la actividad aseguradora se encuentra fuertemente condicionada por un conjunto de factores de naturaleza macroeconómica: el ritmo de la actividad económica, el nivel y trayectoria de los tipos de interés, el comportamiento de los tipos de cambio y el grado de volatilidad que presentan los mercados financieros.

Actividad económica

Existe una clara correlación entre el nivel de actividad de la economía y el desempeño del sector asegurador. Así, con diferentes grados de elasticidad en función del tamaño de la brecha de aseguramiento presente en el país de que se trate, cuando la actividad económica se expande (usualmente en la parte alta del ciclo económico), ello induce un aumento de la demanda aseguradora, y viceversa. En el actual contexto de expansión global de la pandemia, la adopción de medidas de distanciamiento social para evitar la propagación del virus, ha conducido a una brusca y profunda reducción de los niveles de actividad económica, lo que, en consecuencia, generará una reducción de la demanda de servicios de aseguramiento.

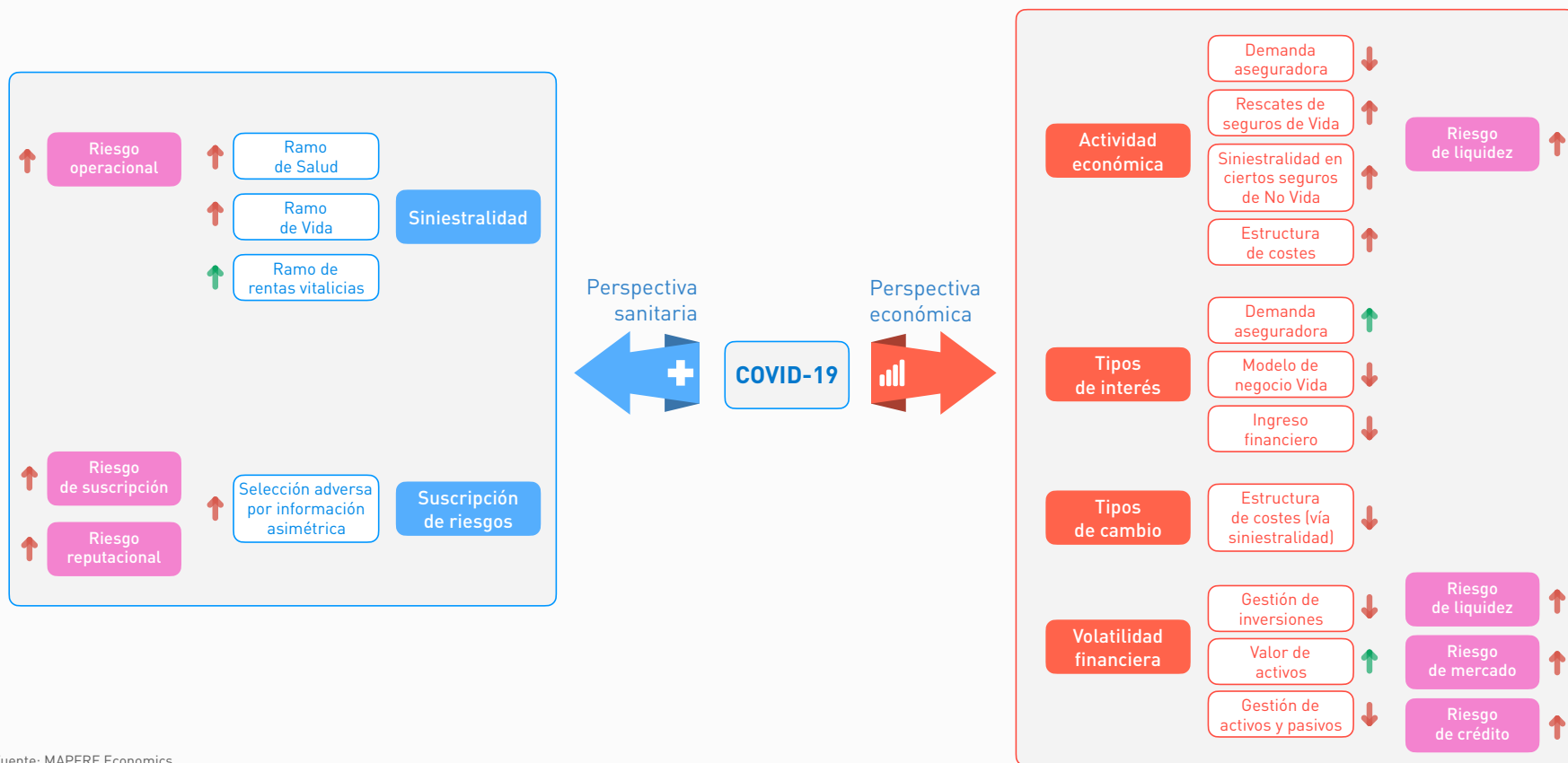
Por otra parte, dada la naturaleza de las medidas de contención sanitaria adoptadas, que en muchos casos han limitado o reducido el flujo de renta de las personas y familias, destaca el caso de un potencial aumento de los rescates de los seguros de Vida (con diferentes componentes de ahorro-inversión), a pesar de los castigos que usualmente dichos productos incorporan en su clausulado. También dentro del ramo de aseguramiento de Vida, es destacable el problema que, en algunos mercados, presentará el aumento del coste de las coberturas de las garantías incorporadas en los productos del tipo “*variable annuity*” por el drástico aumento en los niveles de volatilidad financiera.

De igual forma, hay otros ramos de aseguramiento No Vida que podrían verse afectados por un aumento de la siniestralidad: los seguros de viaje; los seguros que cubren la eventualidad del desempleo temporal del asegurado; los seguros que amparan retrasos o interrupciones en la cadena de suministro de industrias, así como las coberturas de interrupción de negocio; los seguros de crédito (tanto a la exportación como a las transacciones comerciales domésticas), entre otros.

Así, dependiendo de la estructura de la cartera de riesgos de cada aseguradora, ambas situaciones implicarán un aumento de la siniestralidad y, consecuentemente, una mayor tensión en su estructura de costes; en especial, porque la caída de la demanda aseguradora podrá implicar un problema de escala en el corto plazo, al no poder reducirse los niveles de costes fijos de operación a una velocidad similar a la que caen los ingresos por primas. Por último, desde el punto de vista de los riesgos que enfrentan las entidades aseguradoras, este contexto podrá determinar un aumento del riesgo de liquidez, por el efecto del crecimiento de los rescates de seguros de Vida y la mayor siniestralidad de productos que cubran la eventualidad del desempleo temporal.

Recuadro 2.1.1 (continuación)
 Síntesis del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre la industria aseguradora

Gráfica A.
 Elementos para valorar el impacto de la pandemia de Covid-19 sobre la industria aseguradora



Recuadro 2.1.1 (continuación)
Síntesis del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre la industria aseguradora

Tipos de interés

Una de las medidas adoptadas de manera generalizada por los bancos centrales a nivel mundial para tratar de lidiar en parte con la brusca reducción de los niveles de actividad económica originados por las medidas sanitarias de contención, ha sido la rápida reducción de los tipos de interés. En muchos países (los mercados emergentes), esta situación podrá generar, por primera vez, un entorno generalizado de bajos tipos, mientras que en otros simplemente reforzará y extenderá la situación previa (los mercados desarrollados).

Las bajadas de tipos de interés afectarán al sector asegurador en tres dimensiones, una positiva y dos negativas. Por una parte, en la medida en que la política monetaria consiga tener éxito aliviando la contracción económica, generará un aumento relativo de la demanda de productos de aseguramiento. Sin embargo, por la otra, los bajos tipos de interés afectan el negocio de los seguros de Vida ahorro y de rentas tradicionales, hasta que los agentes económicos asumen los nuevos niveles como algo permanente y deciden entrar en instrumentos de ahorro a unos tipos inferiores, o bien optan por adquirir productos de riesgo en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. Asimismo, tanto el negocio asegurador de No Vida como el de Vida se verán afectados por el entorno de bajos tipos de interés al reducirse el ingreso financiero, lo que limitará su capacidad para complementar la rentabilidad técnica del negocio con la rentabilidad derivada de la inversión de sus activos.

Tipos de cambio

Una de las consecuencias coyunturales que la actual crisis sanitaria global ha traído consigo, es un flujo masivo de recursos de inversión en cartera de los

mercados emergentes hacia los mercados desarrollados, específicamente hacia activos financieros de bajo riesgo en los Estados Unidos. Este fenómeno ha producido una devaluación significativa de prácticamente todas las monedas emergentes.

Es bien sabido que la depreciación de los tipos de cambio es un factor que puede impactar de manera negativa en la estructura de costes de las entidades aseguradoras. Se trata de un efecto que es especialmente relevante en aquellos mercados y ramos en los que el coste de los siniestros se halla vinculado a reparaciones, servicios, tratamientos médicos, productos o maquinaria objeto de importación. Por ello, en las actuales circunstancias, este efecto puede ser de especial relevancia en los países emergentes, en los que la devaluación de las monedas ha sido más relevante. Asimismo, de manera colateral, el impacto de la depreciación cambiaria sobre el coste de la siniestralidad presionará al alza el nivel de las primas y, en consecuencia, podrá implicar una fuerza adicional que induzca la reducción de la demanda de productos de seguros.

Volatilidad financiera

La variación de los tipos de interés afecta la valoración de los activos en el balance de las entidades aseguradoras. Más aún, la volatilidad financiera tiene un impacto particularmente relevante en las entidades aseguradoras que mantienen carteras de inversión ligadas a los seguros de Vida.

Por su naturaleza, la crisis sanitaria derivada de la pandemia del Covid-19 ha generado un ambiente de volatilidad financiera que afectará también al desempeño de la actividad aseguradora. La elevada volatilidad y las caídas en las valoraciones de los activos en los mercados financieros, puede impactar de forma significativa a las aseguradoras. La principal partida dentro de las

Recuadro 2.1.1 (continuación)
Síntesis del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre la industria aseguradora

carteras de inversiones de estas son los valores de renta fija. Un aumento brusco de las primas de riesgo de estos valores repercute directamente en su valoración, que cae también de forma acusada, tanto más cuanto mayor sea la duración de los bonos que tienen en cartera. Hay que recordar que las primas de riesgo se pueden ver afectadas por varios motivos, pero los dos principales son las condiciones de liquidez de los mercados financieros y, relacionada con la anterior, la percepción del riesgo de crédito o insolvencia de las contrapartes de los bonos en los que se materializan las inversiones.

En aquellos países en los que se han establecido sistemas de regulación de solvencia basados en riesgos, existen mecanismos que permiten a las entidades aseguradoras corregir los efectos de repuntes puntuales de la volatilidad de los mercados, dado su carácter de inversores a largo plazo. Estos mecanismos tratan de evitar ventas forzadas en momentos de turbulencia de los mercados financieros, con sus consiguientes efectos procíclicos. El modelo de negocio de las entidades de seguros hace que los vencimientos de las carteras de inversiones estén en gran medida alineados con la senda estimada de pagos derivada de los compromisos asumidos en los contratos de seguros, por lo que pueden mantener estos activos hasta su vencimiento.

Por otra parte, las medidas adoptadas por parte de los principales bancos centrales a nivel mundial están ayudando en gran medida a solucionar los problemas de falta de liquidez en los mercados de bonos, permitiendo que estos sigan funcionando adecuadamente, de manera que las empresas y los estados emisores siguen colocando sus emisiones, con el fin de acceder a la liquidez necesaria para hacer frente a la situación a la que se enfrentan y, lo que es muy importante, para poder refinanciar sus deudas.

En el mismo sentido, las medidas de expansión cuantitativa de los bancos centrales adoptadas hasta ahora han sido generosas, lo que ha permitido relajar los diferenciales de los bonos (primas de riesgo), especialmente en la deuda soberana, pero también en la deuda corporativa. No obstante, si el problema persiste y las contrapartes de los bonos comienzan a sufrir un deterioro en su calidad crediticia, la situación puede terminar trasladándose a los balances de las entidades aseguradoras. En este sentido, la composición de su balance es de especial relevancia; aquellos mercados en los que las inversiones mayoritarias son bonos soberanos, respaldados por los programas de adquisición de activos de sus respectivos bancos centrales, tienen un riesgo más limitado.

Finalmente, en una síntesis desde un punto de vista de riesgos, el entorno de mayor volatilidad producido por la crisis sanitaria, generará un aumento de los riesgos de liquidez (atenuado por las medidas adoptadas por los bancos centrales), de mercado y de crédito.

La perspectiva sanitaria

Desde el punto de vista sanitario, la crisis global del Covid-19 puede tener un efecto sobre la actividad aseguradora en dos dimensiones: el impacto sobre la siniestralidad de ciertos ramos de aseguramiento, y una potencial selección adversa en el proceso de suscripción de nuevos riesgos.

Siniestralidad

La dimensión más directa de la crisis sanitaria tiene que ver, por supuesto, con el aumento de las tasas de morbilidad y de mortalidad de la población. En esa dimensión, por la naturaleza misma de ciertos productos aseguradores, la

Recuadro 2.1.1 (continuación)
Síntesis del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre la industria aseguradora

pandemia puede tener efectos particulares sobre algunos ramos de aseguramiento.

En primer término, y en función de las características de los productos de seguros en los diferentes mercados, el ramo de salud es una de las áreas que podría resentir mayores impactos en la siniestralidad. Hasta ahora, los efectos del Covid-19 no parecen implicar elevados costes de atención médica que pudieran implicar un aumento significativo de los parámetros de severidad bajo los cuales se realizaron las estimaciones de primas de los productos de salud. No obstante, los patrones de contagio de la enfermedad sí podrían generar desviaciones respecto de los supuestos de frecuencia implicados en dichos productos, lo que, en el agregado, podría generar problemas de insuficiencia de las primas cobradas y, en última instancia, la necesidad de efectuar dotaciones adicionales de provisiones técnicas para este tipo de productos. Este fenómeno, atendiendo a las particularidades de las carteras de las entidades aseguradoras, podría generar una tensión adicional sobre la estructura de costes, así como un mayor riesgo operacional, al elevarse de manera súbita el número de casos a atender.

Por otra parte, los ramos de aseguramiento en los que las tasas de mortalidad se toman en consideración para el diseño técnico de los productos (Vida y rentas vitalicias tradicionales), podrán verse igualmente afectados por los efectos de la pandemia sobre dicha variable. El impacto, sin embargo, será mixto en función de la composición de la cartera de riesgos de cada aseguradora, ya que solo en el primer caso (productos de seguros de Vida), la mayor mortalidad implicará pérdidas técnicas.

Suscripción de riesgos

Finalmente, la pandemia del Covid-19 ha generado también un problema de información que podría afectar al sector asegurador desde la perspectiva de la suscripción de riesgos. Este problema de información tiene que ver con la incertidumbre en torno a ciertos datos que resultan esenciales para hacer una adecuada valoración técnica del riesgo derivado de este virus, por ejemplo, la tasa efectiva de contagios, la tasa de recuperación de la enfermedad y la tasa de inmunidad observada en los pacientes recuperados, entre otros datos.

Esta situación en la que la información aún no se encuentra disponible (en muchos casos, porque aún no existe o porque no ha sido debidamente organizada), puede producir un problema de asimetría de información para las aseguradoras que podría derivar en una selección adversa de riesgos, a pesar incluso de las medidas preventivas tradicionales tales como los «períodos de carencia». Esta situación puede conducir a que la suscripción de nuevos riesgos se llegue a hacer a partir de primas que resulten insuficientes y que requieran de dotaciones futuras de provisiones técnicas contra el patrimonio neto de las aseguradoras, o bien, ante la incertidumbre, a una contracción de la oferta de aseguramiento en el ramo de salud, con el consecuente efecto sobre el riesgo reputacional de las entidades.

Fuente: MAPFRE Economics

incrementen los diferenciales de los bonos soberanos y corporativos (primas de riesgo), lo que tendría un impacto negativo en la valoración de este tipo de inversiones y, por consiguiente, en los fondos propios de dichas entidades. Estas medidas vienen a buscar apoyar la solución de los problemas de liquidez de las contrapartes emisoras de bonos, pero queda por ver hasta qué punto se verá afectada su solvencia, especialmente por lo que se refiere a los bonos corporativos. Por otro lado, a pesar del efecto positivo que las bajadas de los tipos de interés tienen sobre el estímulo a la actividad económica, desde la perspectiva aseguradora tienen un efecto negativo en la comercialización de los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales, así como en el ingreso financiero de las entidades aseguradoras. Como antes se indicó, hasta ahora el entorno de bajos tipos de interés había sido un problema propio de las economías desarrolladas (y, por ende, de sus sectores aseguradores), pero ahora se está extendiendo también a los mercados emergentes con las consecuentes implicaciones para sus industrias de seguros.

Por otra parte, desde el punto de vista de la política fiscal, la respuesta a esta crisis ha sido el diseño e implementación (con distintos niveles de intensidad) de políticas expansivas de gasto que buscan crear un cierto estímulo sobre la demanda agregada y, en consecuencia, sobre los niveles de actividad económica, y brindar apoyo a las empresas, el comercio y las personas que han quedado en una situación de desempleo a causa de las medidas de alejamiento y confinamiento, para tratar de evitar que esta situación provoque daños estructurales en la economía que impidan una vuelta lo más rápida posible a una normalidad. Sin embargo, en este caso, la intensidad en la aplicación de estas políticas contra-cíclicas se halla fuertemente condicionada por el espacio fiscal (en general, limitado) de cada gobierno.

A pesar de estas medidas, se anticipa una caída importante en el PIB global en el año 2020, la mayor desde la Gran Depresión de principios del siglo XX. Dado el elevado grado de incertidumbre sobre el tiempo que deberán permanecer las medidas de distanciamiento social y

confinamiento de la población, resulta difícil cuantificar cuál será el efecto que esta crisis sanitaria tendrá sobre la economía global en 2020, pero se estima que (frente al crecimiento del 3% en 2019) podría implicar un decrecimiento que oscilaría en un rango entre el -3% y el -8,2%, en función de la evolución de los riesgos (véase la Tabla A-1 en el Apéndice de este informe).

2.1.2 Eurozona

Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

Dadas las actuales circunstancias, se estima una caída del PIB de la Eurozona en 2020 que, en los escenarios de análisis de este informe, se ha situado en un rango entre el -5,1% y el -12,4%, con un fuerte impacto en el nivel de empleo y una caída profunda respecto del crecimiento de 2019 del 1,2% (1,9% en 2018). Aunque existe gran incertidumbre, las perspectivas apuntan hacia una mejoría en 2021, con un crecimiento estimado del PIB que podría situarse en el 4,7% (véase la Tabla 1.2.2, y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b). De esta forma, el frenazo en la economía (derivado de las medidas de distanciamiento social y confinamiento de la población adoptadas como consecuencia de la pandemia) se ha sumado a un proceso de ralentización de la actividad que ya se venía observando en la Eurozona, para provocar una recesión sin precedentes desde la segunda guerra mundial, la cual tendrá un impacto significativo para el negocio asegurador, el cual se halla estrechamente ligado al comportamiento económico.

La respuesta del Banco Central Europeo (BCE) ha sido rápida y contundente, con el recurso al uso masivo de medidas de política monetaria no convencionales para dotar de liquidez a los mercados de bonos, tanto soberanos como corporativos, con dos programas de adquisición de activos aprobados por un importe conjunto de 870 millardos de euros y flexibilizando los límites máximos que pueden adquirirse de los distintos estados miembros para poder incrementar las

adquisiciones de aquellos que más lo necesiten. A esto hay que añadir las medidas de carácter fiscal aprobadas por el Consejo de la Unión Europea, por un importe de 540 millardos de euros, además de las que ya están adoptando por su parte los propios Estados Miembros.

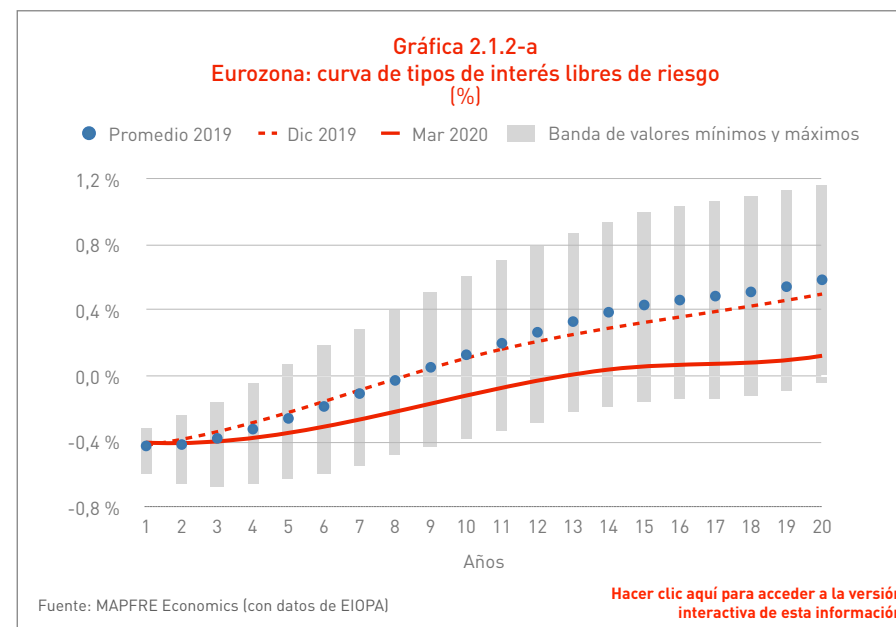
Este conjunto de medidas está ayudando a moderar los graves problemas que podría originar la falta de liquidez en los mercados de bonos de la Eurozona, permitiendo que estos sigan funcionando adecuadamente, y relajando las primas de riesgo, de manera que las empresas y los estados emisores sigan colocando sus emisiones, con el fin de acceder a la liquidez necesaria a un coste razonable y hacer frente a la actual situación pudiendo refinanciar sus deudas. No obstante, si el problema persiste y las contrapartes de los bonos comienzan a sufrir un deterioro en su calidad crediticia, la situación podría terminar trasladándose a los balances de las entidades aseguradoras de la Unión Europea.

La situación en la que nos encontramos hace que los mercados aseguradores sean vulnerables, especialmente aquellos en los que las inversiones mayoritarias son los bonos corporativos y, en particular, aquellas entidades aseguradoras cuyas contrapartes estén en escalones cercanos al grado de inversión y que pueden sufrir rebajas en sus calificaciones crediticias, o incluso caer en una situación de insolvencia. En este sentido, la composición del balance de las aseguradoras es de especial relevancia, siendo aquellos mercados en los que las inversiones mayoritarias son bonos soberanos respaldados por los programas de adquisición de activos de sus respectivos bancos centrales, los que tienen un riesgo más limitado.

En la Eurozona, a nivel agregado, el porcentaje de inversiones de las aseguradoras en bonos corporativos al cierre de 2018 era del 31,4%, frente al 51,5% del mercado de los Estados Unidos¹¹. Dentro de la Eurozona, el mercado asegurador español ha sido tradicionalmente más conservador en sus inversiones, con un mayor peso de la deuda soberana y un porcentaje en bonos corporativos que ascendía al 21,8% de la cartera

agregada, por lo que su exposición es menor. Lo mismo sucede con las inversiones en renta variable, las cuales han sufrido caídas generalizadas en sus valoraciones a raíz de la crisis desatada por la pandemia. Los mercados de los Estados Unidos y de la Eurozona presentaban, al cierre de 2018, un porcentaje por encima del 13% de la cartera total. A nivel desagregado en la Eurozona destaca de nuevo el mercado asegurador español, con un porcentaje reducido de renta variable, en torno al 6% de la cartera total.

Por otra parte, la inflación ha vuelto a su senda descendente, a lo que está contribuyendo la caída del precio del petróleo. En esta ocasión, el BCE no consideró adecuado extender las medidas a recortes adicionales en los tipos de interés, los cuales se encuentran ya en niveles históricamente bajos. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo del mes de marzo



producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), se aprecia, no obstante, una caída de los tipos a lo largo de la curva respecto al trimestre anterior, presentando valores negativos que afectan a todos los plazos de la curva inferiores a trece años, lo que, en la práctica, impide el desarrollo de las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales (véase la Gráfica 2.1.2-a, la cual muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2019, así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de diciembre y marzo de 2020).

Por otro lado, el índice Euro Stoxx 50, que había acumulado una subida en el último trimestre del año anterior del 25,8%, ha sufrido caídas superiores al 35% en la segunda quincena del mes de marzo, a consecuencia de la crisis desatada por la pandemia. Este desempeño perjudica el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión ya que, la actual situación y la sustancial caída del valor de las pólizas, puede llevar a rescates por parte de aquellos tomadores que necesiten liquidez o que no quieran exponerse a mayores pérdidas; no obstante, podría estimular la suscripción cuando empiece a percibirse una mejoría en el desarrollo de la pandemia.

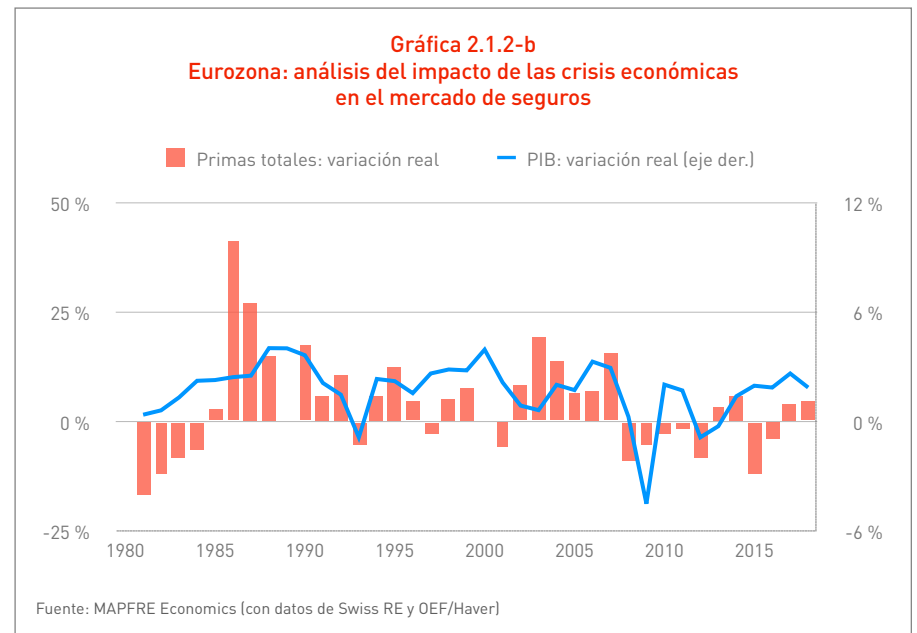
Crisis económicas y sector asegurador

Con el fin de contar con una referencia del posible efecto que la crisis en la que se está adentrando la Eurozona pueda llegar a tener sobre el sector asegurador, se ha llevado a cabo un análisis de todas las crisis vividas desde 1980 por el conjunto de países que actualmente forman parte de esta. En este análisis destacan, por su severidad, dos períodos de crisis significativos (véase la Gráfica 2.1.2-b).

El primero de ellos corresponde a la crisis económica de principios de los años ochenta, en el cual se presentaron caídas en el negocio asegurador en términos reales del -16,5% y, a lo largo de cuatro años consecutivos, diversos retrocesos hasta volver a alcanzar crecimientos positivos solo en

1985. Destaca también el hecho de la fuerte recuperación del crecimiento del sector asegurador una vez superada la crisis, muy por encima de las caídas sufridas en los años anteriores, con un crecimiento promedio anual superior al 20% entre los años 1985 a 1988.

El segundo período, quizás más relevante, es el comprendido entre los años 2007 y 2012, en el que el sector asegurador europeo sufrió con fuerza la crisis originada en el mercado inmobiliario de los Estados Unidos (amplificada por los instrumentos en los que se habían colateralizado las deudas hipotecarias), que culminó con la quiebra de Lehman Brothers en 2008, y la crisis bancaria y de la deuda soberana en la Unión Europea en 2012. En este caso, las caídas en el volumen de primas reales del mercado asegurador, que alcanzaron el -8,8% y el -8,4% en los años 2008 y 2012, respectivamente, se prolongaron durante varios años y, aunque el sector



volvió a experimentar crecimientos una vez superada la crisis, este registró tasas inferiores a las del período pre-crisis y con recaídas en los años 2015 y 2016, debido a la política monetaria ultra acomodaticia adoptada para estimular el crecimiento, la cual perjudicó (y sigue perjudicando) al negocio de los seguros de Vida tradicionales. Por otra parte, en las crisis de los años noventa y en la primera de inicios del siglo XXI (la llamada crisis de las “punto-com”), el sector asegurador de la Eurozona también se resintió. Sin embargo, las caídas de las primas de seguros que se produjeron se limitaron a un año de duración, con una fuerte recuperación en los ejercicios subsecuentes.

Sin contar aún con estimaciones cuantitativas, la profundidad de las caídas que se esperan en el PIB a raíz de la actual crisis, así como del entorno de los tipos de interés en el que quedaremos en el momento en el que las medidas adoptadas consigan una vuelta a la normalidad, lleva a pensar que la referencia más próxima de los efectos para el sector asegurador puede encontrarse en el último período de crisis del período 2007-2012. Las caídas tan pronunciadas en las primas de seguros y los rescates de pólizas que suelen producirse tienen, además, un efecto negativo en la rentabilidad de las aseguradoras, al tener que hacer frente a unos gastos de administración que son bastante rígidos a la baja con unos ingresos por primas menores, lo que incrementa su ratio de gastos.

2.1.3 Alemania

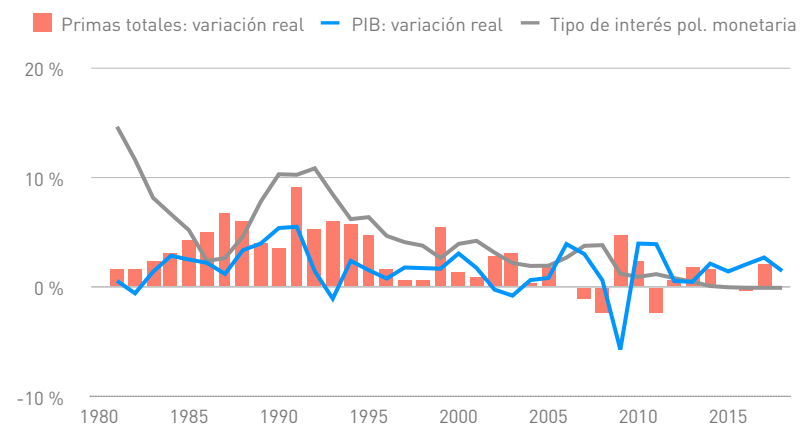
Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

Antes de desatarse la crisis del coronavirus, se preveía un ligero crecimiento para la economía alemana similar al estimado para 2019 del 0,6% (frente al 1,6% en 2018), con el consumo privado interno como principal motor del crecimiento. Sin embargo, a raíz de la crisis sanitaria global, ha vuelto el riesgo de recesión, el cual se anticipa puede ser profunda, con una caída del PIB en un rango entre el -3,9% y el -12,1% (de acuerdo con los escenarios de análisis de este informe), dado el carácter

exportador de la economía alemana y su dependencia de las cadenas de suministros de otros países afectados por la crisis, que se suma a la caída drástica del consumo privado (véase la Tabla 1.2.4, y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

El amplio espacio del que dispone Alemania para tomar medidas fiscales expansivas, como de hecho está haciendo, podría ayudar a acercar la previsión a la parte alta del rango, previéndose que en 2021 la economía alemana podría recuperar el terreno perdido con un crecimiento en el entorno del 4,9%. En cualquier caso, el retroceso del PIB en 2020 afectará sin duda al negocio asegurador, el cual puede experimentar una profunda caída como consecuencia del deterioro de la situación económica.

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



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

Crisis económicas y sector asegurador

Por otra parte, si se toma como referencia las últimas crisis vividas desde el año 1980 por la economía alemana (véase la Gráfica 2.1.3), puede verse que la crisis de los años noventa provocó una ralentización notable en los crecimientos de las primas de seguros, sin que, sin embargo, la demanda aseguradora sufriera retrocesos. No obstante, las dos crisis posteriores (durante el período 2007-2012) sí motivaron un retroceso en las primas del sector asegurador en años puntuales y dejaron los crecimientos de los años siguientes anclados en niveles bajos, por debajo incluso del crecimiento del PIB, lo cual puede atribuirse al efecto sobre el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales del entorno de bajos tipos de interés en el que quedó sumida toda la economía de la Eurozona como una secuela de dichas crisis; entorno que se prolongará a consecuencia de las medidas de expansión monetaria adoptadas para enfrentar los impactos económicos de la actual pandemia.

2.1.4 Italia

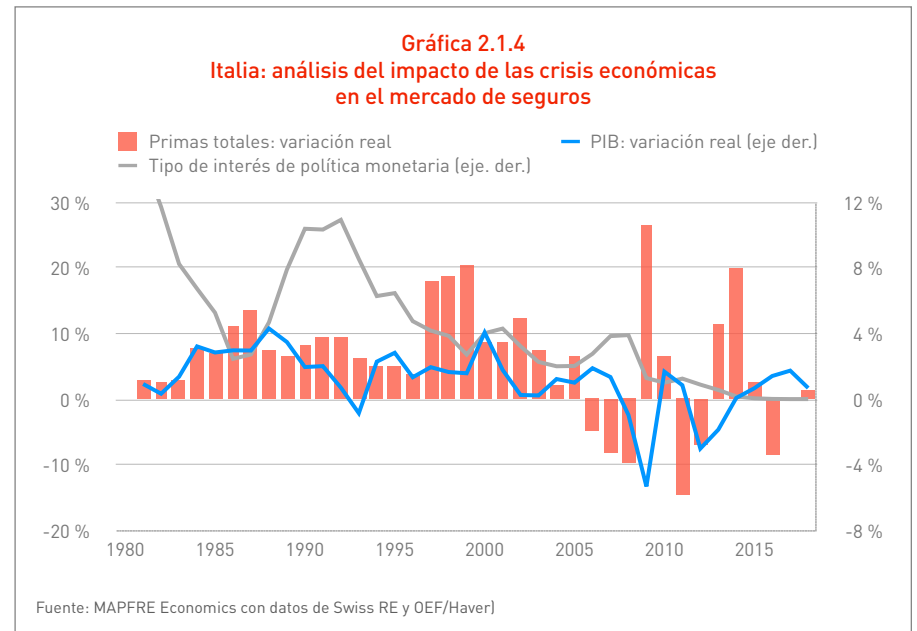
Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

La previsión para la economía italiana conforme a los escenarios analizados en este informe es de una caída del PIB dentro de un rango situado entre el -7,6% y el -14,9% en 2020, con una recuperación parcial en 2021, año en el que la economía podría crecer en torno al 3,9% (véase la Tabla 1.2.5, y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b). En Italia la situación antes de desatarse la crisis del coronavirus era ya de bajo crecimiento (0,3% en 2019), con un alto nivel de deuda pública como principal vulnerabilidad. La inversión y el consumo habían experimentado ligeros crecimientos durante el año, pero han vuelto a experimentar fuertes retrocesos a consecuencia de las medidas de distanciamiento social adoptadas para enfrentar la pandemia. A pesar del menor margen fiscal presente en la economía italiana, las medidas adoptadas por el BCE le han permitido seguir financiándose en los mercados sin un repunte excesivo en la prima

de riesgo, lo que le está permitiendo implementar importantes paquetes de ayudas a las familias y empresas más afectadas por las medidas de confinamiento de la población. Este entorno económico perjudicará, sin duda, el desempeño de la actividad aseguradora, en especial el desarrollo de las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo del mercado asegurador.

Crisis económicas y sector asegurador

Por otra parte, analizando las crisis anteriores que ha sufrido la economía italiana, se observa que tradicionalmente el mercado asegurador de ese país venía siendo bastante resiliente ante caídas abruptas del PIB, con un negocio asegurador que tendía a ralentizarse, pero sin experimentar retrocesos. No obstante, las dos crisis económicas sucesivas vividas en el período 2007-2012 han marcado una diferencia, afectando fuertemente al



desempeño del negocio asegurador que experimentó profundos retrocesos durante períodos de entre dos y tres años, con un comportamiento muy volátil desde entonces y una notable influencia, no solo del PIB, sino también del entorno de tipos de interés, las oscilaciones en la prima de riesgo y la prima por plazo de la deuda soberana italiana (véase la Gráfica 2.1.4).

Ahora bien, la acusada caída del PIB prevista para 2020 perjudicará en particular al negocio de Vida ahorro, Vida inversión y rentas tradicionales, por la pérdida de negocio y por el aumento de los rescates que pueda producirse por parte de aquellas personas que han quedado en una situación de necesidad. A esto hay que añadir el efecto negativo que puede provocar la caída de los mercados de valores en la percepción de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión y en los productos de Vida mixtos de ahorro-inversión (que, en Italia, estaban empezando a tener gran difusión), si bien los bajos niveles en los que han quedado las cotizaciones bursátiles podría atraer a inversores que dispongan de liquidez y estén dispuestos a asumir riesgo. En el caso de incorporar garantías financieras, la elevada volatilidad de los mercados financieros aumentará el coste de cobertura de esas garantías, en detrimento de la rentabilidad de estos productos. Las caídas tan pronunciadas en las primas de seguros y los rescates pueden tener, además, un efecto negativo en la rentabilidad de las aseguradoras, al tener que hacer frente a unos gastos de administración que son bastante rígidos frente a unos ingresos por primas menores, lo que incrementa el ratio de gastos.

2.1.5 España

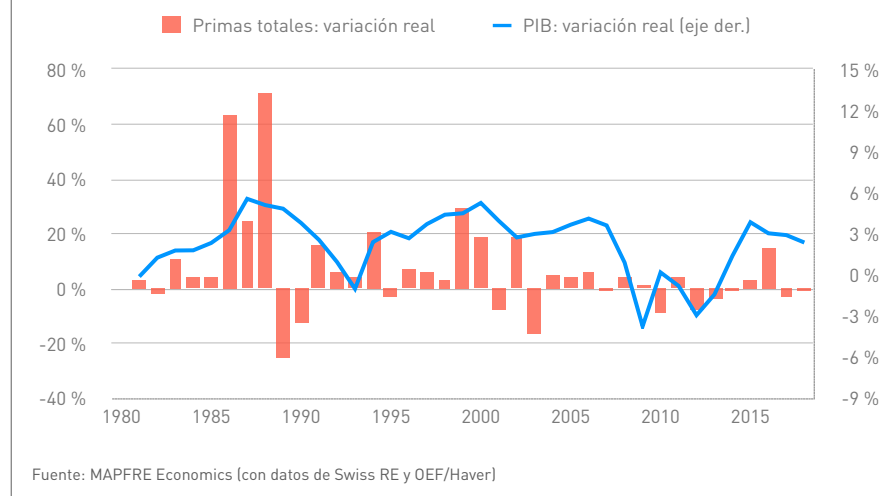
Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

Las medidas de distanciamiento social y de confinamiento de la población para hacer frente a la crisis sanitaria provocada por la pandemia del Covid-19 que han sido adoptadas en España desde mediados de marzo,

anticipan una entrada en recesión de su economía, cuyo PIB podría sufrir un retroceso para el conjunto del año 2020 en una horquilla entre el -5,6% y el -10,7% (de acuerdo a los escenarios de análisis considerados en este informe), frente a un crecimiento en 2019 del 2% (2,4% en 2018). Los efectos sobre el empleo, el comercio, el turismo y la industria no tienen precedentes, y sus impactos dependerán en gran medida del tiempo que deban prolongarse las medidas. La economía podría recuperarse en 2021, con un crecimiento estimado en torno al 4,4%, aunque con mucha incertidumbre en cuanto a las estimaciones (véase la Tabla 1.2.3, y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

Este complejo entorno, sin duda, tendrá un importante efecto negativo sobre el mercado asegurador español, tanto a nivel de negocio como en los balances de las entidades aseguradoras.

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



Crisis económicas y sector asegurador

Si se toma como referencia las últimas crisis económicas vividas en España desde 1980, el período que más puede asimilarse a la situación que está atravesando el sector en estos momentos desde el punto de vista de la severidad del impacto esperado, son las dos crisis del período 2007-2012, prácticamente consecutivas, que llevaron consigo acusadas caídas puntuales en el PIB y que motivaron un retroceso en las primas del sector asegurador también en años puntuales (véase la Gráfica 2.1.5).

En esos eventos, el PIB experimentó caídas del -3,8% y del -3% en 2009 y 2012, respectivamente, lo que motivó un retroceso en las primas del sector asegurador del -8,8% y del -7,4% en los años 2010 y 2012, afectando en particular al negocio de Vida, pero también a los seguros de autos, multirriesgos industriales, responsabilidad civil, transportes (cascos y mercancías) y al seguro de crédito. Los seguros de salud, hogar y comunidades mostraron resistencia en los peores momentos de esas crisis y solo se ralentizaron. Las caídas tan pronunciadas en las primas de seguros y los rescates de pólizas que suelen producirse en esas situaciones tienen, además, un efecto negativo en la rentabilidad de las aseguradoras, al tener que hacer frente a unos gastos de administración que son bastante rígidos frente a unos ingresos por primas menores, lo que incrementa su ratio de gastos. Una vez superados esos momentos, la secuela de las medidas adoptadas en su momento por el BCE, con bajadas de tipos de interés hasta niveles negativos (que subsisten en la actualidad y que van a continuar por largo tiempo), dejaron los crecimientos de las primas de seguros de los años posteriores anclados en niveles bajos, incluso negativos, y por debajo del crecimiento del PIB, esencialmente por el efecto del entorno de bajos tipos de interés en el negocio de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales. Sin embargo, debe destacarse que las líneas de negocio de No Vida sí volvieron a experimentar crecimientos notables tras la crisis y las primas de los seguros de salud tuvieron incluso un comportamiento anti-cíclico, siendo uno de los motores del crecimiento del sector en este período en el

negocio de No Vida. Por último, cabe señalar que la desaceleración y posterior recesión de finales de los años ochenta y principios de los noventa no resultan representativas por la distorsión en los crecimientos de las primas de seguros que supuso el proceso de exteriorización de los compromisos por pensiones de las empresas con sus trabajadores, que se llevó a cabo en aquella época.

En cuanto a los efectos de la actual crisis sobre los balances y la solvencia de las entidades aseguradoras, es de destacar el hecho de que el sector asegurador español ha tenido, tradicionalmente, un carácter marcadamente conservador en sus inversiones, en las que los bonos soberanos españoles y de otros países de la Eurozona son la inversión mayoritaria, los cuales, al haber quedado respaldados por los amplios programas de adquisición de activos aprobados por el BCE, tienen un riesgo más limitado. Esta característica, que empezaba a ser cuestionada por motivos de rentabilidad (como suele suceder en los períodos en situaciones de bajos tipos de interés y buen comportamiento de los mercados de valores), ha resultado ser una política adecuada que está permitiendo al sector hacer frente con solvencia a la compleja situación actual.

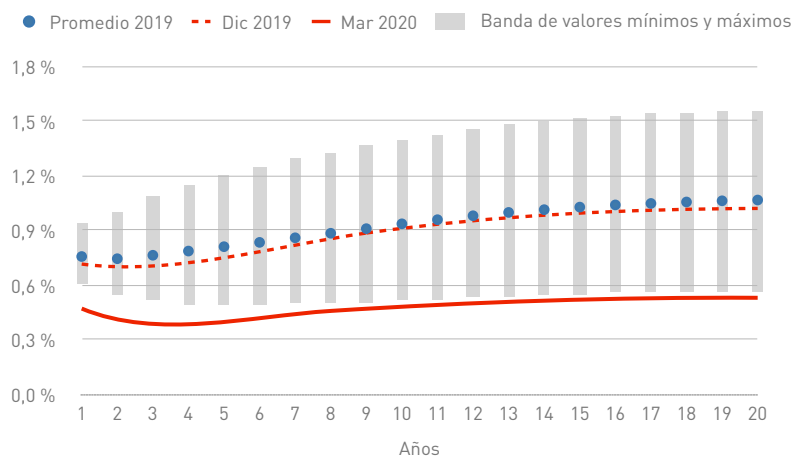
2.1.6 Reino Unido

Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

Conforme a los escenarios macroeconómicos analizados en este informe, la previsión para la economía del Reino Unido es de una caída del PIB en una horquilla entre el -5,1% y el -10,1% en 2020, frente al 1,4% de 2019. Se estima que la economía británica podría recuperarse en 2021, con un crecimiento que podría situarse en torno al 6,1%, si bien existe gran incertidumbre en cuanto a estos crecimientos, como hemos comentado al analizar los anteriores mercados (véase la Tabla 1.2.6, y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

En el caso del Reino Unido se suma, además, la incertidumbre sobre el efecto en su economía de la salida de la Unión Europea en un momento que, con anterioridad a los problemas generados por la pandemia, los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores apuntaban ya hacia una desaceleración. Hasta ese momento, la tasa de desempleo se mantenía en niveles bajos (en torno al 3,8%), pero las medidas de distanciamiento social adoptadas han cambiado de forma drástica la situación y está todavía por ver si podrán recuperarse esos niveles precrisis, si la situación se prolonga durante los próximos meses. Este entorno influirá de forma negativa en el desarrollo del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, que ya venía ralentizándose y puede llegar a sufrir fuertes retrocesos, dada la magnitud de la caída del PIB estimada (superior a la del año 2009).

Gráfica 2.1.6-a
Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

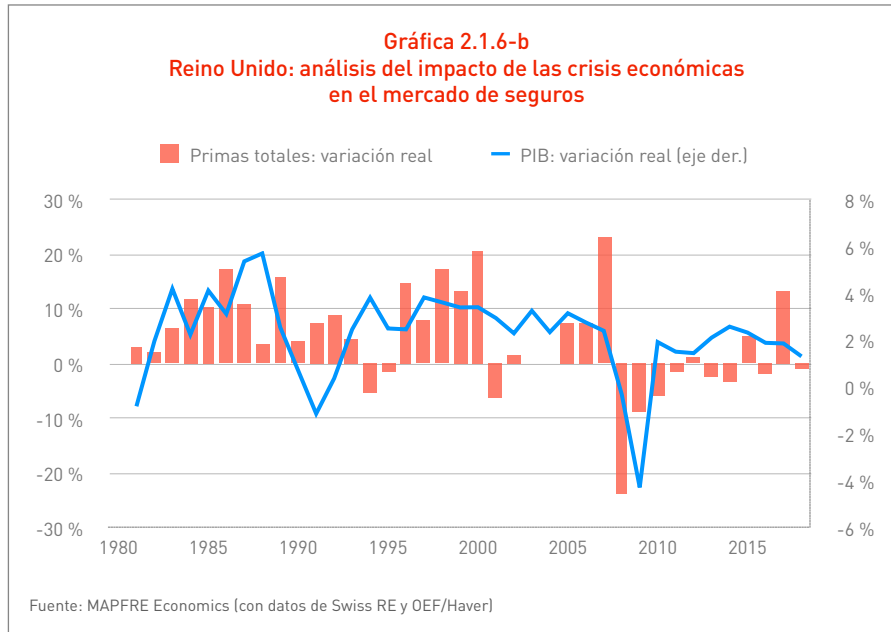
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, ante la magnitud de la crisis provocada por la pandemia, el Banco de Inglaterra actuó con dos bajadas de tipos de interés y con un programa de expansión cuantitativa de adquisición de activos por un importe que puede alcanzar hasta los 650 millardos de libras. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA, se aprecia la caída de los tipos en todos los tramos de la curva respecto del trimestre anterior, quedando por debajo de los niveles mínimos de 2019 en todos los tramos (véase la Gráfica 2.1.6-a). La acusada caída del PIB prevista para este año y el entorno de bajos tipos de interés perjudicarán, sin duda, el desarrollo del negocio de Vida ahorro, Vida inversión y rentas tradicionales, por la pérdida de negocio y por los rescates que puedan producirse.

A lo anterior debe añadirse el efecto negativo que puede provocar la caída de los mercados de valores en la percepción de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de gran difusión en el mercado británico, si bien los bajos niveles en los que están quedando las cotizaciones bursátiles podría atraer a inversores que dispongan de liquidez y estén dispuestos a asumir riesgo. Asimismo, en el caso de productos que incorporen garantías financieras, la elevada volatilidad de los mercados financieros aumenta el coste de cobertura de esas garantías. Por último, hay que considerar el efecto negativo que puede tener en los fondos propios de las entidades aseguradoras el deterioro en la calificación crediticia y posibles insolvencias de los bonos corporativos que tienen en sus carteras, que representan un porcentaje mayoritario en sus inversiones, elevándose al 36,5% de la cartera agregada de su negocio tradicional al cierre de 2018¹².

Crisis económicas y sector asegurador

Por otra parte, si se analiza lo sucedido en el mercado asegurador del Reino Unido en las crisis económicas vividas desde el año 1980, se observa que la crisis que más se acerca a la situación actual es la de 2007-2009, con una caída del PIB del -0,3% y del -4,2% en 2008 y 2009,



respectivamente, lo que motivó un retroceso en las primas del sector asegurador del -23,5% y del -8,7% en esos años, sin claros síntomas de recuperación desde entonces (véase la Gráfica 2.1.6-b). Estas abultadas caídas en las primas de seguros tuvieron su origen en el negocio de Vida y a estas contribuyeron, en gran medida, las respectivas caídas bursátiles del -17,5% y del -14,8% de 2008 y 2009, en un mercado de gran prevalencia de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. Las caídas tan pronunciadas en las primas de seguros y los rescates de pólizas que se producen en esas situaciones de crisis tienen, adicionalmente, un efecto negativo en la rentabilidad de las aseguradoras, al tener que hacer frente a unos gastos de administración que son bastante rígidos frente a unos ingresos por primas menores.

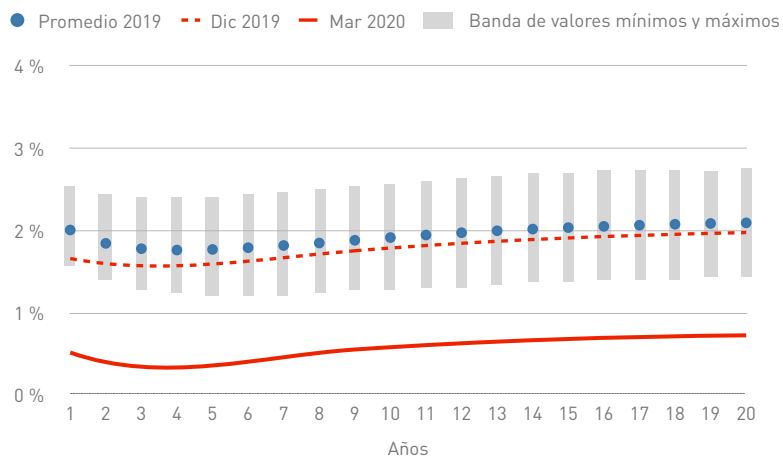
2.1.7 Estados Unidos

Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

La situación provocada por la pandemia del Covid-19 ha provocado un giro total en las expectativas económicas de los Estados Unidos, las cuales anticipan una entrada en recesión, con una caída del PIB que podría estar en una horquilla entre el -4,1% y el -10,8% en 2020 (atendiendo a los escenarios de análisis considerados en este informe), tras un crecimiento del 2,3% en 2019 (2,9% en 2018). Las medidas de distanciamiento social, con la consiguiente interrupción de las actividades económicas no esenciales, ha provocado una destrucción de empleo sin precedentes en un breve espacio de tiempo. Se prevé una recuperación en 2021, pero existe gran incertidumbre en cuanto a las estimaciones y los efectos estructurales que pueden derivarse de la presente crisis, a pesar de las medidas de expansión monetaria y fiscal que están tomando las autoridades estadounidenses, nunca vistas con anterioridad (véase la Tabla 1.2.1, y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b). Es previsible que la acusada caída del PIB en 2020 tenga un impacto negativo en el desarrollo del sector asegurador, tanto el negocio de No Vida y Vida riesgo (cuyo crecimiento se encuentra muy ligado al comportamiento económico), como el de Vida ahorro, Vida inversión y rentas tradicionales, por la pérdida de negocio y por los rescates que puedan producirse por parte de aquellas personas que están en una situación de necesidad, al no poder desarrollar su actividad normal.

A esto hay que añadir el efecto negativo que puede provocar la caída de los mercados de valores en la percepción de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, si bien los bajos niveles en los que están quedando las cotizaciones bursátiles podría atraer a inversores que dispongan de liquidez y estén dispuestos a asumir riesgo. Asimismo, en el caso de productos que incorporen garantías financieras, como ocurre con algunas modalidades de los “*variable annuities*” (muy habituales en el mercado de seguros estadounidense), la elevada

Gráfica 2.1.7-a
Estados Unidos: 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](#)

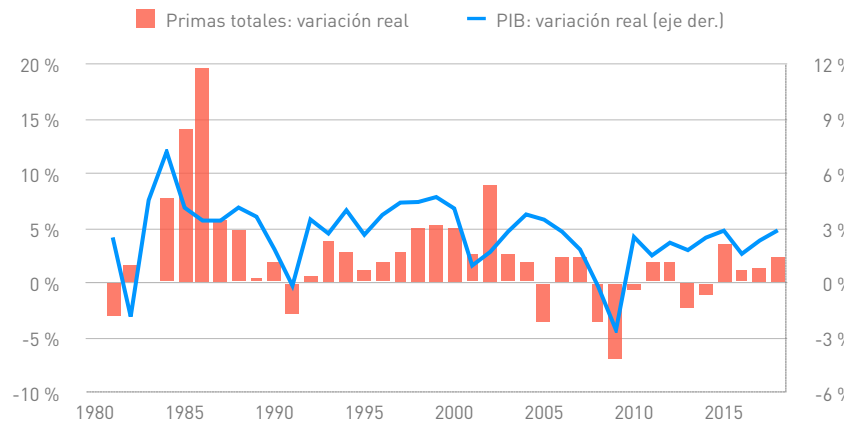
volatilidad de los mercados financieros aumenta el coste de cobertura de esas garantías y puede producir pérdidas significativas en el caso de aquellas aseguradoras que tengan implantados programas de cobertura dinámicos, que en estas situaciones no son plenamente eficaces. Por último, hay que considerar el efecto negativo que puede tener en los fondos propios de las entidades aseguradoras el deterioro en la calificación crediticia y posibles insolvencias de los bonos corporativos que tienen en sus carteras, que representan un porcentaje mayoritario en sus inversiones, elevándose al 51,5% de la cartera agregada el cierre de 2018¹³. El negocio de Vida ahorro, por su parte, se verá perjudicado por el entorno de bajos tipos de interés, tras la última bajada de tipos de la Reserva Federal a niveles cercanos a cero. De esta forma, en las últimas

curvas de tipos libres de riesgo producidas por EIOPA se aprecia la caída de los tipos en todos los tramos de la curva (véase la Gráfica 2.1.7-a).

Crisis económicas y sector asegurador

Por otra parte, si se analiza lo sucedido en el mercado asegurador de los Estados Unidos en las crisis vividas desde el año 1980 por la economía de ese país, se observa que la crisis que más se acerca a la situación actual es la de 2007-2009, con una caída del PIB del -2,5%, que motivó un retroceso en las primas del sector asegurador del -7% en ese año, sin claros síntomas de recuperación desde entonces, a diferencia de las crisis de los ochenta y de los noventa que solían ir acompañadas de una recuperación sólida, con crecimientos reales superiores al crecimiento del PIB una vez la economía recuperaba su senda de crecimiento (véase la

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



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

Gráfica 2.1.7-b). Las caídas tan pronunciadas en las primas de seguros y los rescates de pólizas que suelen producirse en esas situaciones tienen, además, un efecto negativo en los niveles de rentabilidad de las entidades aseguradoras, al tener que hacer frente a unos gastos de administración que son bastante rígidos frente a unos ingresos por primas menores.

2.1.8 Brasil

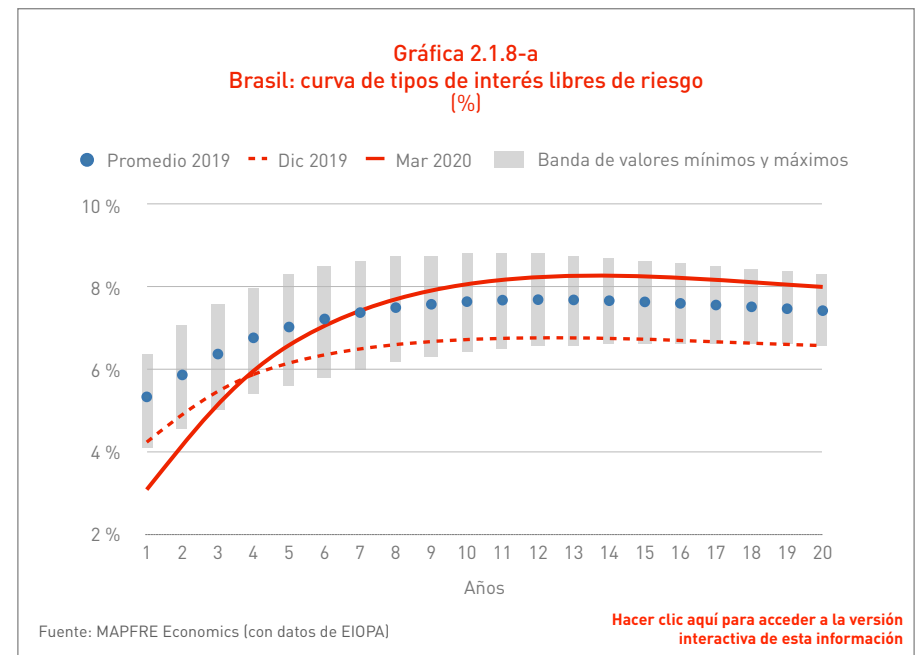
Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

En Brasil, las expectativas económicas para 2020 consideradas en los escenarios de análisis de este informe, anticipan una caída del PIB en un rango entre el -2,7% y el -9,9%, frente al crecimiento real estimado en 2019 del 1,1% (véase la Tabla 1.2.10, y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b). La crisis provocada por la pandemia ha revertido la mejora en el consumo, la inversión privada y en las cuentas públicas (por las reformas aplicadas para controlar el gasto público) que venía observándose en anteriores trimestres. Se prevé una recuperación en 2021, pero existe gran incertidumbre en cuanto a los crecimientos económicos y los efectos estructurales que pueden derivarse de la presente crisis, a pesar de las medidas de expansión monetaria y fiscal que están tomando las autoridades brasileñas, con ayudas a la población más vulnerable.

Un aspecto relevante es que la actual situación ha provocado una salida de flujos de inversión de no residentes que no tiene precedentes, lo que ha generado una fuerte depreciación del real brasileño frente al dólar, en torno al 25% en el primer trimestre del año. Esta situación es perjudicial para el desarrollo del sector asegurador, particularmente para el negocio de No Vida, cuyo crecimiento se encuentra muy ligado al comportamiento económico. El deterioro en el tipo de cambio del real brasileño afecta de forma negativa a la rentabilidad de esta línea de negocio, por el encarecimiento que supone de las reparaciones en caso de siniestro, en aquellos casos en los que deban emplearse materiales importados y por elevar el coste del reaseguro, cuyos contratos a menudo se negocian en

dólares, además del efecto en los fondos propios y el volumen de negocio de aquellos grupos aseguradores internacionales que deben consolidar sus cuentas en una moneda fuerte. Cabe destacar que la medida provisional anunciada en el mes de noviembre por el gobierno federal de Brasil que extinguía el Seguro de Daños Personales Causados por Vehículos Motorizados de Vías Terrestres, finalmente quedó sin efecto en su paso por el Congreso. En su lugar, el gobierno federal ha establecido una medida de menor impacto, estableciendo unos límites en los precios que se pueden aplicar en la cobertura obligatoria.

La política monetaria acomodaticia adoptada por el Banco de Brasil para tratar de estimular la actividad económica, planteará dificultades adicionales al negocio de Vida ahorro, por la caída en la rentabilidad que



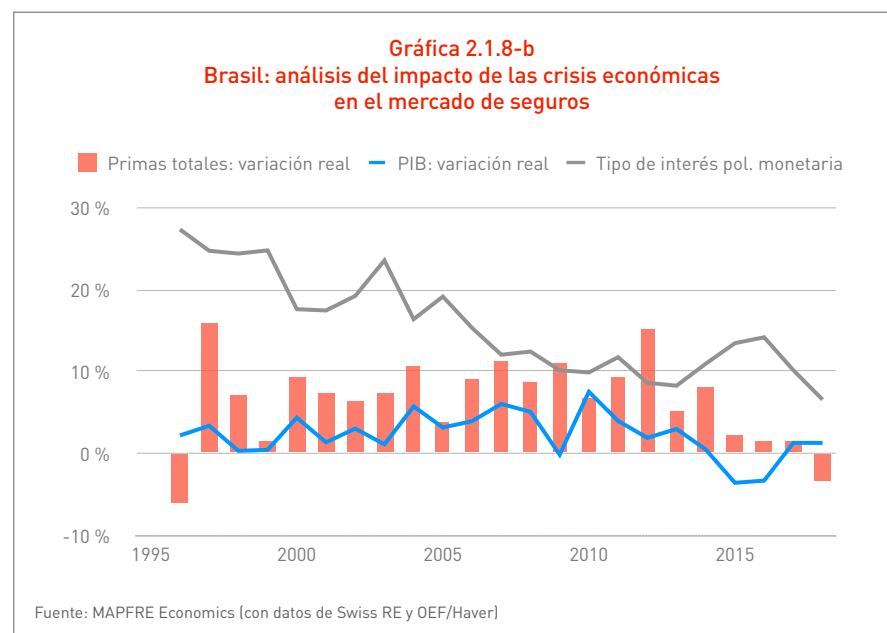
pueden ofrecer este tipo de productos a los tomadores de seguros. La situación económica puede, asimismo, derivar en un notable incremento de los rescates por parte de aquellas personas que estén sufriendo una caída de los ingresos por no poder desarrollar su actividad a consecuencia de la pandemia. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA se observa la caída de los tipos libres de riesgo a corto plazo, pero se aprecia también que la curva continúa incrementando su pendiente positiva (véase la Gráfica 2.1.8-a). Esto puede suavizar el efecto negativo de la contracción del PIB y de la caída de los tipos a corto plazo sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto. Los tipos de interés en todos los vencimientos se encuentren en niveles ya muy lejanos a los alcanzados en años anteriores, lo cual no ayuda al desarrollo del negocio, pero las expectativas de que pueda producirse alguna bajada adicional puede ser un incentivo en la comercialización de nuevos productos para este segmento de negocio.

Crisis económicas y sector asegurador

Por otra parte, al analizar las crisis que ha experimentado la economía de Brasil desde el año 1995, la situación que más se puede asimilar al período actual sería la vivida en los años 2015 y 2016, en los que el PIB cayó un -6,8% de forma agregada (véase la Gráfica 2.1.8-b). En ese período, el sector asegurador sufrió una fuerte desaceleración, sin llegar a experimentar retrocesos (desde un crecimiento del 8% en 2014 hasta un 2% en 2015 y 2016, en términos reales). Sin embargo, hay que matizar que en aquel momento el banco central brasileño adoptó una política monetaria contractiva, con fuertes subidas de los tipos de interés, con el fin de controlar la inflación. Esa medida favoreció al desarrollo de los seguros de Vida ahorro, negocio de gran peso en el mercado de seguros brasileño. En esta ocasión, sin embargo, la política monetaria aplicada está siendo acomodaticia (con bajadas en los tipos de interés), por lo que no se puede contar con el efecto favorable en el negocio de Vida. En este

contexto, el sector asegurador podría experimentar una contracción en el volumen de negocio total, en términos reales, a diferencia de lo que sucedió en la crisis anterior.

A la previsible caída en el volumen de negocio se suma el efecto negativo sobre los fondos propios de las entidades aseguradoras derivado del aumento en la volatilidad y de las primas de riesgo en los mercados financieros. No obstante, frente a este complejo panorama, es importante destacar también que la vuelta a la recuperación prevista para el año 2021 llevaría consigo una intensa recuperación del negocio asegurador, como puede apreciarse en el análisis de la serie mostrada en la referida Gráfica 2.1.8-b, en la que se observa que crecimientos moderados del PIB llevan consigo crecimientos mayores en el negocio asegurador, característica propia de los mercados emergentes, en los que el bajo nivel de



penetración de los seguros en la economía hace que su elasticidad ante crecimientos del PIB sea mayor que en los mercados desarrollados, en los que el nivel de competencia y saturación de los mercados aseguradores es mayor.

2.1.9 México

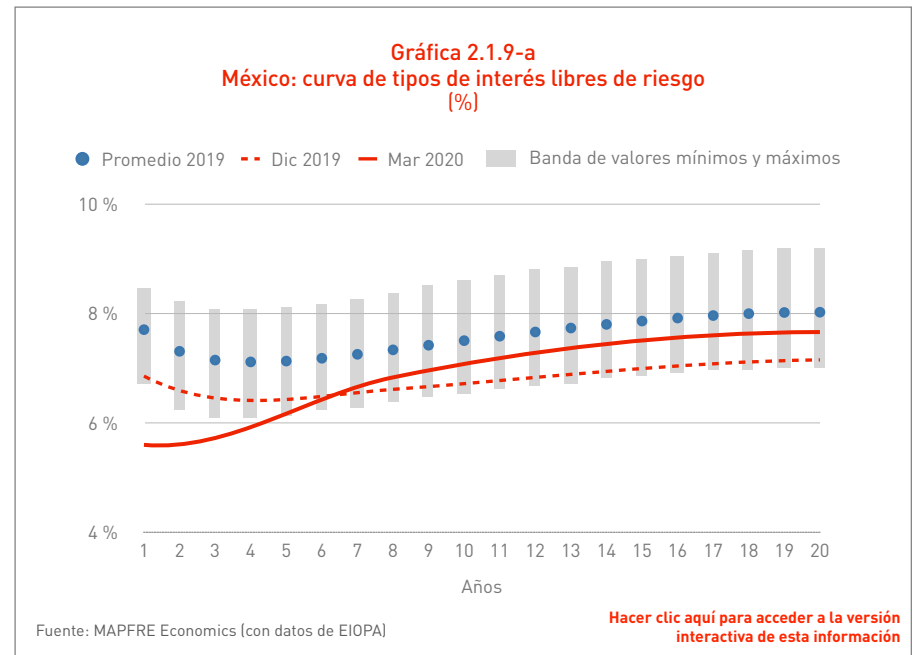
Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

En México, se prevé que la situación de freno económico provocada por la aplicación de medidas de distanciamiento social para enfrentar la pandemia del Covid-19 pueda tener un efecto amplificado sobre el desempeño de la economía en virtud de la pronunciada caída del precio del petróleo, al tratarse de un país productor. En este contexto, conforme a los escenarios analizados en este informe, las expectativas económicas para 2020 anticipan una caída del PIB que podría estar en una horquilla entre el -3,9% y el -12,5%, tras el nulo crecimiento de 2019 (véase la Tabla 1.2.9, y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b). Como en el resto de las economías analizadas en este informe, se prevé una recuperación de la economía mexicana en 2021, con un crecimiento económico estimado en torno al 3,2%, pero existe gran incertidumbre en cuanto a las estimaciones y los efectos estructurales que pueden derivarse de la presente crisis, a pesar de las medidas de expansión monetaria y fiscal que están tomando las autoridades mexicanas.

Al igual que ha ocurrido en otros mercados emergentes, la actual situación económica global ha provocado una salida de flujos de inversión de no residentes en México sin precedentes, con una fuerte depreciación del peso mexicano frente al dólar, que llegó a superar el 30% en la última semana del mes de marzo. La acusada caída del PIB prevista para este año afectará, sin duda, el desarrollo de la actividad aseguradora en México, particularmente para el negocio de No Vida y Vida riesgo, cuyo crecimiento se encuentra muy ligado al comportamiento económico. El deterioro del tipo de cambio tendrá, a su vez, un efecto negativo en la

rentabilidad del sector, por el encarecimiento que supone de las reparaciones a cargo de las aseguradoras en aquellos casos en los que deban emplearse materiales importados y por el encarecimiento del coste del reaseguro. A lo anterior debe añadirse el efecto en los fondos propios y el volumen de negocio de los grupos aseguradores que deben consolidar sus cuentas en una moneda fuerte.

Por otro lado, la política monetaria acomodaticia adoptada por el Banco de México que intenta generar estímulos a la actividad económica, tendrá efectos desfavorables en el desarrollo del negocio de Vida ahorro, por la caída en la rentabilidad que pueden ofrecer este tipo de productos. La situación económica puede, asimismo, derivar en un notable incremento de los rescates por parte de aquellas personas que estén sufriendo una

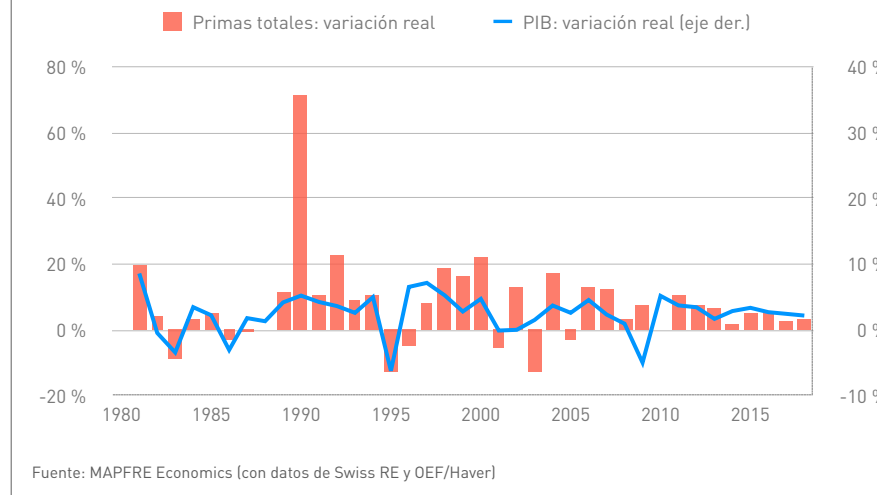


caída de los ingresos, por no poder desarrollar su actividad normal a consecuencia de la pandemia que todavía se encuentra en una fase de desarrollo menos avanzada que en otros países. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA, puede observarse la bajada de tipos de finales del mes de marzo, con una curva de tipos que ha pasado a presentar una pendiente positiva en prácticamente todos sus tramos (véase la Gráfica 2.1.9-a). Esto puede llegar a suavizar el efecto negativo de la contracción del PIB y de la caída de los tipos de interés a corto plazo sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias al ofrecer una prima por plazo positiva, permitiendo el ofrecimiento de tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto. Las expectativas de que pueda producirse alguna bajada adicional podrían, de igual forma, ser un incentivo en la comercialización de nuevos productos para este segmento de negocio.

Crisis económicas y sector asegurador

Por otra parte, si se analiza lo sucedido en el mercado asegurador en las crisis vividas desde el año 1980 por la economía mexicana, se observa que en la crisis de 1995 el PIB sufrió una contracción del -6,5%, lo que trajo consigo una caída en las primas de seguros del -13% en ese año y del -5% en el año posterior, a pesar de la recuperación económica (véase la Gráfica 2.1.9-b). No obstante, en los cuatro años siguientes el sector asegurador experimentó fuertes crecimientos, muy por encima del crecimiento del PIB, con un promedio de crecimiento real (una vez corregido el efecto de la inflación) del 16% anual. Por otra parte, en la denominada Gran Recesión de los años 2007-2012, el sector asegurador mexicano mostró una gran resiliencia, ralentizándose, pero sin llegar a experimentar retrocesos a pesar de la caída del PIB del -5% en 2009, año en el que el sector asegurador experimentó un crecimiento real del 7%, anticipándose a la posterior recuperación económica. En estas recuperaciones ha ayudado también el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía mexicana que hace que una mejora de las condiciones económicas se

Gráfica 2.1.9-b
México: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros



traduzca en crecimientos mayores del negocio asegurador, como suele ocurrir en otros mercados emergentes.

2.1.10 Argentina

Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

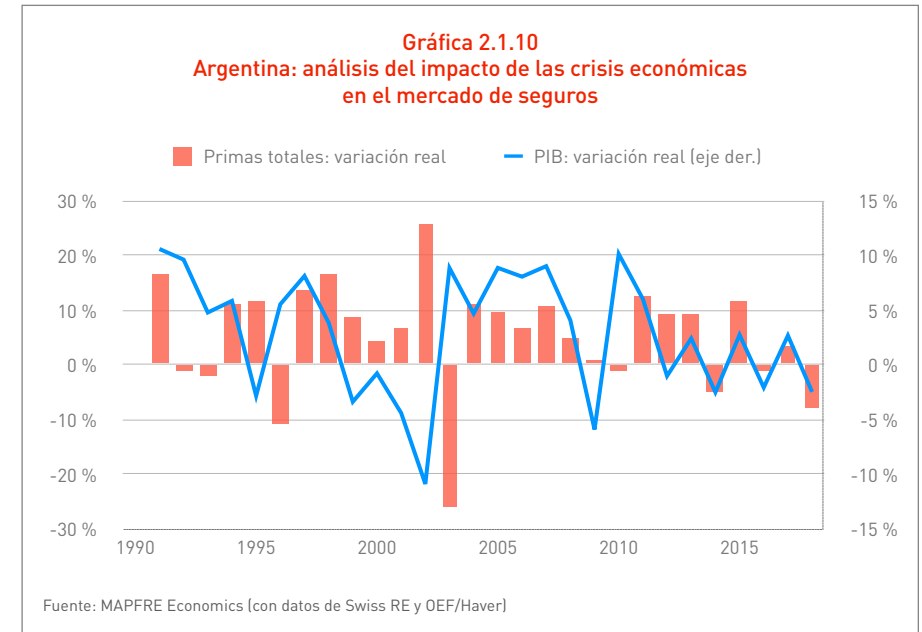
Conforme a los escenarios de análisis considerados en este informe, la previsión de crecimiento para la economía argentina en 2020 es de una caída del PIB que podría oscilar en un rango del -5,7% al -13,3%, en términos reales, frente al -2,2% de 2019 (véase la Tabla 1.2.11, y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b). La inversión y el consumo privados siguen sufriendo fuertes retrocesos, que se han agravado por las medidas de distanciamiento social adoptadas a consecuencia de la crisis sanitaria

provocada por la pandemia. La caída de las importaciones y el aumento de las exportaciones por la depreciación de la moneda está ayudando a equilibrar la cuenta corriente, evitando caídas aún más pronunciadas del PIB. Las vulnerabilidades estructurales que afectan a su economía, principalmente derivadas del endeudamiento externo en dólares, han venido a ahogar su economía, por la fuerte depreciación que sufrió el peso argentino en 2019 y que se ha venido a agravar en este primer trimestre del año, con una depreciación adicional del 7,1%.

Este entorno de fuerte recesión afecta negativamente al desarrollo del negocio asegurador, especialmente a las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo. La inflación continúa alta, en el entorno del 50% interanual, lo que afecta de forma negativa a la rentabilidad de las entidades aseguradoras, al incrementar el coste de los siniestros. El Banco Central ha bajado el tipo de interés de referencia al 38% en apoyo de la economía, frente al 55% de final de año, pero no tiene apenas margen y debe mantenerlo en niveles altos para evitar mayores depreciaciones de la moneda e intentar controlar la inflación. Sin embargo, el sector asegurador en Argentina no puede beneficiarse plenamente de los altos tipos de interés de política monetaria para compensar los efectos de la inflación en el coste de los siniestros, por los límites regulatorios impuestos a las entidades aseguradoras en las inversiones en instrumentos de deuda pública a corto plazo, limitando también el desarrollo de productos de seguros de Vida ahorro temporales anuales renovables con vencimientos cortos y renegociación del tipo garantizado en cada vencimiento, que son los apropiados en estas situaciones en las que la curva de tipos de interés se encuentra invertida.

Crisis económicas y sector asegurador

Si se analiza lo sucedido en el mercado asegurador argentino en las crisis económicas vividas desde el año 1990, se observa que en la crisis de finales de los años noventa y principios de este siglo, que culminó con una caída del PIB del -11% en el año 2002, el mercado asegurador argentino



mantuvo crecimientos reales positivos hasta el año 2003, en el que sufrió una fuerte contracción real del -26%, cuando la economía comenzaba a recuperarse (véase la Gráfica 2.1.10). Sin embargo, en los cuatro años posteriores a esa caída, el sector asegurador se recuperó con un crecimiento anual promedio del 9,5%, en términos reales, por encima del crecimiento real del PIB, que creció en promedio un 7,6% en ese período. Posteriormente, la crisis mundial iniciada con la caída de Lehman Brothers afectó a la economía argentina, la cual sufrió una caída del PIB en 2009 del -5,9%. No obstante, este evento tuvo un menor impacto sobre el desarrollo del mercado asegurador, el cual se ralentizó, experimentando un retroceso del -0,9% en 2010. Pero, de nuevo, se recuperó de forma notable en los tres años posteriores a la crisis con un crecimiento real promedio del 10,3% anual, muy por encima del crecimiento del PIB. A partir de entonces, la economía y el sector

asegurador argentinos entraron en una dinámica en la que habían venido alternando un año de crisis con un año de ligeros crecimientos, hasta la crisis de 2018 que se está prolongando y profundizando en estos momentos por el efecto añadido de las medidas de distanciamiento social a consecuencia de la pandemia del Covid-19.

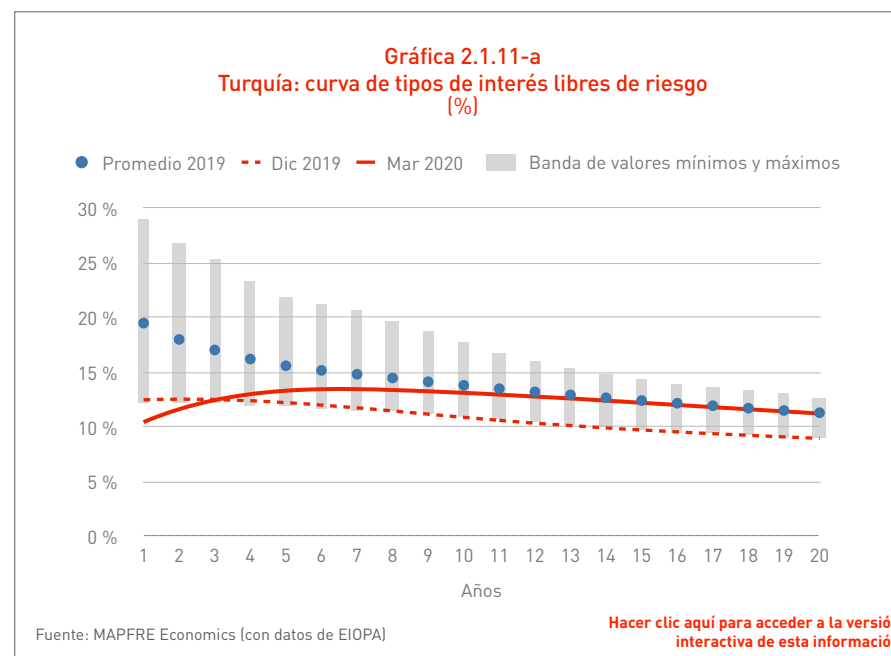
2.1.11 Turquía

Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

La previsión para la economía turca conforme a los escenarios de análisis considerados en este informe, es de un retroceso del PIB en un rango entre el -1,2% y el -8,7% en 2020, en términos reales, frente a un crecimiento del 0,8% en 2019 (3,1% en 2018). Antes de la pandemia, las expectativas e indicadores de la economía turca estaban mejorando, aunque persistían una serie de vulnerabilidades estructurales, principalmente derivadas del endeudamiento privado externo en dólares. Si la situación en relación al desarrollo de la pandemia mejora, la economía turca podría experimentar una notable recuperación en 2021, con un crecimiento económico estimado en torno al 5,8%, aunque existe gran incertidumbre en cuanto a las estimaciones y los efectos estructurales que pueden derivarse de la presente crisis, a pesar de las medidas de expansión monetaria y fiscal (por un importe equivalente al 2% del PIB) que están tomando las autoridades turcas (véase la Tabla 1.2.8, y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b). Al igual que ha ocurrido en otros mercados emergentes, la actual situación ha provocado una salida de flujos de inversión de no residentes sin precedentes, con una notable depreciación de la lira turca frente al dólar, que ha llegado a alcanzar el 15% en lo que va de año. La tasa de inflación, por su parte, se está estabilizando, a lo que está contribuyendo la caída del precio del petróleo, pero sigue en niveles altos (en torno al 9% en el primer trimestre de 2020), con el impacto negativo que el deterioro de estos dos indicadores conlleva en el coste de los siniestros de las compañías aseguradoras.

La caída del PIB prevista para este año será perjudicial para el desarrollo del sector asegurador, particularmente para el negocio de No Vida y Vida riesgo, el cual se encuentra muy vinculado al comportamiento económico. A esto se une el efecto de la depreciación del tipo de cambio en los fondos propios y el volumen de negocio de los grupos aseguradores que deben consolidar sus cuentas en una moneda fuerte. Los todavía altos tipos de interés de política monetaria (9,75% desde mediados de marzo), pueden ayudar a compensar parcialmente estos efectos adversos, apuntalando la rentabilidad financiera de estas líneas de negocio.

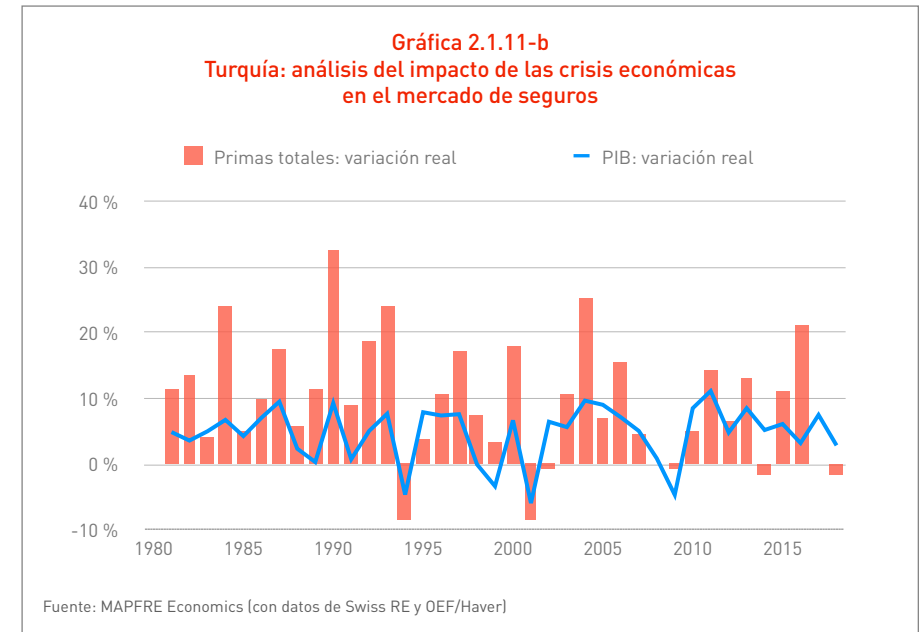
En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA, puede observarse la bajada de tipos de finales del mes de marzo, con una curva de tipos que ha pasado a presentar una pendiente positiva en sus



tramos corto y medio (véase la Gráfica 2.1.11-a). Esto podría llegar a suavizar el efecto negativo de la contracción del PIB y de la caída de los tipos a corto plazo sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias al ofrecer una prima por plazo positiva, permitiendo a las entidades aseguradoras el ofrecimiento de productos con tipos garantizados a medio plazo superiores a los tipos a corto. Las expectativas de que pueda producirse alguna bajada adicional de tipos de interés podrían, asimismo, ser un incentivo en la comercialización de nuevos productos para este segmento de negocio. La situación económica, sin embargo, puede derivar en un notable incremento de los rescates por parte de aquellas personas que estén sufriendo una caída de los ingresos, por no poder desarrollar su actividad a consecuencia de la pandemia.

Crisis económicas y sector asegurador

Por otra parte, si se analiza lo sucedido en el mercado asegurador turco en las crisis económicas vividas desde el año 1980, se observa que la crisis de 1994, año en el que el PIB sufrió una contracción del -4,7%, trajo consigo una caída en las primas de seguros del -8,3% en ese año (véase la Gráfica 2.1.11-b). Sin embargo, en los cuatro años siguientes el sector asegurador experimentó fuertes recuperaciones, con un promedio de crecimiento real (una vez corregido el efecto de la inflación) del 10% anual, notablemente superior al crecimiento del PIB, que tuvo un crecimiento promedio del 5,7%. Por otra parte, en la crisis de los años 2007-2009, el sector asegurador turco sufrió una fuerte ralentización durante los primeros años de la crisis y un ligero retroceso en 2009 del -1%, año en el que la caída del PIB turco fue del -4,7%, volviendo a experimentar notables crecimientos en las primas de seguros en los cuatro años posteriores, también superiores en promedio al crecimiento medio de la economía en esos años. Por tanto, el sector asegurador turco mostró una notable resistencia en esta última crisis, como se ha observado en otros mercados emergentes. A estas recuperaciones contribuye el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía



turca, que hace que una mejora de las condiciones económicas se traduzca en crecimientos mayores del negocio asegurador.

2.1.12 China

Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

En China, las expectativas económicas para 2020 anticipan una caída del PIB en un rango entre el -0,6% y el -6%, frente al crecimiento real de 2019 del 6,2%, conforme a los escenarios de análisis considerados en este informe (véase la Tabla 1.2.12, y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b). La crisis económica provocada por la pandemia del Covid-19 está motivando fuertes retrocesos en el consumo, la inversión privada y en las exportaciones. China ha sido la primera economía en sufrir los efectos de

la crisis sanitaria y en adoptar medidas de distanciamiento social y confinamiento de la población en las zonas afectadas por la pandemia. Asimismo, ha sido el primer país que está levantando de forma gradual esas medidas, lo que se está reflejando ya en algunos indicadores adelantados de actividad. Se prevé una recuperación en 2021 que podría situarse en niveles en torno al 9,8%, pero existe gran incertidumbre en cuanto a los crecimientos económicos y los efectos estructurales que pueden derivarse de la presente crisis.

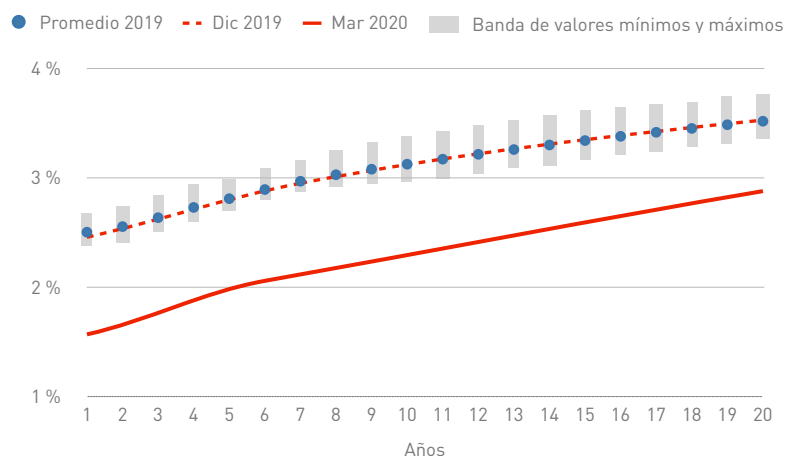
Este entorno económico y sanitario dificultará el desarrollo del sector asegurador en ese país, particularmente en lo que se refiere al negocio de No Vida y Vida riesgo, cuyo crecimiento se encuentra muy ligado al

comportamiento económico. El gobierno chino está llevando a cabo un programa de estímulos fiscales y monetarios para contrarrestar los efectos de la pandemia, lo que podría evitar una recesión aún mayor y acelerar la vuelta al crecimiento económico. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA, se observa la caída de los tipos libres a corto plazo y que la curva continúa presentando una pendiente positiva (véase la Gráfica 2.1.12-a). Esto puede suavizar el efecto negativo de la contracción del PIB y de la caída de los tipos de interés sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto. Los tipos de interés en todos los vencimientos se encuentran en niveles ya muy lejanos a los alcanzados en años anteriores, lo cual complicará el desarrollo del negocio que, en estos momentos, se encuentra expuesto al riesgo de pérdida de negocio por los rescates que puedan producirse por parte de aquellas personas que están en una situación de necesidad al no poder desarrollar su actividad normal a consecuencia de la pandemia. Cabe señalar, no obstante, que la expectativa de que puedan producirse bajadas adicionales en los tipos de interés en apoyo de la economía puede ser un incentivo en la comercialización de nuevos productos para este segmento de negocio, cuando la recuperación comience a tomar fuerza. A esto hay que añadir el efecto negativo que puede tener en los fondos propios de las entidades aseguradoras el deterioro en la calificación crediticia y posibles insolvencias de las contrapartes de los bonos corporativos que las entidades aseguradoras chinas tengan en sus carteras de inversiones.

Crisis económicas y sector asegurador

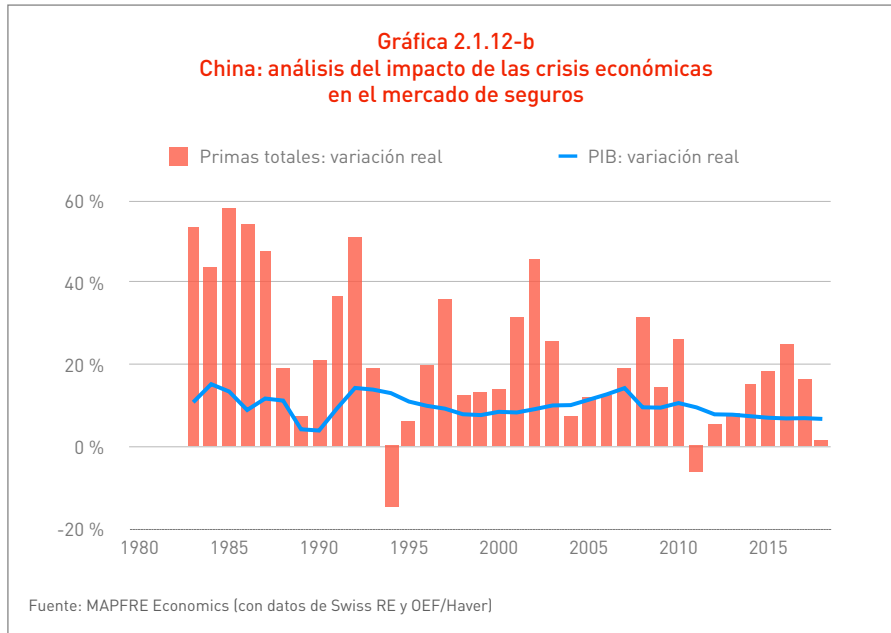
Por otra parte, al analizar lo sucedido en el mercado asegurador chino en las crisis económicas vividas desde el año 1980, se observa que en la crisis de 1994 y en la de 2011, la economía china sufrió solo ligeras desaceleraciones en términos de PIB. Sin embargo, las primas del sector asegurador sufrieron notables retrocesos en esos años, del -15% y del -6%, respectivamente. No obstante, en los cuatro años siguientes el sector asegurador experimentó fuertes crecimientos, notablemente

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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



superiores al crecimiento del PIB, con un promedio de crecimiento real (una vez corregido el efecto de la inflación) del 19% anual y del 12% a partir de 1994 y del año 2011, respectivamente (véase la Gráfica 2.1.12-b). Como en otros casos, en estas recuperaciones ha ayudado también el bajo nivel de desarrollo de los seguros en la economía china, cuya tasa de penetración se encuentra lejos todavía de los niveles propios de las economías más desarrolladas.

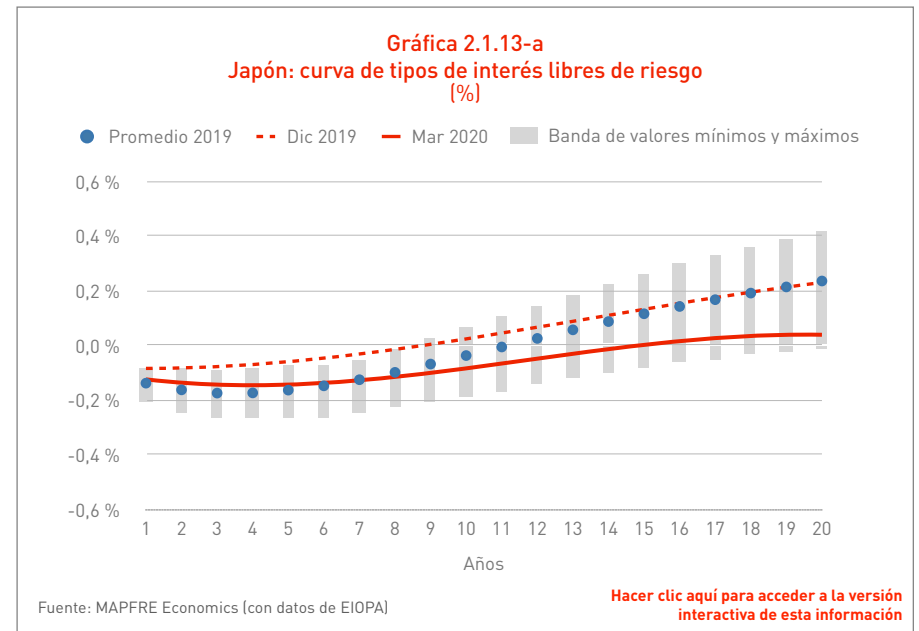
2.1.13 Japón

Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

Antes de la aparición de la pandemia del Covid-19, la economía japonesa se encontraba ya en contracción, lo que, aunado a los efectos de las

medidas adoptadas para prevenir su expansión, anticipa una fuerte recesión, con una caída del PIB que podría estar en una horquilla entre el -4,8% y el -13,8% en 2020 (conforme a los escenarios de análisis planteados en este informe), frente a un crecimiento del 0,7% en 2019 (0,3% en 2018). Asimismo, se prevé una recuperación en 2021, pero existe gran incertidumbre en cuanto a las estimaciones y los efectos estructurales que pueden derivarse de la presente crisis, a pesar de las medidas de expansión monetaria y fiscal adoptadas por las autoridades japonesas, en un país en el que la propagación de la enfermedad ha sido, al menos de momento, menos virulenta (véase la Tabla 1.2.7, y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

Desde la perspectiva de la actividad aseguradora, la acusada caída del PIB prevista para este año perjudicará, sin duda, su desarrollo, especialmente

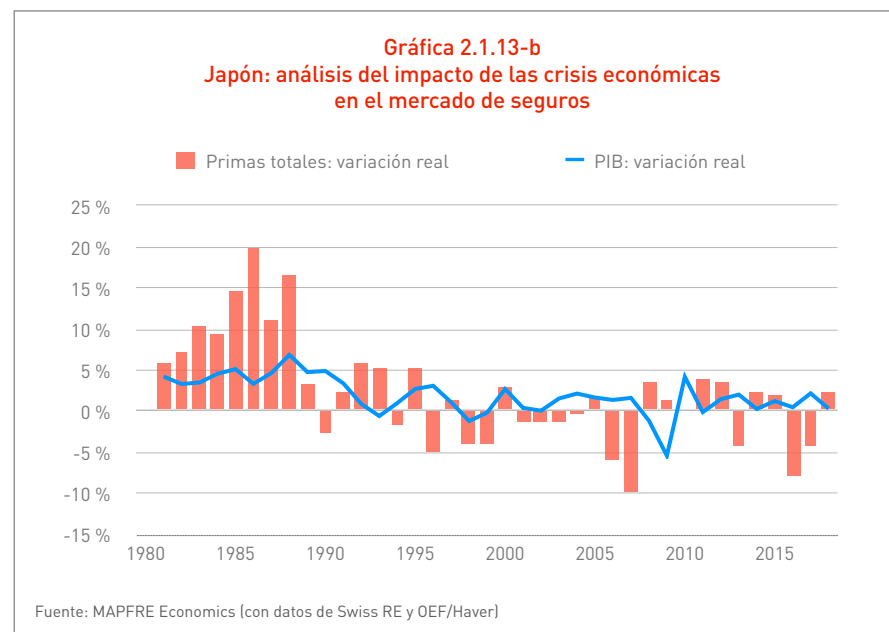


en el negocio de No Vida y Vida riesgo, cuyo crecimiento se encuentra muy ligado al comportamiento económico. Por otro lado, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA, se aprecia que los tipos han vuelto a caer, presentando valores negativos para vencimientos hasta quince años y una prima por plazo muy deprimida a partir de esos vencimientos, lo cual hace muy difícil la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias (véase la Gráfica 2.1.13-a). Este entorno sostenido de bajos tipos de interés continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio. A esto hay que añadir el efecto negativo que puede provocar los rescates de pólizas por parte de aquellas que se encuentren en dificultades a consecuencia de las medidas de distanciamiento social y confinamiento de la población, así como por la caída de los mercados de valores en la percepción de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. Sin embargo, los bajos niveles en los que han quedado las cotizaciones bursátiles podría atraer a inversores que dispongan de liquidez y estén dispuestos a asumir riesgo. Asimismo, en el caso de productos que incorporan garantías financieras, como ocurre con algunas modalidades de los “*variable annuities*”, la elevada volatilidad de los mercados financieros aumenta el coste de cobertura de esas garantías y puede producir pérdidas significativas en el caso de aquellas aseguradoras que tengan implantados programas de cobertura dinámicos, que en estas situaciones no son plenamente eficaces. Por último, hay que considerar el efecto negativo que puede tener en los fondos propios de las entidades aseguradoras niponas el comportamiento de los tipos de cambio frente al dólar, dado que muchas de ellas optaron por incrementar significativamente sus inversiones en bonos de renta fija estadounidense a consecuencia del prolongado entorno de bajos tipos de interés¹⁴, por lo que la volatilidad de los tipos de cambio les puede perjudicar, directamente o por el mayor coste de las coberturas del riesgo de cambio que tengan que renovar. De momento, el yen se ha mantenido relativamente estable frente al dólar y no ha experimentado fuertes apreciaciones, como ha sido habitual en otros períodos de crisis. Asimismo, las entidades aseguradoras operando en ese mercado podrían

verse afectadas por el deterioro en la calificación crediticia y posibles insolvencias de los bonos corporativos que puedan tener en sus carteras, si bien las entidades de seguros japonesas son más proclives a invertir en bonos de renta fija soberanos.

Crisis económicas y sector asegurador

Analizando lo sucedido en el mercado asegurador japonés en las crisis económicas vividas desde el año 1980, se observa que el estallido de la burbuja inmobiliaria en Japón, a principios de los años noventa, marcó un punto de inflexión tanto en el crecimiento económico como en el desarrollo del sector asegurador del país; situación estructural de la que todavía no se ha llegado a recuperar plenamente en la actualidad. De esta forma, en la década de los años noventa (la “*década perdida*”), los



crecimientos sólidos y sostenidos del mercado asegurador no vuelven a recuperarse (véase la Gráfica 2.1.13-b).

2.1.14 Filipinas

Perspectivas de desempeño del mercado asegurador

En Filipinas, las expectativas económicas para 2020 anticipan, conforme a los escenarios de análisis considerados en este informe, una caída del PIB en un rango entre el -0,3% y el -8,2%, frente a un crecimiento real del 5,9% en 2019 (6,2% en 2018). La crisis provocada por la pandemia está motivando fuertes retrocesos en el consumo privado, que venía siendo el principal motor del crecimiento económico. La mejora prevista del déficit comercial, que estaba mostrando una tendencia a deteriorarse (Filipinas es una economía netamente importadora), puede ayudar a suavizar el impacto económico derivado de la situación provocada por las medidas de distanciamiento social y confinamiento de la población adoptadas para enfrentar la pandemia, con la ayuda de la caída en el precio del petróleo. Una vez salvados los efectos económicos de la pandemia, se prevé una fuerte recuperación en 2021, la cual podría implicar un crecimiento del PIB en el entorno del 10%; sin embargo, existe gran incertidumbre en cuanto a las estimaciones y los efectos estructurales que pueden derivarse de la presente crisis, a pesar de las medidas de expansión monetaria y fiscal adoptadas por las autoridades filipinas (véase la Tabla 1.2.14, y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

Este entorno económico dificultará el desarrollo del sector asegurador, particularmente en lo que se refiere al negocio de No Vida, cuyo crecimiento se encuentra muy ligado al comportamiento económico. El Banco Central de Filipinas, que venía ya aplicando una política monetaria acomodaticia, ha tomado nuevas medidas con bajadas adicionales de los tipos de interés y de relajación de los requerimientos regulatorios aplicables a la banca para evitar que deje de fluir el crédito a familias y empresas. Así, la relajación de la política monetaria restrictiva que venía

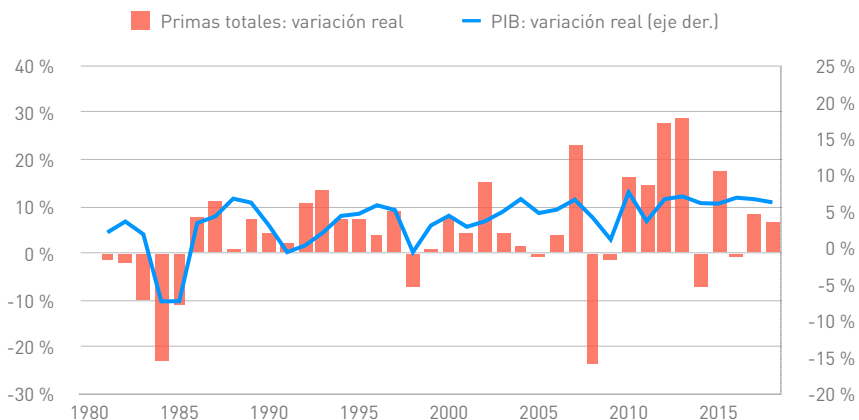
aplicando el banco central ha dejado el tipo de referencia de la política monetaria en el 3,25% (desde el 4%) y la rentabilidad del bono soberano a diez años, que se situaba en el 5,1% a finales de marzo, se estima que puede quedar en niveles en torno al 3,6% a finales de 2020. Este entorno de tipos de interés, con bajadas de tipos junto con el aplanamiento de la curva de tipos libres de riesgo, complica el panorama para las líneas de negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias que, en estos momentos, se encuentran expuestas al riesgo de pérdida de negocio, por los rescates que puedan producirse por parte de aquellas personas que están en una situación de necesidad, al no poder desarrollar su actividad normal a consecuencia de la pandemia. A lo anterior debe añadirse el efecto negativo que puede tener en los fondos propios de las entidades aseguradoras el deterioro en la calificación crediticia y posibles insolvencias de los bonos que tienen las entidades aseguradoras en sus carteras.

Crisis económicas y sector asegurador

Por otra parte, si se analiza cómo han afectado al mercado asegurador filipino las crisis económicas vividas desde el año 1980, se observa que las crisis más profundas suelen tener efectos negativos severos sobre el negocio asegurador. Esto se observa en la crisis económica de los años ochenta, en la que el PIB sufrió una contracción del -7%, lo que trajo consigo una caída en las primas de seguros del -23% en términos reales en ese año; se trata de un ejemplo extremo que implicó un largo proceso de recuperación en los años posteriores (véase la Gráfica 2.1.14).

La crisis asiática desatada en 1997, más parecida en términos de contracción a la crisis actual prevista, motivó una caída de las primas de seguros del -7%, cuando el PIB pasó en un año de crecer al 5,2% en 1997 a una caída del -0,6% en 1998. En este caso, el sector asegurador tuvo un buen comportamiento en los cuatro años posteriores a la crisis, con un crecimiento anual promedio del 7,1%, duplicando el crecimiento del PIB del 3,5% anual promedio en ese período. Lo mismo sucedió en la crisis de

Gráfica 2.1.14
Filipinas: análisis del impacto de las crisis económicas
en el mercado de seguros



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

2008, año en el que el negocio asegurador tuvo una abrupta caída del -23,5% en términos reales, al dispararse la inflación, pero se recuperó una vez superada la crisis a un ritmo de crecimiento anual promedio del 22% en los cuatro años posteriores, de nuevo notablemente por encima del crecimiento real promedio del PIB del 6,3%. En estas recuperaciones, como en otros mercados emergentes, ha ayudado el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía filipina, que hace que una mejora de las condiciones económicas se traduzca en crecimientos mayores del negocio asegurador.

2.2 Tendencias regulatorias

2.2.1 Aspectos globales

IFRS 17

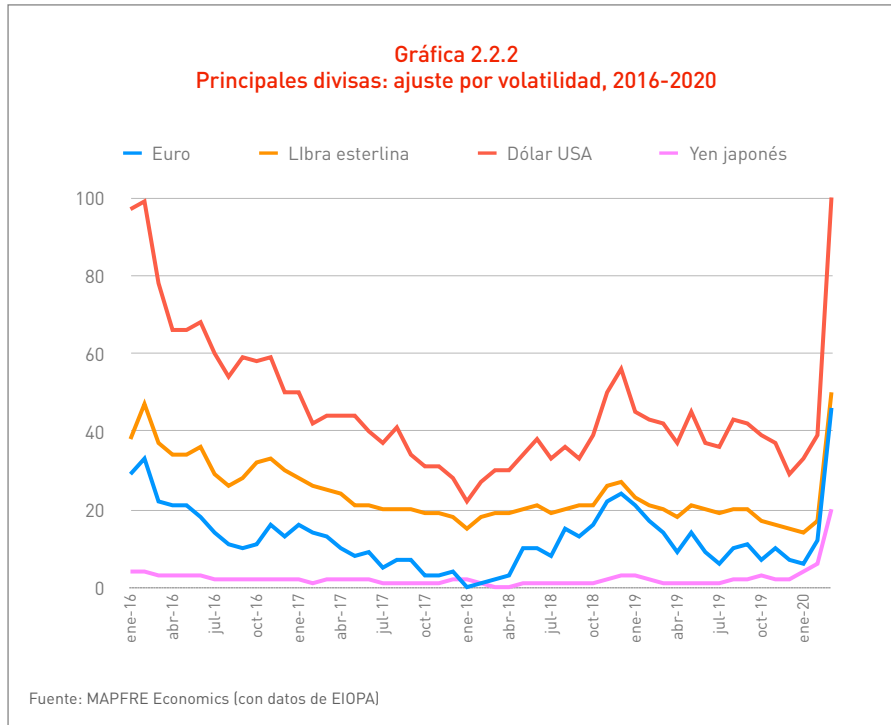
El Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (*International Accounting Standards Board*, IASB) ha decidido nuevamente acceder a retrasar un año el plazo para la entrada en vigor de la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 17 sobre Contratos de Seguros (IFRS 17). De esta forma, la IFRS 17 resultaría aplicable para la elaboración de las cuentas consolidadas de 2023 de los grupos aseguradores cotizados. Asimismo, el IASB ha prolongado la exención de la aplicación de la IFRS 9, sobre Instrumentos Financieros, para que aquellas aseguradoras que decidieron acogerse a la exención puedan aplicar los dos estándares contables simultáneamente¹⁵.

2.2.2 Unión Europea

Solvencia II

La Autoridad Europea de Supervisión de Seguros y Pensiones (EIOPA) ha anunciado que, de manera extraordinaria, va a proceder a calcular de forma semanal información sobre los tipos de interés libres de riesgo relevantes para el cálculo de la posición de solvencia de las entidades aseguradoras y sus grupos localizados en la Unión Europea, con motivo de la situación generada por la pandemia del Covid-19, con el fin de facilitarles el seguimiento de su posición financiera.

Es de destacar que la elevada volatilidad y las caídas en las valoraciones de los activos en los mercados financieros puede impactar de forma significativa en las entidades aseguradoras, y que el marco normativo de Solvencia II establece mecanismos que permiten corregir los efectos de



repuntes puntuales de la volatilidad en las entidades aseguradoras, dado su carácter de inversores a largo plazo. Estos mecanismos son básicamente el ajuste de volatilidad, el ajuste por casamiento y el ajuste simétrico por las inversiones en renta variable, los cuales tratan de evitar que las entidades aseguradoras tengan que realizar ventas forzadas en momentos de turbulencia de los mercados financieros, como los que se viven actualmente, con sus consiguientes efectos pro-cíclicos.

Respecto a los últimos datos relativos al ajuste por volatilidad (véase la Gráfica 2.2.2), el ajuste al 31 de marzo de 2020 es notable para las inversiones en las principales divisas tanto en dólares como, en menor

medida, para las inversiones en euros y en libras. El menor ajuste es para las inversiones en yenes, si bien también ha experimentado un aumento significativo. Las medidas de expansión cuantitativa implementadas por los bancos centrales han permitido relajar los diferenciales de los bonos (primas de riesgo), especialmente en la deuda soberana, pero también en la deuda corporativa, por lo que los ajustes de volatilidad no han alcanzado niveles muy superiores a anteriores repuntes desde la entrada en vigor de Solvencia II, al menos de momento. La información extraordinaria que va a publicar EIOPA de forma semanal resultará de gran utilidad para hacer este seguimiento.

Debe ponerse de relieve la importancia de estas medidas de ajuste incorporadas desde la entrada en vigor de Solvencia II, las cuales actúan de forma anti-cíclica cuando se producen volatilidades puntuales elevadas en las valoraciones de mercado, teniendo en cuenta que, por su modelo de negocio, las entidades aseguradoras no se encuentran expuestas directamente a las referidas volatilidades por tratarse de inversores que, al gestionar adecuadamente sus riesgos, invierten normalmente a vencimiento, sin perjuicio de la exposición al riesgo de crédito que no es objeto de ajuste y que elevará los requerimientos de solvencia si la situación se prolonga y se deteriora la calidad crediticia de sus carteras.

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base Mínimo (EBM)						Escenario Base Estresado (EBE)					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	1,6	2,4	2,9	2,3	-4,1	7,8	1,6	2,4	2,9	2,3	-10,8	5,4
Eurozona	1,9	2,7	1,9	1,2	-5,1	4,7	1,9	2,7	1,9	1,2	-12,4	1,6
Alemania	2,1	2,8	1,6	0,6	-3,9	4,9	2,1	2,8	1,6	0,6	-12,1	2,1
Francia	1,1	2,3	1,7	1,2	-7,2	4,5	1,1	2,3	1,7	1,2	-12,5	2,4
Italia	1,4	1,7	0,7	0,3	-7,6	3,9	1,4	1,7	0,7	0,3	-14,9	-0,6
España	3,0	2,9	2,4	2,0	-5,6	4,4	3,0	2,9	2,4	2,0	-10,7	-1,0
Reino Unido	1,9	1,9	1,3	1,4	-5,1	6,1	1,9	1,9	1,3	1,4	-10,1	3,3
Japón	0,5	2,2	0,3	0,7	-4,8	3,9	0,5	2,2	0,3	0,7	-13,9	1,2
Mercados emergentes	4,6	4,8	4,5	3,9	-2,7	4,3	4,6	4,8	4,5	3,9	-7,4	4,6
América Latina¹	-0,6	1,2	1,0	0,2	-5,2	3,4	-0,6	1,2	1,0	0,2	-7,6	1,4
México	2,6	2,4	2,1	-0,1	-3,9	3,2	2,6	2,4	2,1	-0,1	-12,5	5,0
Brasil	-3,3	1,3	1,3	1,1	-2,7	4,3	-3,3	1,3	1,3	1,1	-9,9	-0,6
Argentina	-2,0	2,7	-2,4	-2,2	-5,7	3,2	-2,0	2,7	-2,4	-2,2	-13,3	5,6
Emergentes europeos²	4,8	3,3	6,0	3,6	-5,2	4,2	4,8	3,3	6,0	3,6	-6,7	3,2
Turquía	3,3	7,4	3,1	0,8	-1,2	5,8	3,3	7,4	3,1	0,8	-8,7	2,8
Asia Pacífico³	6,3	6,2	6,1	5,7	-0,3	9,6	6,3	6,2	6,1	5,7	-8,1	6,4
China	6,9	6,9	6,8	6,2	-0,6	9,8	6,9	6,9	6,8	6,2	-6,0	5,5
Indonesia	5,0	5,1	5,2	5,0	-0,0	9,1	5,0	5,1	5,2	5,0	-10,0	1,7
Filipinas	6,9	6,7	6,2	5,9	-0,3	10,0	6,9	6,7	6,2	5,9	-8,2	12,1
Mundo	3,4	3,8	3,6	3,0	-3,0	5,8	3,4	3,8	3,6	3,0	-8,2	2,3

Fuente: MAPFRE Economics

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)
Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

	Escenario Base Mínimo [EBM]						Escenario Base Estresado [EBE]					
	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)	2016	2017	2018	2019(e)	2020(p)	2021(p)
Estados Unidos	2,1	2,1	1,9	2,3	0,3	1,9	2,1	2,1	1,9	2,3	-2,1	-0,4
Eurozona	0,7	1,4	1,9	1,0	0,2	1,8	0,7	1,4	1,9	1,0	-3,2	-1,7
Alemania	1,4	1,4	1,6	1,5	0,8	1,6	1,4	1,4	1,6	1,5	-2,3	-1,4
Francia	0,5	1,1	1,9	1,1	0,2	1,3	0,5	1,1	1,9	1,1	-0,9	-2,6
Italia	0,5	0,9	1,1	0,5	-0,2	1,4	0,5	0,9	1,1	0,5	-3,9	-2,8
España	1,6	1,1	1,2	0,8	-0,7	2,4	1,6	1,1	1,2	0,8	-5,0	-2,8
Reino Unido	1,8	2,7	2,0	1,3	0,5	2,1	1,8	2,7	2,0	1,3	-0,7	-0,2
Japón	0,3	0,6	0,9	0,5	-0,8	0,2	0,3	0,6	0,9	0,5	-5,3	-6,0
Mercados emergentes	4,3	4,3	4,8	4,7	4,6	4,5	4,3	4,3	4,8	4,7	4,2	1,5
América Latina¹	5,6	6,0	6,2	7,2	6,2	5,9	5,6	6,0	6,2	7,2	5,6	4,9
México	3,4	6,8	4,8	2,8	3,8	3,2	3,4	6,8	4,8	2,8	1,7	4,5
Brasil	6,3	2,9	3,7	4,3	2,8	3,2	6,3	2,9	3,7	4,3	0,9	4,0
Argentina	37,5	23,3	47,4	52,2	40,6	30,1	37,5	23,3	47,4	52,2	35,0	28,8
Emergentes europeos²	5,5	5,4	6,2	6,8	5,1	5,0	5,5	5,4	6,2	6,8	2,7	-0,7
Turquía	8,5	11,9	20,3	10,3	9,0	9,3	8,5	11,9	20,3	10,3	5,8	8,6
Asia Pacífico³	2,6	2,6	3,0	3,0	2,0	3,2	2,6	2,6	3,0	3,0	0,4	-1,6
China	2,2	1,8	2,2	4,3	1,0	2,4	2,2	1,8	2,2	4,3	-0,6	-3,1
Indonesia	3,3	3,5	3,3	2,7	2,6	3,4	3,3	3,5	3,3	2,7	3,5	-3,3
Filipinas	2,0	3,0	5,9	1,5	2,4	3,7	2,0	3,0	5,9	1,5	-1,7	1,8
Mundo	2,8	3,0	3,3	3,7	2,5	2,5	2,8	3,0	3,3	3,7	1,5	-1,7

Fuente: MAPFRE Economics

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)
 Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

	Escenario Base Mínimo (EBM)					
	2016	2017	2018	2019 ^(e)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
Estados Unidos	2,45	2,40	2,69	1,92	1,14	1,63
Eurozona	0,93	1,13	1,17	0,32	0,44	0,82

Escenario Base Estresado (EBE)					
2016	2017	2018	2019 ^(e)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
2,45	2,40	2,69	1,92	0,34	0,74
0,93	1,13	1,17	0,32	1,03	2,20

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

	Escenario Base Mínimo (EBM)					
	2016	2017	2018	2019 ^(e)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
USD-EUR	0,95	0,83	0,87	0,89	0,93	0,91
EUR-USD	1,05	1,20	1,15	1,12	1,08	1,10
GBP-USD	1,23	1,35	1,28	1,32	1,26	1,30
USD-JPY	116,80	112,90	110,83	109,12	106,00	106,00
USD-CNY	6,94	6,51	6,88	6,99	6,99	6,90

Escenario Base Estresado (EBE)					
2016	2017	2018	2019 ^(e)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
0,95	0,83	0,87	0,89	0,93	0,90
1,05	1,20	1,15	1,12	1,07	1,11
1,23	1,35	1,28	1,32	1,26	1,30
116,80	112,90	110,83	109,12	106,65	105,56
6,94	6,51	6,88	6,99	7,18	7,09

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

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

	Escenario Base Mínimo (EBM)					
	2016	2017	2018	2019 ^(e)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
Estados Unidos	0,75	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	2,59	3,09	3,07	2,81	1,60	2,78

Escenario Base Estresado (EBE)					
2016	2017	2018	2019 ^(e)	2020 ^(p)	2021 ^(p)
0,75	1,50	2,50	1,75	0,20	0,20
0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2,59	3,09	3,07	2,81	0,05	0,03

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 13 abril 2020.

Índice de gráficas, tablas y recuadros

Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Global: comportamiento de los PMIs	11
Gráfica 1.1.1-b	Global: desempeño del volumen de comercio	12
Gráfica 1.1.1-c	Global: cambio en las previsiones del PIB	12
Gráfica 1.1.1-d	Global: métricas de preparación de los sistemas sanitarios	18
Gráfica 1.1.2	Vulnerabilidades y riesgos globales	23
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	30
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	30
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	33
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	33
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	36
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	36
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	38
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	38
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	40
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	40
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	42
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	42
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB	44
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	44
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	46
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	46
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB	48
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	48

Gráfica 1.2.10-a Brasil: descomposición y previsiones del PIB 51

Gráfica 1.2.10-b Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 51

Gráfica 1.2.11-a Argentina: descomposición y previsiones del PIB 53

Gráfica 1.2.11-b Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 53

Gráfica 1.2.12-a China: descomposición y previsiones del PIB 54

Gráfica 1.2.12-b China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 54

Gráfica 1.2.13-a Indonesia: descomposición y previsiones del PIB 56

Gráfica 1.2.13-b Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 56

Gráfica 1.2.14-a Filipinas: descomposición y previsiones del PIB 58

Gráfica 1.2.14-b Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 58

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

Gráfica 2.1.2-b Eurozona: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 69

Gráfica 2.1.3 Alemania: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 70

Gráfica 2.1.4 Italia: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 71

Gráfica 2.1.5 España: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 72

Gráfica 2.1.6-a Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo 74

Gráfica 2.1.6-b Reino Unido: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 75

Gráfica 2.1.7-a Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo 76

Gráfica 2.1.7-b Estados Unidos: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 76

Gráfica 2.1.8-a Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo 77

Gráfica 2.1.8-b Brasil: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 78

Gráfica 2.1.9-a México: curva de tipos de interés libres de riesgo 79

Gráfica 2.1.9-b México: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 80

Gráfica 2.1.10 Argentina: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 81

Gráfica 2.1.11-a Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo 82

Gráfica 2.1.11-b Turquía: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 83

Gráfica 2.1.12-a China: curva de tipos de interés libres de riesgo 84

Gráfica 2.1.12-b China: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 85

Gráfica 2.1.13-a Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo 85

Gráfica 2.1.13-b Japón: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 86

Gráfica 2.1.14 Filipinas: análisis del impacto de las crisis económicas en el mercado de seguros 88

Gráfica 2.2.2 Principales divisas: ajuste por volatilidad, 2016-2020 89

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	30
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	33
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	36
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	38
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	40
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	42
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	44
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	46
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	48
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	51
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	53
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	54
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	56
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	58
Tabla A-1	Escenarios Base Mínimo y Base Estresado: producto interior bruto	91
Tabla A-2	Escenarios Base Mínimo y Base Estresado: inflación	92
Tabla A-3	Escenarios Base Mínimo y Base Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	93
Tabla A-4	Escenarios Base Mínimo y Base Estresado: tipos de cambio	93
Tabla A-5	Escenarios Base Mínimo y Base Estresado: tipo de interés oficial de referencia	93

Recuadros

Recuadro 1.1.1-a	Visión central en el escenario base	14
Recuadro 1.1.1-b	Medidas de política económica	20
Recuadro 1.1.1-c	El Covid-19 y las vulnerabilidades de los mercados emergentes	24
Recuadro 1.1.1-d	Actualización del desempeño del mercado petrolero	27
Recuadro 2.1.1	Síntesis del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre la industria aseguradora	62

Referencias

- 1/ Véase: Servicio de Estudios de MAPFRE (2020), *Panorama económico y sectorial 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE. En: https://www.fundacionmapfre.org/documentacion/publico/es/catalogo_imagenes/grupo.do?path=1104044
- 2/ Véase la analítica del MAPFRE Economics “*Respuesta institucional a la crisis Covid19 y efectos en el crecimiento esperado*”, en: <https://app.klipfolio.com/published/cacbc158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/informe-global-coronavirus->
- 3/ En la muestra general, la tasa de fatalidad se estima aproximadamente entre 1% y 3%, pero entre las poblaciones mayores de 45 años esta tasa de fatalidad supera el 20%.
- 4/ Los países en los que el control de la epidemia ha sido más efectivo (Corea del Sur y Singapur), son aquellos en donde más se ha invertido en obtener información estadística acerca del comportamiento del virus.
- 5/ Dependiendo de la severidad del virus.
- 6/ Véase: IMF, “*Policy responses to Covid-19*”. En: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>
- 7/ Véase: Servicio de Estudios de MAPFRE (2020), *Panorama económico y sectorial 2020*, Op.cit.
- 8/ Las personas con ingresos de hasta 75.000 dólares al año, recibirán 1.200 dólares en pagos directos en efectivo. Los hogares también recibirán 500 dólares adicionales por niño. Durante cuatro meses, el subsidio de desempleo será aumentado en 600 dólares por semana, al añadir al subsidio medio de 385 dólares por semana que dan los estados. La duración del subsidio de desempleo más habitual se ha ampliado en 13 semanas, más allá de las 26 semanas que ofrecen muchos estados. El paquete fiscal también prevé una cantidad sustancial de fondos para ser utilizados para préstamos a pequeñas empresas.
- 9/ La tasa aplicada a los préstamos será de 25 pbs inferior a la tasa de refinanciación principal, y 25 pbs inferior a la tasa de depósito si los bancos cumplen con determinados límites en los préstamos.
- 10/ Destinado a soportar las finanzas públicas (240.000 millones de euros), las empresas (200.000 millones) y a los trabajadores (100.000 millones).
- 11/ Véase: Servicio de Estudios de MAPFRE (2020), *Inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE. En: https://www.fundacionmapfre.org/documentacion/publico/es/catalogo_imagenes/grupo.do?path=1104940
- 12/ Servicio de Estudios de MAPFRE (2020), *Inversiones del sector asegurador*, Op. cit.

13/ Servicio de Estudios de MAPFRE (2020), *Inversiones del sector asegurador*, Ibid.

14/ Servicio de Estudios de MAPFRE (2020), *Inversiones del sector asegurador*, Ibid.

15/ Véase: <https://www.ifrs.org/news-and-events/2020/03/ifrs-17-effective-date/>

Otros informes de MAPFRE Economics

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

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

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

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

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

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

Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

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

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

Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *El mercado asegurador latinoamericano en 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE.

Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *El mercado español de seguros en 2017*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

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

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

AVISO

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

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

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

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

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid