



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO Y
SECTORIAL 2021:
PERSPECTIVAS HACIA EL
SEGUNDO TRIMESTRE

MAPFRE Economics

**Panorama económico y
sectorial 2021:
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 (2021), *Panorama económico y sectorial 2021: 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:

2021, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Abril, 2021.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Daniel Santos Torres

Clara Soutullo Rodríguez

Lourdes Sánchez Iza

David Esteban Montes Rojas

Jaime Rebolledo Gutiérrez

Contenido

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

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global	11
1.1.1 Año 1 tras el Covid-19	11
1.1.2 Balance de riesgos	30
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	33
1.2.1 Estados Unidos	33
1.2.2 Eurozona	36
1.2.3 España	39
1.2.4 Alemania	42
1.2.5 Italia	44
1.2.6 Reino Unido	47
1.2.7 Japón	49
1.2.8 Turquía	52
1.2.9 México	55
1.2.10 Brasil	57
1.2.11 Argentina	60
1.2.12 China	62
1.2.13 Indonesia	65
1.2.14 Filipinas	67

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora	71
2.1.1 Mercados globales	71
2.1.2 Eurozona	71
2.1.3 Alemania	73
2.1.4 Italia	73
2.1.5 España	73
2.1.6 Reino Unido	84
2.1.7 Estados Unidos	84
2.1.8 Brasil	85
2.1.9 México	97
2.1.10 Argentina	98
2.1.11 Turquía	99
2.1.12 China	100
2.1.13 Japón	100
2.1.14 Filipinas	101
2.1.15 Reaseguro	101
2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión	102

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

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

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

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2021: perspectivas hacia el segundo trimestre

Panorama económico

La crisis del Covid-19 deja huella en la economía global registrando una caída del PIB de -3,3% en 2020 y produciendo una brecha de producto que se estima superior al 3% del potencial global. China es la única de las grandes economías globales que registró un crecimiento positivo en 2020, focalizando su economía en la competencia tecnológica, el desarrollo doméstico sostenible, la integración en las cadenas de valor regionales (con Europa) y la promoción de su modelo de gobernanza soberana.

La caída económica como resultado de la pandemia constituye la mayor pérdida de producto registrada desde la Segunda Guerra Mundial, aunque gracias al despliegue de los estímulos fiscales y monetarios, y a la mayor tolerancia a la pandemia que marcó la segunda mitad del año pasado, la contracción ha sido muy inferior a la inicialmente prevista. En este sentido, se estima que el impulso fiscal global estuvo cerca del 3,5% en 2020, en especial por la acción de Estados Unidos, la Unión Europea y China.

En este contexto, mercados como China y Estados Unidos lideran una salida cíclica hacia la recuperación, la cual está siendo fuertemente

asincrónica y asimétrica a escala global, mientras que otros mercados como Latinoamérica presentan una atonía que podría volverse estructural. Asimismo, esta recuperación se desarrolla en un contexto de apetito por el riesgo, con un mercado financiero alentado por la enorme liquidez y en un entorno de política monetaria que comienza a presentar grandes diferencias entre los mercados desarrollados y los emergentes en virtud del resurgimiento de las presiones inflacionarias a nivel global.

En el *escenario base* contemplado en este informe se observa un repunte de la inflación transitorio y moderado, se mantiene el apoyo de la política monetaria y fiscal, dando garantía a la liquidez y a la estabilidad en la valoración de activos, y en un entorno caracterizado por una situación financiera estable donde el valor de los activos permanece sin volatilidad, los tipos reales de interés bajos y las rentabilidades moderadamente altas.

En contraposición, en el *escenario estresado* nos encontramos con un repunte de la inflación que se interpreta como algo de naturaleza más estructural, así como con problemas en la efectividad y despliegue de las vacunas. Esto conlleva a una situación que se caracterizaría por la pérdida de confianza de consumidores y productores, una política monetaria marcada por la presión de las expectativas de mercado sobre la Reserva Federal, el aumento de los tipos reales de interés que deterioran la renta fija pública y privada, entre otros factores, todos ellos dando lugar a problemas de liquidez a pesar de los esfuerzos de los

bancos centrales (tipo LTRTOs), activando un *risk off mood* que frena los flujos de inversión de cartera hacia los países emergentes y que afectan los tipos de cambio locales, que se depreciarían fuertemente, así como propiciando el crecimiento del desempleo y el deterioro en las rentas salariales.

Panorama sectorial

Comienza a apreciarse una mejora de las expectativas económicas y para los mercados aseguradores a nivel global. La intervención generalizada de los bancos centrales con sus políticas monetarias ultracomodaticias y los extensos paquetes fiscales de ayuda continúan dando un apoyo a los mercados financieros, gobiernos, hogares y empresas muy superior al de anteriores crisis económicas. Esto ha evitado mayores caídas de las inicialmente previstas y está sosteniendo la recuperación del consumo y la inversión, a la vez que en las grandes economías mundiales empieza a recuperarse la confianza. Los mercados aseguradores se están mostrando solventes y resistentes, con caídas de negocio menores que en anteriores crisis globales, aunque los bajos tipos de interés y el aumento en la siniestralidad de algunos segmentos como los seguros de Vida riesgo, los de salud, los de interrupción de los negocios o el reaseguro afectará de forma negativa a su rentabilidad y puede poner presión sobre el precio de estas coberturas.

La vuelta al crecimiento económico mundial en 2021 y la reducción del nivel de incertidumbre por las noticias esperanzadoras en cuanto a las vacunas y su despliegue para lograr una inmunidad colectiva (a pesar de algunos problemas puntuales con algunas de ellas), está ayudando a mejorar el panorama económico y del sector asegurador. No obstante, la recuperación será desigual en la medida en que muchos países emergentes (y algunos desarrollados) se encuentran aún en una fase aguda de la crisis de la pandemia, con los sistemas sanitarios saturados y con un ritmo de vacunación que sigue siendo lento, lo que obliga a

adoptar nuevas medidas con cierres parciales y restricciones a la movilidad, con el espacio fiscal y monetario prácticamente agotado, lastrando así la recuperación de las economías y el desarrollo del sector asegurador.

Entre los países emergentes, el mercado asegurador turco sigue mostrando un mejor comportamiento, en línea con su economía, a pesar de encontrarse inmersa en una nueva ola pandémica. Los mercados aseguradores de México y Brasil sufrieron retrocesos en primas, en términos reales, con datos al cierre del año previo; las perspectivas de vuelta al crecimiento económico pueden ayudar a su recuperación. El repunte en los tipos de interés libres de riesgo de mercado que se ha vivido de forma generalizada a nivel global en el primer trimestre del año, con unas curvas de tipos que han ganado pendiente (como puede apreciarse en las curvas producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones, EIOPA), ha hecho mejorar el entorno para los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto (prima por plazo).

En España, en particular, el negocio de No Vida muestra ciertos síntomas de recuperación en términos interanuales en el primer trimestre, gracias al buen comportamiento de los segmentos de salud y hogar, que siguen mostrando gran resistencia en la actual situación. El segmento de Vida, sin embargo, continúa sufriendo, con los seguros de Vida ahorro que moderan su pronunciada caída y los seguros de Vida riesgo en los que se ha acentuado. Sin embargo, debe destacarse que, a pesar de la caída de negocio, el ahorro gestionado por los seguros de Vida no ha llegado a retroceder.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global

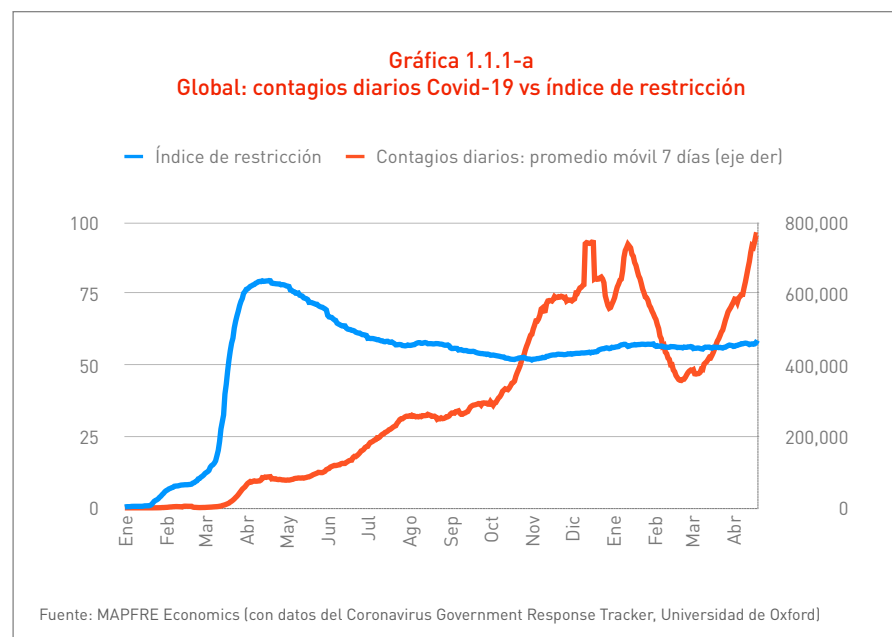
1.1.1 Año 1 tras el Covid-19

Hacer balance

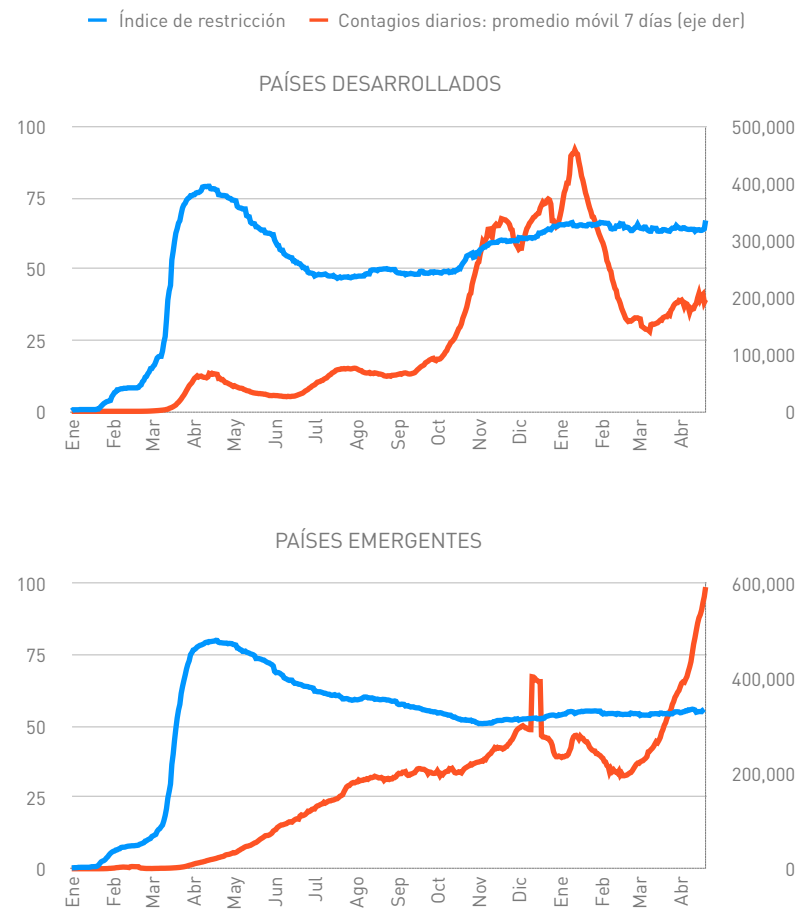
Como se anticipaba en nuestro informe anterior¹, la crisis económica producida por la pandemia del Covid-19 que dio inicio hace un año se desarrolla aún en su fase de contención, ante la permanencia de los contagios (cuyo crecimiento se ha acentuado especialmente en los países emergentes) y el mantenimiento de buena parte de las restricciones a la movilidad y al contacto social impuestas para contenerla. Desde el tercer trimestre del año pasado, sin embargo, dio inicio una fase de paulatina recuperación, la cual se ha visto estimulada con el arranque de los procesos de vacunación, los cuales han venido avanzando con distintos grados de velocidad en las diversas geografías del mundo (véanse las Gráficas 1.1.1-a a 1.1.1-c).

En un balance preliminar de la crisis sabemos que el PIB global se contrajo -3,3% en 2020; la mayor pérdida de producto registrada desde la Segunda Guerra Mundial. Esto ha producido una brecha de producto que se estima superior al 3% del potencial global, a la cual el mundo emergente ha contribuido más que proporcionalmente, aunque tanto en

este como en las regiones desarrolladas la brecha de producto es negativa. Solamente China ha registrado un crecimiento positivo en 2020, lo que le ha permitido acelerar la convergencia de renta con occidente, tal y como prescribe su plan quinquenal (véase el Recuadro 1.1.1-a).

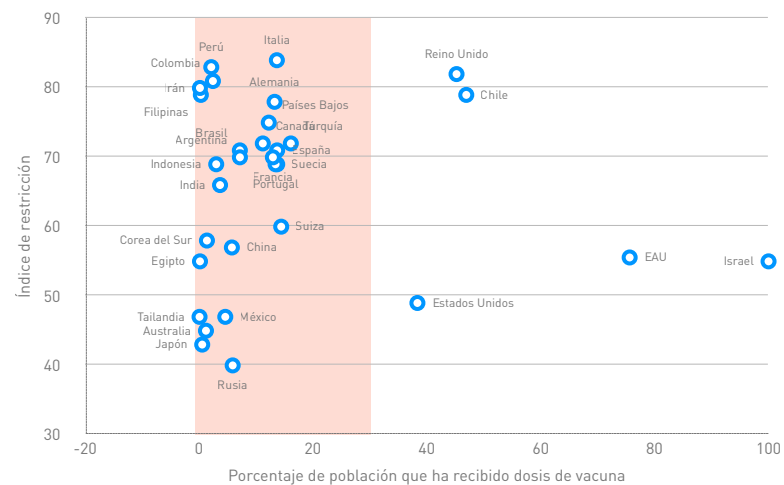


Gráfica 1.1.1-b
Desarrollados y emergentes: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción



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

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



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

Aunque extremadamente severa, la contracción económica del mundo ha sido muy inferior a lo que inicialmente se preveía, gracias a la mayor “tolerancia” a la pandemia que marcó la segunda mitad del año pasado y merced al amplio despliegue de los estímulos fiscales y monetarios (véase el Recuadro 1.1.1-b). A la luz de los primeros datos de contabilidad nacional y de los indicadores de corto plazo (véanse las Gráficas 1.1.1-d y 1.1.1-e), la recuperación está siendo fuertemente asincrónica y asimétrica a escala global, con mercados como China y Estados Unidos liderando la salida cíclica, y otros como América Latina acusando una atonía que está en riesgo de volverse estructural.

Recuadro 1.1.1-a China: hacia un mundo tripolar

Un mundo multipolar

Especialmente como resultado de la pandemia del Covid-19, y a tenor de la incertidumbre y disfuncionalidades globales, China parece emerger como vencedor en esta tercera década del siglo XXI. No se trata solamente de la velocidad a la que converge¹ con los estándares de renta y riqueza de los países desarrollados y, en especial, con Estados Unidos, sino de cómo se materializan sus ambiciones seculares hasta convertirle en el heredero de la posición que llegó a ostentar la antigua Unión Soviética, creando así una nueva edición del mundo multipolar. Esto ocurre, además, en un contexto en el que China ya ha mudado la piel hacia una nueva economía ahora enfocada en la competencia tecnológica, el desarrollo sostenible (doméstico), la integración en las cadenas de valor regionales (con Europa), y la promoción (y ya no tanto defensa) de su modelo de gobernanza soberana.

El mejor ejemplo de esta nueva programática tiene dos caras. Por una parte, el mensaje de la más reciente edición de la asamblea del partido comunista y el establecimiento de sus nuevos planes quinquenales, 100 años después de la creación del Partido Comunista Chino y luego de una larga historia de planes de desarrollo y, por la otra, el pulso en el establecimiento de alianzas internacionales obliterando a Estados Unidos, actualmente con la esperada firma del Acuerdo de Inversiones (CAI). Así,

mientras China emerge con rapidez y fuerza de la pandemia, la administración del presidente J. Biden promete una continuación de la línea dura de la administración Trump con un enfoque más multilateral, pero predecible.

Bruselas, por su parte, define a China como un socio de cooperación y negociación, un socio económico y un rival sistémico. Ello es así, especialmente porque hay un aspecto fundamental en el que la Unión Europea y Estados Unidos difieren sobre China: Estados Unidos puede permitirse una relativa desvinculación del mercado chino, pero la Unión Europea no, dados sus importantes vínculos económicos. Ese grado de dependencia económica está creando desafíos para aquellos países que luchan por cuadrar sus propios valores con los de Pekín, pero sin desentenderse ni de la seguridad ni de los derechos humanos. Así, la tercera década del siglo será testigo de una suerte de nueva “guerra fría” que pivotará sobre la tecnología, pero que tendrá una legitimación amplia, multilateral y basada en valores, especialmente a la luz de los ejemplos más recientes como la gestión de la pandemia por parte de China, su tratamiento de las minorías étnicas y las demostradas ambiciones militares y tecnológicas.

Durante las dos últimas décadas, China ha visto a Europa como el tercer polo, aunque más débil, en un mundo multipolar. Su enfoque de los

1/ Baste señalar que, en 2020, la economía china creció en torno al 2,0%, mientras que los Estados Unidos tuvieron un decrecimiento del -3,5%, la Eurozona lo hizo un -6,8% y, en general, los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), en torno al -4,6%. Así, el diferencial de PIB entre China y el conjunto de las economías desarrolladas sigue cerrándose aceleradamente.

Recuadro 1.1.1-a (continuación)
China: hacia un mundo tripolar

intereses estratégicos de la Unión Europea ha sido triple: primero, apuntar a las principales instituciones de la Unión Europea; segundo, orientarse hacia sus miembros más poderosos y, tercero, vincularse a los Estados más pequeños. En ocasiones, Pekín incluso ha utilizado su poder económico y estratégico para enfrentar a un miembro contra otro, y a la Unión Europea contra Estados Unidos. Pero su objetivo ha sido constante: asegurarse de que la Unión Europea esté profundamente comprometida con China y su bienestar.

En cuanto a Washington, Pekín desconfía de un enfoque multilateral que pretenda aislarla. El gobierno del presidente J. Biden ya se ha puesto en contacto con los vecinos de China, como Australia, India, Corea del Sur, Japón y Nueva Zelanda, para tratar diferentes aspectos del comportamiento de China. Biden también ha prometido hacer valer los valores de Estados Unidos con más fuerza, como forma de restablecer su reputación en el extranjero. Pekín, por su parte, entiende esto como una amenaza velada y el inicio de más amplias críticas por venir.

Como antes se ha señalado, esta nueva etapa de tensión pivotará sobre la tecnología, las relaciones comerciales y el disenso entre aliados, una debilidad capitalizada por China. Estados Unidos y la Unión Europea tienen enfoques diferentes sobre el uso de las empresas tecnológicas chinas. Mientras que Estados Unidos considera a la tecnología china tanto una amenaza para la seguridad nacional como una competencia en áreas clave, la Unión Europea ofrece un entorno mucho más amigable para las empresas tecnológicas chinas, hasta el punto de que los países de la Unión Europea han comprado tecnología china para hacerla parte de su infraestructura, algo impensable al otro lado del atlántico.

Si Washington ampliara sus sanciones contra las empresas chinas más allá de sus propias fronteras, la Unión Europea y sus Estados miembros podrían dejar de cooperar con Estados Unidos en materia de seguridad. Así, una nueva “guerra fría” precipitada por un rápido deterioro de las relaciones entre la Unión Europea, China y Estados Unidos está lejos de ser inevitable, aunque no así un enrarecimiento de las relaciones entre aliados en la defensa de los valores de las democracias liberales.

El Acuerdo Integral de Inversiones (CAI)

Está actualmente en el aire la ratificación por el Parlamento Europeo del Acuerdo Integral de Inversiones entre la Unión Europea y China (CAI), acordado a finales de 2020; hoy cuestionado ante el tensionamiento y las sanciones mutuas debido a cuestiones de derechos humanos en el país. En cualquier caso, merece la pena comentar brevemente acerca de qué significa este acuerdo, especialmente en términos geopolíticos.

En teoría, este acuerdo iguala las condiciones para las empresas chinas y europeas, abre nuevas oportunidades de inversión, mejora las condiciones de protección de consumidores y trabajadores y aporta claridad sobre determinados sectores abiertos a los inversores transfronterizos. Idealmente, el CAI permitirá flujos de inversión china hacia los principales sectores (estratégicos) europeos, como el transporte aéreo, la computación en la nube o los servicios financieros, a cambio de un supuesto mayor acceso europeo al mercado chino. En última instancia, el objetivo es reducir la incertidumbre de los inversores europeos en China. Asimismo, el CAI también introduce instrumentos para pedir más transparencia en relación con las subvenciones y el comportamiento general de las empresas estatales chinas.

Recuadro 1.1.1-a (continuación) China: hacia un mundo tripolar

Con independencia de sus propósitos formales, el acuerdo plantea también la doble intención de: (i) facilitar la relación económica igualitaria entre ambos socios comerciales, al tiempo que sirva de instrumento para (ii) hacer valer los principios que rigen la estrategia europea por la sostenibilidad y los derechos sociales. Sin embargo, es presumible que ni el nivel de compromiso ni los réditos del acuerdo sean los que espera la Unión Europea.

Si bien, por un lado, es reseñable que China se haya comprometido a respetar las normas internacionales sobre cambio climático y derechos laborales, al mismo tiempo hay que reconocer que esto se ha hecho sobre un texto con el que es difícil obligarla a adoptar normas internacionales en materia de derechos humanos y laborales. Esto hace esperable que, como viene siendo tradición, no altere ni un ápice a lo que considera un derecho soberano, a saber: reafirmar sus propios valores dentro de sus fronteras y, en especial, en lo que concierne a sus propias minorías.

En este sentido, debe señalarse que no resulta difícil anticipar que en un acuerdo de inversión, por muy beneficioso que sea, China pueda ceder a las premisas del trato y, al fin y al cabo lo aparente, simplemente para conseguir el cerrarlo sin una verdadera intención de adherirse a sus términos, como hizo China al entrar en la Organización Mundial de Comercio (OMC). Esta idea no quiere decir que no tenga un fuerte interés por sellar un pacto con la Unión Europea, pero quizás los motivos no son solamente los anunciados.

Para China, el CAI es mucho más que un acuerdo económico dado que su ratificación puede constituir una traba para la profundización en las alianzas de la Unión Europea con Estados Unidos, ya en un clima de tensión

dada la insistencia de la administración Biden para una revisión de este en el espíritu multilateral que promueve la nueva administración estadounidense. De hecho, Alemania (principal y célebre promotor del CAI y, con mucho, el mayor socio comercial de China en la Unión Europea) aclaró en un ejemplo de *autonomía estratégica* no necesitar la aprobación de Washington.

La estrategia económica de China

El 5 de marzo de 2021 dio inicio la Asamblea Nacional Popular de China, donde el ejecutivo del país se ha reunido para discutir y anunciar la senda a seguir en materia económica, política y social para los próximos años. He aquí las principales ideas:

1. *Objetivos de crecimiento*: El anuncio más relevante fue su objetivo de crecimiento para 2021, que el Premier y secretario del Partido Comunista en el Consejo de Estado de China se encargó de cuantificar en un 6%. Esta previsión ha sido catalogada por los analistas internacionales como modesta, dado el hecho de que en el año 2020 fue la única economía que mantuvo un crecimiento positivo y teniendo también en cuenta el éxito con que la pandemia por Covid-19 está siendo contenida dentro de sus fronteras. El Fondo Monetario Internacional, por ejemplo, realiza una previsión del 8,4% para China en el 2021, y MAPFRE Economics la ha elevado al entorno del 8,9%.
2. *Objetivos de empleo*: China tiene como objetivo que la tasa de desempleo urbana sea igual o inferior al 5,5% en 2021, frente al objetivo de alrededor del 6% en 2020. Esto supondría una vuelta a los niveles de desempleo objetivo pre-pandemia. Además, el gobierno chino tiene la

Recuadro 1.1.1-a (continuación)
China: hacia un mundo tripolar

intención de crear, para 2021, once millones de puestos de trabajo urbanos, tras crear once millones novecientos mil en 2020.

3. *Déficit, deuda soberana, inflación y gasto en defensa:* El ejecutivo chino pretende reducir el déficit en 2021 de un 3,6% del PIB a un 3,2% del PIB. La deuda soberana será otro de los objetivos de reducción tras dispararse al 270% del PIB en 2020. Por otro lado, el gobierno prevé una inflación del 3% para 2021, incluso más baja que el objetivo pactado para 2020 (3,5%). Por otro lado, el gasto en defensa se incrementará en un 6,8%, siguiendo con la política de militarización característica del gigante asiático.
4. *Estabilidad financiera:* Los anuncios de crecimiento elevaron de manera temporal el precio de las acciones en los mercados bursátiles chinos, pero después volvieron a descender. El ejecutivo chino no tiene intención de realizar cambios abruptos o disruptivos en su política macroeconómica, para mantener la senda de crecimiento sostenible. Esta es una buena señal, junto a los siguientes anuncios de política económica, para el mercado financiero, por lo que es previsible que exista un mayor y constante flujo de capitales del exterior hacia China en los años venideros. No obstante, uno de los altos funcionarios del gobierno chino (Guo Shuqing) advierte sobre la posible creación de burbujas en los mercados financieros e inmobiliarios del país, por lo que habrá que adoptar políticas macro prudenciales destinadas a mitigar los riesgos de burbujas.
5. *Independencia tecnológica:* El ejecutivo chino estableció los principales objetivos que tendría el catorceavo plan quinquenal que llevarán a cabo a partir de este 2021. Este plan quinquenal supone toda una declaración de intenciones por parte del gigante asiático al marcar como prioridad la consecución del objetivo de independencia tecnológica y al dejar espacio a medidas de sostenibilidad medioambiental. En el primer punto, la independencia tecnológica, China centrará el foco en el desarrollo de la industria de *hi-tech* y de inteligencia artificial, teniendo como el objetivo durante el plan quinquenal un aumento del 7% anual del gasto en investigación y desarrollo.
6. *Sostenibilidad medioambiental:* La idea de una transición hacia una economía más verde tiene también su espacio en el plan quinquenal, estableciéndose como objetivo alcanzar el pico de emisiones de dióxido de carbono antes de 2030 (para 2025, el objetivo de emisiones de dióxido de carbono por unidad de crecimiento del PIB se fijó en un 18%) y cero emisiones netas en 2060. También planean para el 2025 que la tasa de forestación alcance el 24,1%.
7. *Crecimiento más inclusivo:* La media de años de educación de la población en edad de trabajar pretende aumentarse hasta los 11,3 años, y la esperanza de vida en 1 año para finales de 2025. En línea con estos propósitos, el gobierno chino manifestó también que mejorará el sistema de seguridad social en varios niveles e incrementará la cobertura por pensión básica al 95%.
8. *Estrechar lazos con el exterior:* China declara que avanzará en esfuerzos para implementar la Asociación Económica Integral Regional y para firmar un acuerdo de inversión (el CAI) con la Unión Europea en 2021.

Recuadro 1.1.1-a (continuación)
China: hacia un mundo tripolar

9. *Controversia con Hong-Kong*: El ejecutivo de Pekín generó una fuerte controversia a razón de una ley electoral promulgada con el objetivo de reducir el poder de los partidarios de la democracia en Hong-Kong. Los detractores del gobierno argumentan que se trata de un mero instrumento para aumentar el control de Pekín sobre la ciudad semiautónoma.

A modo de conclusión, las ideas expuestas en la Asamblea Nacional Popular de 2021 suponen una clara declaración de intenciones por parte de China para convertirse en esta década y en este periodo post-pandemia en una nación moderna en términos económicos y sociales, reclamando por pleno derecho su inclusión en los puestos altos de las naciones más avanzadas del mundo.

Hasta el momento, esta recuperación se ha venido apoyando en el consumo y está teniendo un impacto global en el precio de las materias primas, en especial del crudo que ha repuntado durante los últimos tres meses al alza desde los 45 USD/b de diciembre 2020 hasta 67 USD/b en abril (véase la Gráfica 1.1.1-f). Cabe señalar que la rápida convergencia hacia los valores de largo plazo de los precios del petróleo (en el entorno de 68 USD/b) responde al consumo continuado de *stock* fijo y flotante de crudo desde que se alcanzaron los límites inferiores hace ahora un año, y no tanto a un tensionamiento en el *spread* entre demanda y oferta de crudo. Por ello, es previsible que a este repunte le seguirá una moderación que tocará fondo a mediados de 2022, para luego reiniciar su camino hacia los valores de largo plazo (véanse las Gráficas 1.1.1-g y 1.1.1-h).

La recuperación que se experimenta actualmente también acontece en un contexto de apetito por el riesgo en un mercado financiero alentado por la enorme liquidez que ya existía antes de la pandemia y que ha sido alimentada por las políticas monetarias ultraexpansivas implementadas por los bancos centrales en prácticamente todo el mundo. La aversión al

riesgo global (véase la Gráfica 1.1.1-i) está de nuevo en niveles pre-pandemia, lo que igualmente se ha trasladado al riesgo regional con caídas generalizadas de los EMBIs y el retorno parcial pero avanzado de los flujos de inversión de cartera (véanse las Gráficas 1.1.1-j y 1.1.1-k).

Esto ocurre en un entorno de política monetaria que comienza a diferenciarse entre el mundo desarrollado y el emergente. Mientras que los primeros abundan en el mantenimiento de condiciones monetarias y financieras extremadamente benignas, algunos de los grandes países emergentes (Brasil, Turquía y México) han endurecido su política monetaria en vista de la aceleración de la inflación, o están por hacerlo en el corto plazo. A pesar de ello, de momento los países emergentes mantienen condiciones financieras soportables gracias a un tipo de cambio efectivo real relativamente apreciado contra el dólar y sin presiones de corto plazo, así como por la entrada/retorno de flujos de inversión de cartera. Además, en la mayor parte de ellos no parece haber presión sobre su balanza de pagos por el momento.

Recuadro 1.1.1-b Actualización de política monetaria

Banco Central Europeo

El Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado el pasado 11 de marzo que los tipos de interés se mantendrán constantes (0% en facilidad de préstamo y -0,5% en facilidad de depósito). Asimismo, ha señalado que acelerará el ritmo del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), el cual podría crecer hasta el entorno de los 20.000 millones de euros semanales desde los 12.000 millones actuales, extendiendo el compromiso por lo menos hasta marzo de 2022, en tanto que la reinversión de los bonos con vencimientos, al menos hasta finales de 2023. Por último, y bajo el recalado punto de vista holístico de la institución en el que la transmisión de la política monetaria se examina para el conjunto de agentes, el BCE destacó la importancia de sus líneas TLTRO como herramienta para la correcta canalización del crédito hacia la economía real.

Tabla A.
Eurozona: PIB e inflación

	Diciembre 2020		
	2021	2022	2023
PIB	3.9%	4.2%	2.1%
HIPC	1.0%	1.1%	1.4%
	Marzo 2021		
	2021	2022	2023
PIB	4.0%	4.1%	2.1%
HIPC	1.5%	1.2%	1.4%

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE)

De la mano de esta decisión, se presentaron unas previsiones macroeconómicas con una revisión mínima en términos del PIB y de forma más relevante en la inflación esperada que pasa del 1% al 1,5% en 2021 y del 1,1% al 1,2% en 2020 debido a factores técnicos y transitorios (véase la Tabla A).

Valoración

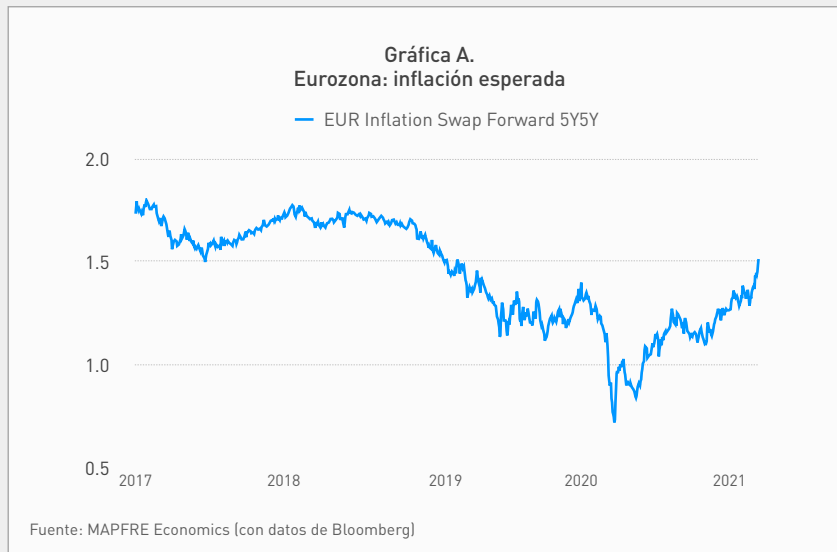
A pesar de las recientes turbulencias en los mercados de deuda, que han provocado aumentos generalizados en los rendimientos de los bonos y alzas en la pendiente de la curva de tipos, el aumento del ritmo de compras de activos anunciado por el BCE y las todavía bajas expectativas de inflación proyectadas permiten relajar las preocupaciones sobre un endurecimiento monetario precoz.

En este sentido, el aumento en las perspectivas de inflación en la Eurozona presenta un escenario relativamente asimétrico, con presiones latentes a corto plazo (reversión de la reducción del IVA en Alemania, cambios en las ponderaciones del IAPC y el efecto base), mientras que en el medio y largo plazos se mantienen estables con un consenso de tasas por debajo del objetivo del 2% (véase la Gráfica A).

Hacia adelante

Ante este escenario, la orientación acomodaticia y la intensificación en la compra de activos continúan transmitiendo su compromiso con la recuperación a corto plazo buscando que los escenarios leve y severo se vuelvan más simétricos. A corto plazo, la mayor potencia de fuego del BCE permitiría un mayor equilibrio y continuar apuntalando los pilares de la recuperación.

Recuadro 1.1.1-b (continuación) Actualización de política monetaria



Sin embargo, dado el mandato único de estabilidad de precios y el rechazo al control de la curva de rendimientos, la orientación de la política monetaria continúa evidenciando cierta carencia de argumentos a largo plazo, donde el actual énfasis por mantener las condiciones favorables en el futuro más inmediato penaliza la orientación en el más largo plazo. En este sentido, una menor credibilidad sobre su “*forward looking*”, mayor complacencia a presiones consistentes en los precios o reacciones inelásticas de la demanda de crédito de los agentes privados ante las laxas condiciones financieras, podrían conllevar a renovados eventos de volatilidad y tensiones no deseadas en los bonos.

Reserva Federal

En su reunión de marzo, la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo sin cambios su política monetaria dejando los tipos de interés en el rango del 0% - 0,25% así como el ritmo mensual y la composición de las compras de activos. De esta manera, y bajo un moderado mensaje ampliamente esperado, las proyecciones de tipos de interés del *dot plot* continúan sin mostrar aumentos, al menos hasta 2023 (véase la Gráfica B). Por el lado del balance, mitigó las expectativas sobre una reducción en las compras anclando futuras decisiones a la entrada de datos más fuertes que muestren un progreso adicional significativo.

En el plano macroeconómico, se revisaron al alza las estimaciones del PIB para los Estados Unidos, destacando el 6,5% en 2021 (4,2% anterior), una tasa de desempleo del 4,5% en 2021 e inferior al 4% en 2022-2023. Por el lado de la inflación, y una vez incorporados el PCE, se ubicaría en 2.2% en 2021, 2.0% en 2022 y 2.1% en 2023.

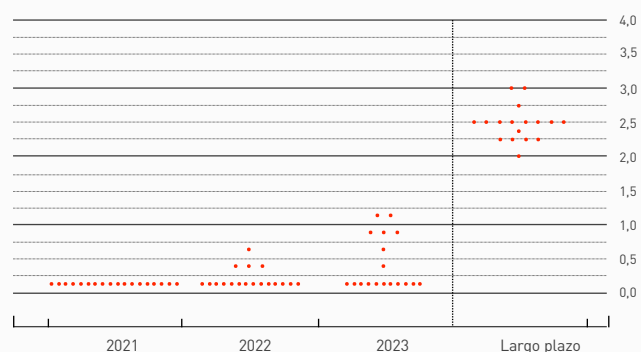
Valoración

En respuesta a las tensiones en los bonos, J. Powell hizo un uso de un “*forward guidance*” más robusto, apoyándose en unas expectativas de recuperación más avanzadas y un logro más rápido de sus objetivos de inflación y pleno empleo, dejando abierta la posibilidad de extender las herramientas de política monetaria disponibles bajo el escenario de desordenadas y persistentes presiones en las condiciones financieras.

En lo que respecta al creciente aumento en la inflación esperada, hizo constancia del nuevo marco de políticas que, temporalmente y en promedio, permiten tasas superiores al objetivo del 2%. Sin embargo, dicha

Recuadro 1.1.1-b (continuación) Actualización de política monetaria

Gráfica B.
Estados Unidos: Dot Plot de la Reserva Federal



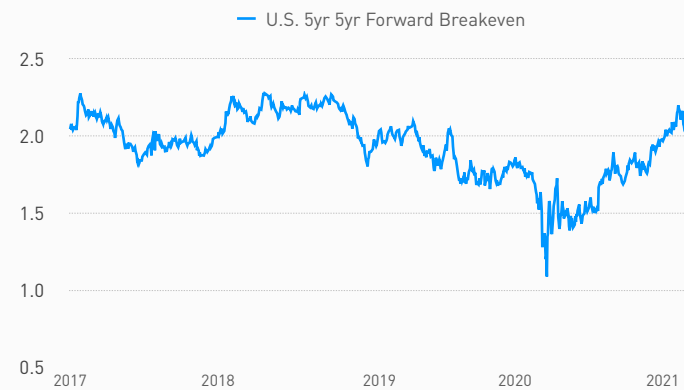
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Reserva Federal)

meta continúa mostrando cierta confusión en los agentes en cuanto al umbral de flexibilidad se refiere y, si bien las preocupaciones actuales pueden resultar excesivas en el caso de la Eurozona, dichas presiones inflacionarias podrían tener mayor justificación en el mercado estadounidense. Dado el mayor esfuerzo fiscal, el perfil de ayudas directas y un exceso de ahorro cuya liberación podrían anticiparse ante el avanzado ritmo de vacunación, los argumentos de una reactivación económica más sólida que se reflejase en forma de datos sólidos podrían forzar un endurecimiento de la política monetaria prevista (véase la Gráfica C).

Hacia adelante

A medida que las perspectivas mejoran, estas invitan a pensar en una aceleración más intensa de la actividad, de la mano del ritmo de vacunación, donde a pesar de una vulnerabilidad e incertidumbre que exigen no retirar los estímulos actuales, los argumentos para sostener el estímulo a lo largo del horizonte proyectado por la Reserva Federal se diluyen, acrecentando los temores de un exceso de políticas económicas estimulantes que termine en sobrecalentamiento.

Gráfica C.
Estados Unidos: inflación esperada



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Recuadro 1.1.1-b (continuación) Actualización de política monetaria

Dada la asimétrica senda de recuperación respecto a su homólogo europeo, a corto plazo la Reserva Federal se enfrenta a la difícil tarea de transmitir con claridad tanto sus objetivos de empleo máximo como de flexibilidad en la inflación.

En este sentido, y a medio y largo plazo, el renovado intento por reactivar una curva de Phillips, cuya relación entre desempleo y la inflación continúa

siendo plana, a través de una combinación de palancas monetaria y fiscal que, en exceso, tiendan hacia el sesgo procíclico, podría incrementar los riesgos de sobrecalentamiento, provocando un cambio brusco hacia políticas restrictivas con consecuente transmisión a los mercados financieros y desembocar en un riesgo hacia la estabilidad financiera.

Fuente: MAPFRE Economics (con información del BCE y la Reserva Federal)

En el ámbito fiscal, el 2020 marcó un antes y un después en términos de déficit público (véase la Gráficas 1.1.1-l). El impulso fiscal global se estima cercano al 3,5% en 2020, en especial por la acción de Estados Unidos, la Unión Europea y China. Aunque aún generosos en 2021, el compromiso esperable es que dicho impulso sea sensiblemente inferior, en especial porque el espacio fiscal parece estar agotándose.

Hacia adelante

En la perspectiva de corto plazo, cuatro elementos catalizarán el desempeño de las variables macroeconómicas que definen el pasillo de escenarios más o menos optimistas en el corto plazo que se consideran en este informe:

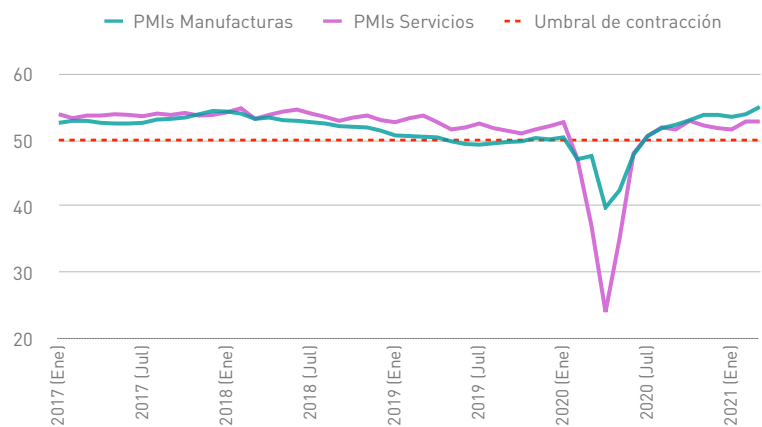
1) La evolución de la pandemia y el tiempo hasta alcanzar la inmunidad colectiva (véase la antes referida Gráfica 1.1.1-c), la cual dependerá de la administración y efectividad de la vacunación, de su reflejo en la

relajación de las medidas de contención² y de la estructura productiva sectorial de cada mercado (en particular, el peso relativo del sector servicios y su contribución al PIB).

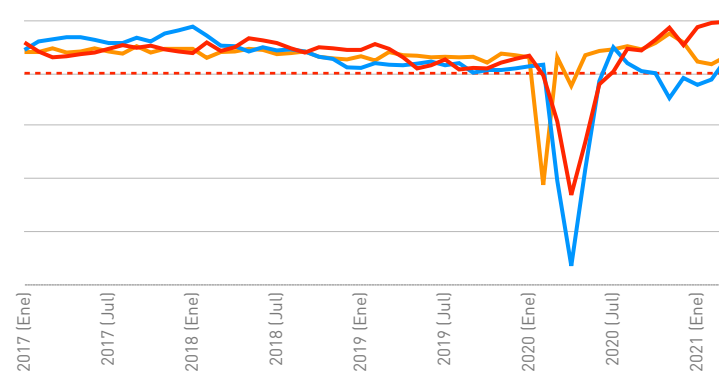
2) Las cicatrices de la crisis (*scarring*) que, aunque por el momento parece que serán menores que las acarreadas desde la crisis de Lehman (2008), tendrán efectos semipermanentes en el mercado laboral (desempleo, sub-empleo, erosión de la renta salarial), en el recorte de la renta disponible (que se espera entre un 10%, en el caso de los mercados desarrollados, y de un 20% en el caso de los mercados emergentes), así como en términos de una mayor desigualdad (renta, *skills*, etc.).

3) El balance de riesgos que, aunque ha mejorado en términos de la probabilidad de materialización de muchos ellos y pese a que las vacunas mitigan los riesgos de largo plazo, sugiere la aparición de nuevos riesgos ensombrecen el horizonte más inmediato entre ellos la

Gráfica 1.1.1-d
Global: comportamiento de los PMIs

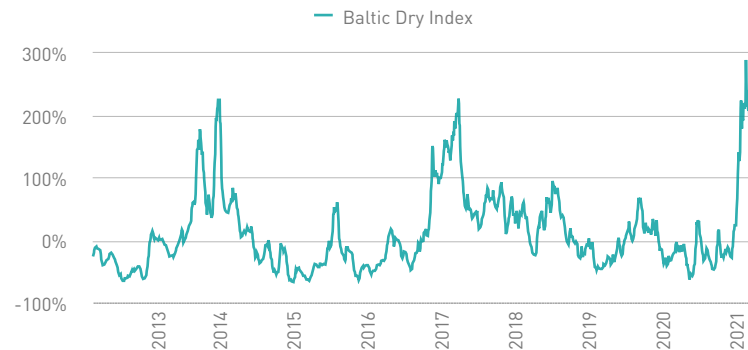


Legend: Estados Unidos (red), Eurozona (blue), China (orange), Umbral de contracción (red dashed).



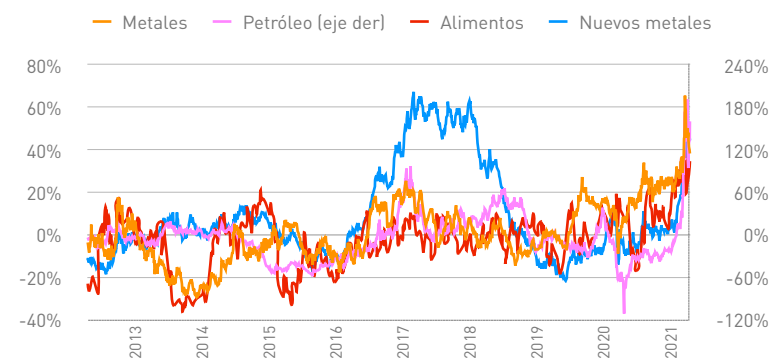
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de JPMorgan)

Gráfica 1.1.1-e
Global: comercio global (índice de coste medio del transporte)
(variación interanual)



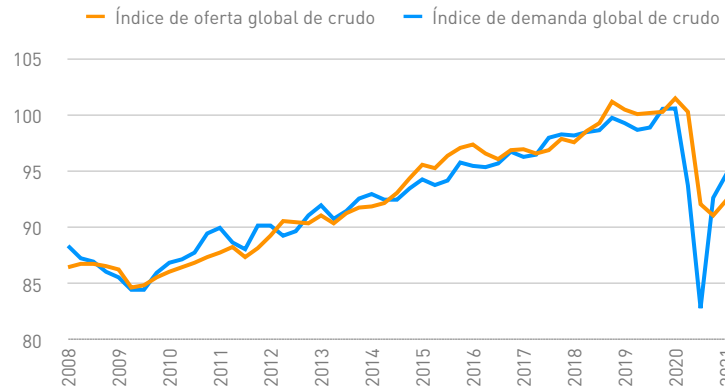
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de IHS Markit y Baltic Exchange in London)

Gráfica 1.1.1-f
Global: variación en el precio de materias primas
(%, a/a)



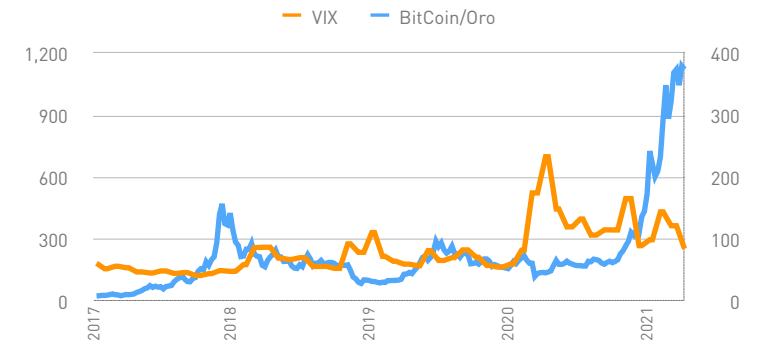
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.1-g
Global: oferta y demanda de crudo

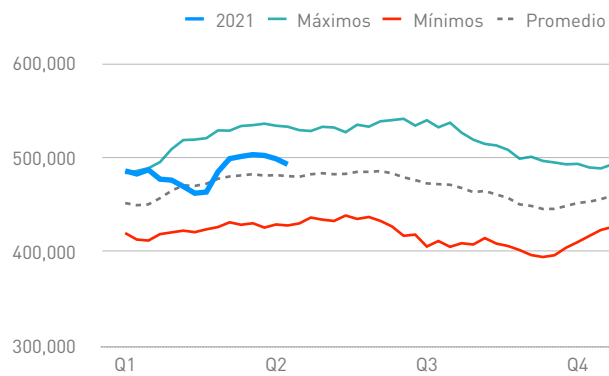


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la International Energy Agency)

Gráfica 1.1.1-i
Global: aversión al riesgo (VIX) y especulación (BitCoin) (VIX vs BitCoin/Oro, 1/01/2019=100)

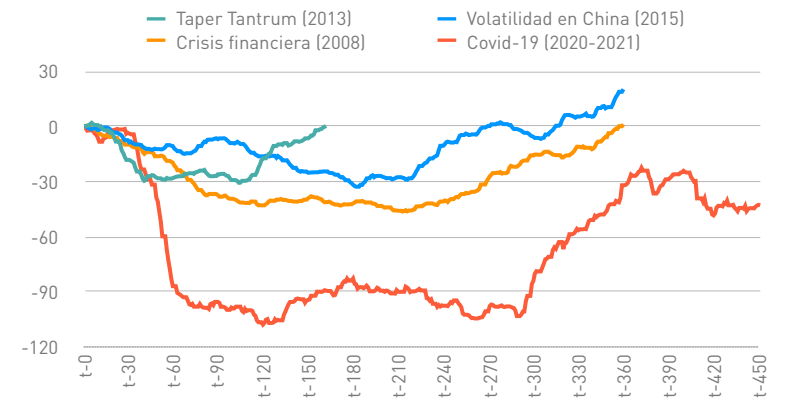


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

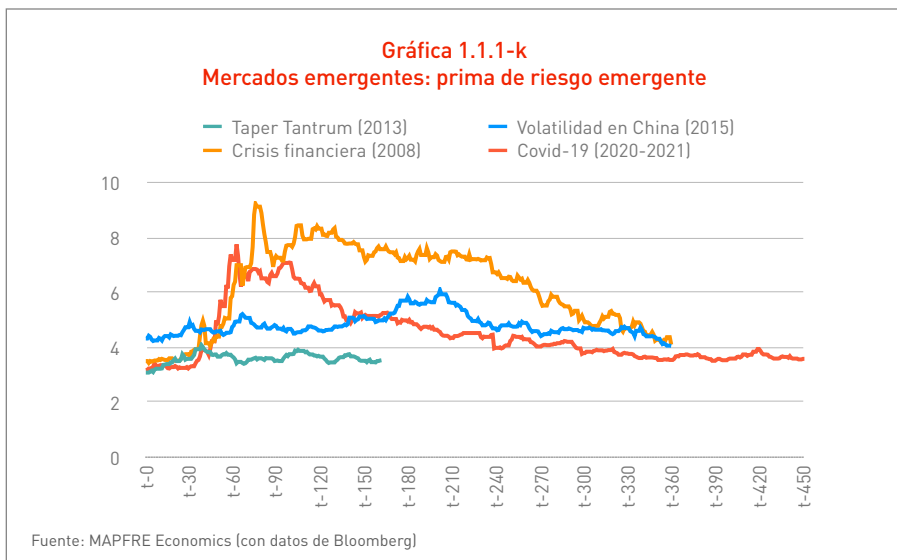


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la International Energy Agency)

Gráfica 1.1.1-j
Mercados emergentes: flujos de inversión de cartera (miles de millones de USD)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del IIF)



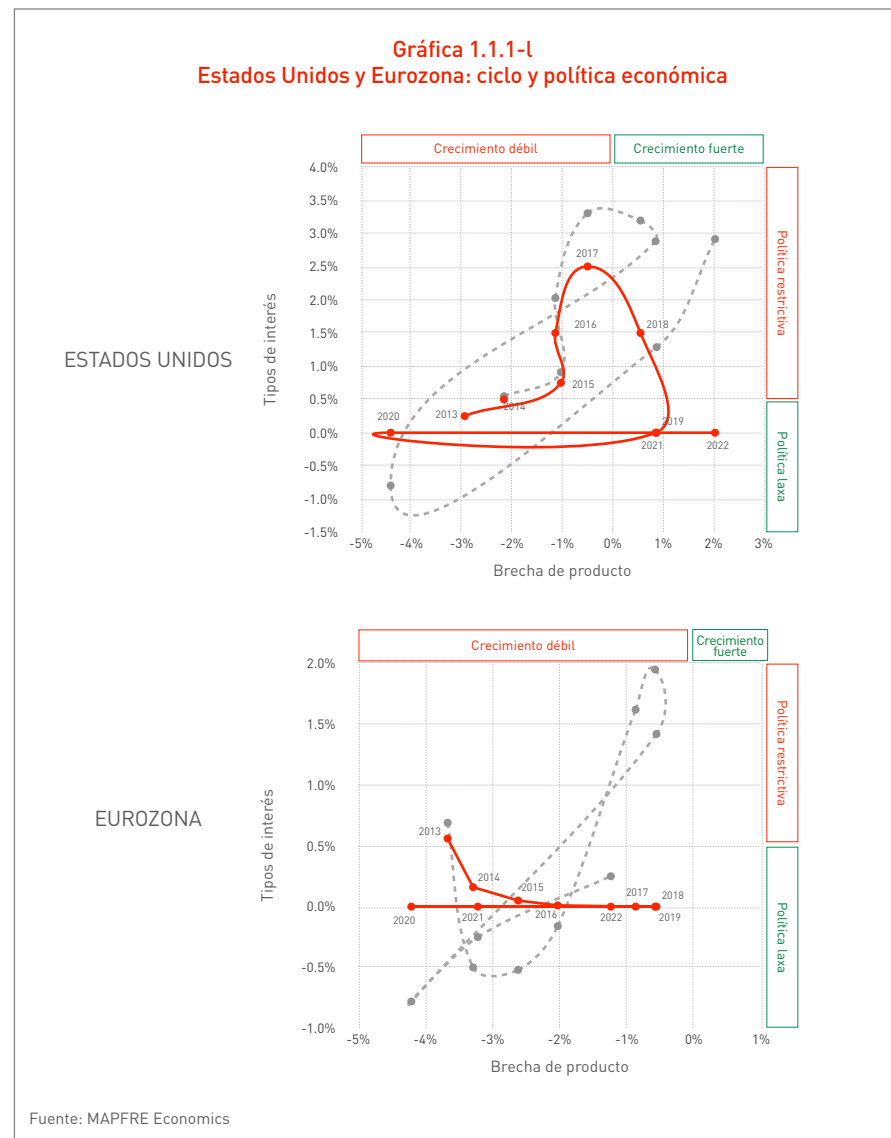
inflación, que es el nuevo riesgo que el mercado ha pasado a comenzar a factorizar.

- 4) La naturaleza del repunte de precios que se está presenciando, el cual aún tendrá que definirse si es de naturaleza temporal o estructural, y que será clave para determinar la evolución de la renta real, la valoración de los activos, la estabilidad financiera, el signo de la política monetaria, entre otros factores (véase el Recuadro 1.1.1-c).

Escenarios de análisis

Escenario base

Para efectos de este informe, en el *escenario base* se espera que la inmunidad colectiva de los países desarrollados se alcance en el transito del segundo al tercer trimestre de 2021, en tanto que los países

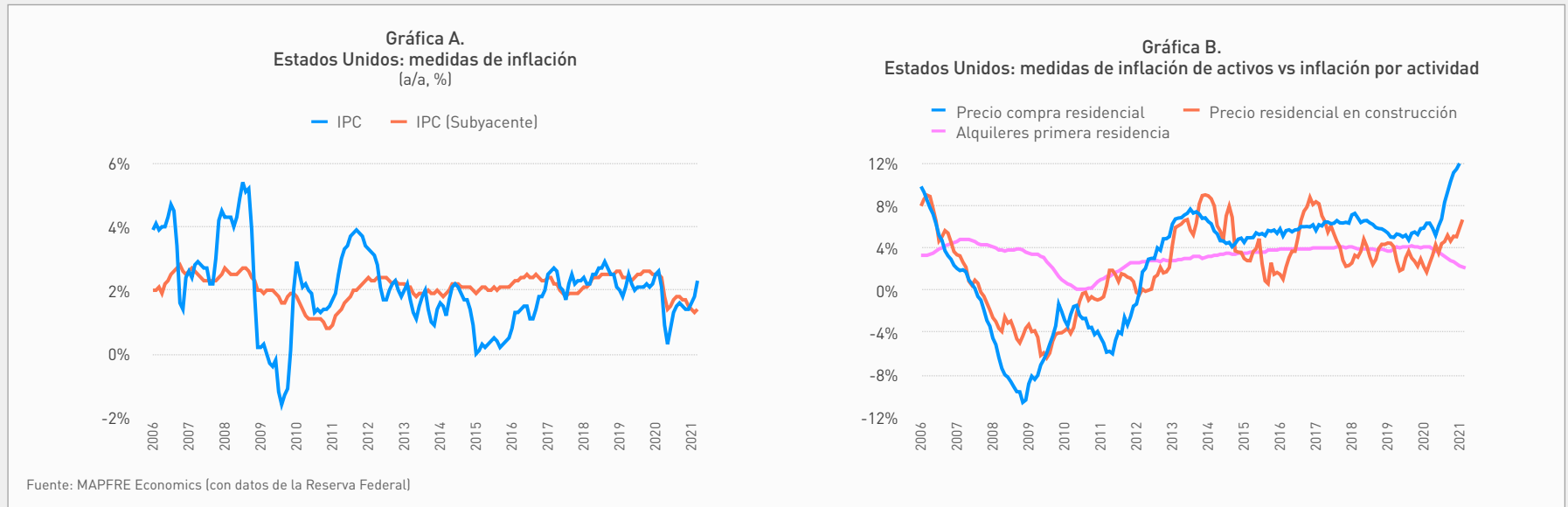


Recuadro 1.1.1-c
El retorno de la inflación: ¿repunte temporal o estructural?

Desde finales del año pasado, comenzaron a percibirse señales de que un cambio en la dinámica de precios globales podría estar produciéndose. Se trata, por el momento, de indicios más relacionados con la parte volátil de la cesta de consumo y no tanto de un cambio en las expectativas de inflación a largo plazo. El repunte actual en el índice de precios se explica fundamentalmente por energía y alimentos no procesados, y no tanto por los elementos que tradicionalmente se asocian al largo plazo (inflación subyacente) (véanse las Gráficas A y B). Por otro lado, es evidente que el repunte actual contiene un efecto base con respecto a febrero/abril del año

pasado, y que el ciclo de materias primas parece haber tomado una senda alcista gracias al impulso de la demanda de China.

En Estados Unidos, la inflación general marcó 2,6% en marzo (pero la subyacente solo 1,6%) producto de factores de demanda eventuales (estímulos Trump/Biden), el efecto base del 2020, los efectos de cierta inflación de activos que domina el mercado desde que se inició la pandemia y, quizás, los cambios en el objetivo de inflación de la Reserva Federal, aunque aún es demasiado temprano para saberlo (véase la Gráfica C). En la

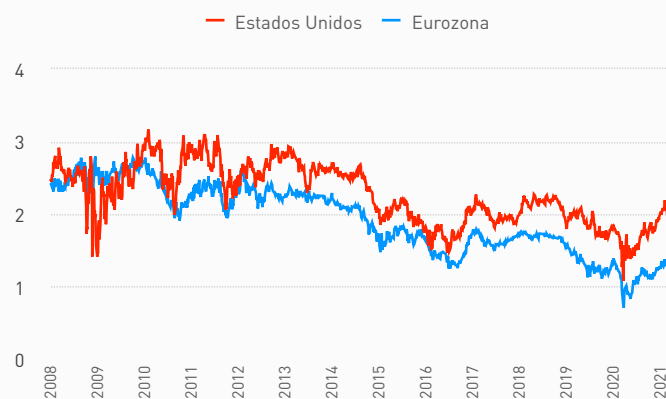


Recuadro 1.1.1-c (continuación) El retorno de la inflación: ¿repunte temporal o estructural?

Eurozona, el índice general de precios crece en el entorno de 1,3 % en marzo, con diferencias amplias entre países que han experimentado algunos eventos puntuales con efecto sobre los precios (reforma fiscal en Alemania, efecto de Filomena en España, impuestos al CO2 en general, etc.). Por su parte, en los mercados emergentes la inflación sí parece haber tomado una senda alcista y permanente desde hace un tiempo, como resultado del desanclaje de expectativas y de la depreciación continuada de sus tipos de cambio la cual transmite la inflación importada a los precios de producción (véase la Gráfica D).

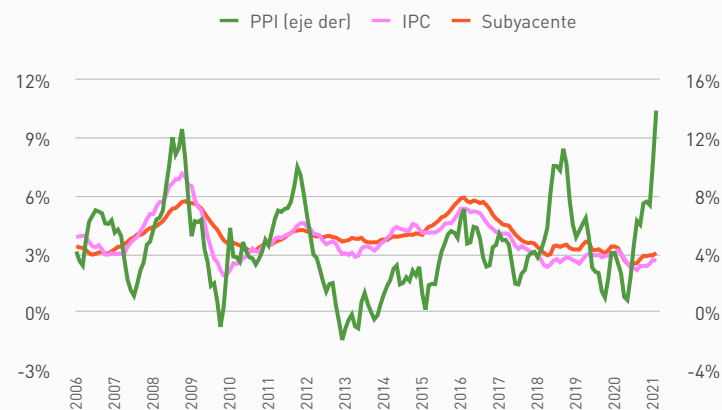
Estos indicios, sin embargo, acompañan a otros que hacen el diagnóstico más complicado. Por una parte, el deflactor del PIB se ha desacelerado fuertemente en el último trimestre de 2020 a nivel global, indicando que no existe una fuerza generalizada inflacionista y, por la otra, los tipos de interés reales de la mayor parte de las economías se mantienen más o menos estables. Estos indicios son ahora mismo los puntos a debate en la conversación global sobre la naturaleza de la inflación. Puesto que será su carácter temporal o permanente el que inducirá un tipo de política monetaria y de comportamiento de mercados financieros con amplias

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Reserva Federal, BCE y Bloomberg)

Gráfica D.
Mercados emergentes: Inflación precios industriales y *passthrough*



Recuadro 1.1.1-c (continuación)
El retorno de la inflación: ¿repunte temporal o estructural?

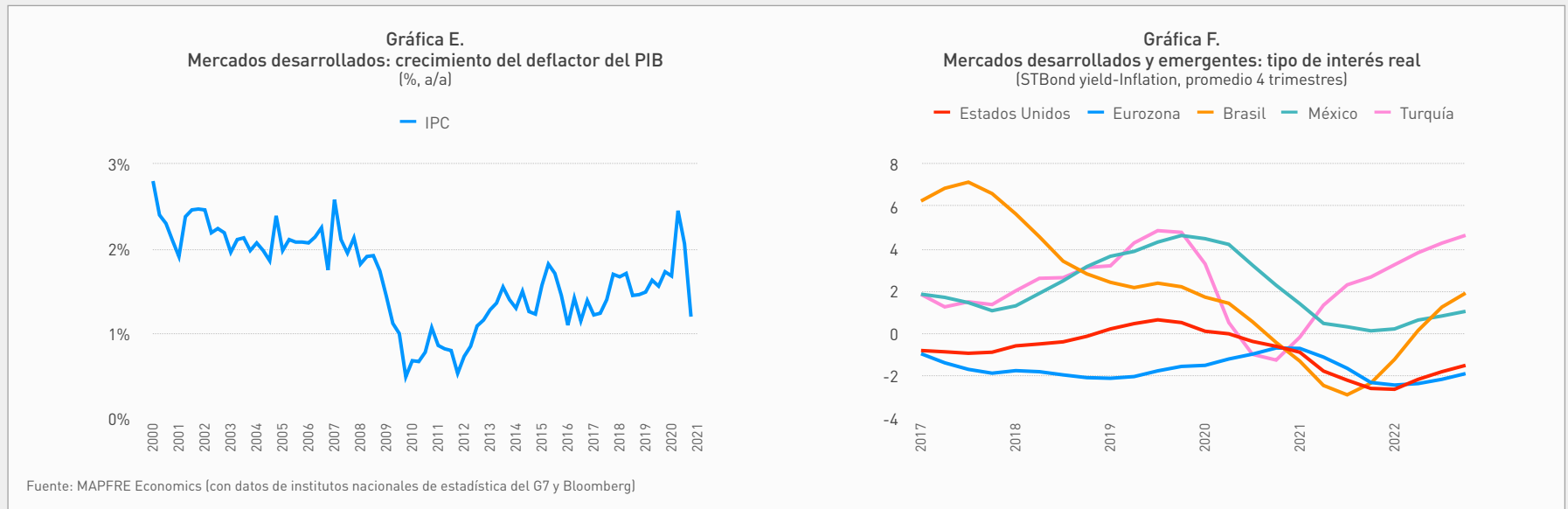
implicaciones sobre la actividad y la estabilidad financiera que en última instancia delimitan los dos escenarios descritos anteriormente (véanse las Gráficas E y F).

El escenario del repunte temporal

Tras la aceleración eventual en el índice de precios en los Estados Unidos y en otras partes del mundo, lo que seguiría al actual entorno es una continuación de la situación anterior caracterizada por tasas de inflación sensiblemente por debajo de lo que proponen los bancos centrales a

ambos lados del Atlántico y, en general, por la sintomatología del estancamiento secular, como se describía en nuestro informe *Panorama económico y sectorial 2017*. En este escenario, las curvas de Phillips globales siguen planas suscitando el debate que describíamos en nuestro informe *Panorama económico y sectorial 2018* acerca del estancamiento secular, el papel de los bancos centrales y la formación de expectativas.

En esta situación, el repunte en los precios estaría originado por: (i) un aumento en el precio de las materias primas; (ii) el efecto base de la caída de precios registrada entre febrero y mayo de 2020, y (iii) los efectos



Recuadro 1.1.1-c (continuación)
El retorno de la inflación: ¿repunte temporal o estructural?

temporales producidos por las restricciones de oferta derivadas de la pandemia. Así, este escenario dibujaría una situación en la que lo que preocupa es la volatilidad eventual del índice de precios, y no tanto un cambio en la senda de su crecimiento, ya que esto último es difícil en un contexto dominado por factores tales como:

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

El escenario del repunte estructural

Por otra parte, existen una serie de razones por las que se podría pensar que, efectivamente, nos aproximamos a una nueva fase prolongada de inflación más elevada. Este escenario estaría dado por varios factores. En primer lugar, la determinación de que *varios supuestos conceptuales que imperaron los últimos años, resultan ahora erróneos*: (i) el incremento en el precio del crudo no es temporal, sino la reversión a su senda anterior a los últimos cinco años, consistente con el margen de oferta y demanda

existente en la actualidad; (ii) la fuerza deflacionaria de China se agota porque cambia su modelo de crecimiento a uno más apoyado en el consumo y en la exportación de bienes de alto valor añadido (con lo que sus términos de intercambio crecen y su moneda se aprecia con respecto al mundo, pasando a “exportar inflación”), y (iii) la validez de algunos postulados del estancamiento secular se pierde, en especial el nexo entre crecimiento potencial y el tipo de interés equilibrio, el cual vuelve a crecer, aunque no haya ganancias de productividad.

En segundo lugar, *ciertos cambios operados en la estructura productiva de la economía global*; transformaciones como: (i) la relocalización (*reshoring*) de plantas productivas a sus países de origen por problemas de disrupción de las cadenas de valor y adopción de la automatización (incrementos en los precios por asunción de costes hundidos y mayores costes salariales); (ii) la repreciaación de externalidades productivas e incorporación de costes a través de impuestos Pigouvianos (*Carbon Border adjustment tax, Financial Tobin tax, Digital Tax*, etc.), y (iii) la transición energética, con mayores costes en la adopción temprana que la producción en base a hidrocarburos.

En tercer lugar, los *cambios en la estructura demográfica y social* que permiten la coexistencia de elevadas tasas de subempleo con demanda insatisfecha de trabajadores cualificados en las nuevas tecnologías. Y, finalmente, los *efectos del señoreaje*; la monetización implícita del déficit que produce incrementos en la inflación y en las expectativas de inflación.

De esta forma, nos encontramos ante nuevos indicios de inflación que pueden condicionar (dependiendo de la naturaleza temporal o permanente de esta) el tipo de escenario macroeconómico en el que nos encontremos durante los próximos meses.

emergentes lo harían, en promedio, un año más tarde. Bajo este escenario no se presentan problemas en la administración ni efectividad de las vacunas, y las restricciones a la movilidad y contacto social se relajan gradualmente hasta alcanzar la normalidad a final de 2021 (véase la antes referida Gráfica 1.1.1-c).

Por otra parte, el repunte de inflación se considera como transitorio y moderado, producto de un efecto de base y un repunte en el precio de las materias primas (véase la referida Gráfica 1.1.1-f), lo que no conduce a un cambio del signo de la política monetaria. Asimismo, bajo este escenario base se mantiene el apoyo de la política monetaria y fiscal, aunque en menor medida que en 2020, garantizando liquidez, estabilidad en la valoración de los activos y la mejora de las expectativas de los consumidores.

La situación financiera global es estable, y familias y empresas no enfrentan un problema de solvencia (no hay tensionamiento de la mora ni de la prima de riesgo del crédito corporativo). De igual forma, el valor de los activos permanece sin volatilidad, los tipos de interés reales bajos y las rentabilidades moderadamente altas. No se produce una reversión de flujos de inversión de cartera hacia los mercados emergentes con endurecimiento de las condiciones financieras hacia estos, y no hay depreciaciones abruptas generalizadas de sus monedas. Asimismo, la normalización financiera es gradual en los países desarrollados, deshinchándose las burbujas financieras sin provocar daños sistémicos. Así, el escenario base consiste esencialmente en una situación muy similar a la que prevalecía a finales de 2019, justo antes del inicio de la pandemia.

Escenario estresado

En contraposición, este informe considera un escenario de naturaleza alternativa y más pesimista (*escenario estresado*), el cual es definido por dos hitos principales: (i) el repunte de inflación se interpreta por el

mercado como algo de naturaleza más estructural³, y (ii) la existencia de problemas en la efectividad de las vacunas (derivados del despliegue, los efectos secundarios, el escepticismo y las mutaciones del virus).

Todo ello conduce a un escenario que presupone un deterioro profundo y generalizado de las confianzas de consumidores y productores. La política monetaria reacciona de manera ambivalente, pero sobre todo se ve marcada por la presión de las expectativas de mercado sobre la Reserva Federal que, aunque no cambia tipos de interés en el plazo 2020/2021, sí modifica su postura monetaria (*forward guidance*). En consecuencia, toda la curva de tipos de interés ganaría pendiente pese a que la actividad languidece.

Asimismo, este escenario estresado considera correcciones financieras de la renta variable (aproximadamente de un 20%), y aumentos de los tipos de interés reales que deterioran la renta fija pública y privada, sobre todo la que no es *investment grade*. La prima de riesgo del crédito corporativo se estresa de manera importante, dando lugar a peticiones de capital adicional (*margin calls*) y problemas de liquidez a pesar de los esfuerzos de los bancos centrales (tipo LTRTOs).

Este escenario alternativo considera igualmente que la situación financiera y el deterioro de la confianza activan un *risk off mood* que frena súbitamente los flujos de inversión de cartera hacia los países emergentes, problemas en la balanza de pagos con *twin* déficits (heredados o no de la pandemia), y fuertes depreciaciones de los tipos de cambio.

Los problemas de “*scarring*” se vuelven reales y patentes: crece el desempleo y el subempleo, y se deterioran las rentas salariales (la renta disponible se reduce significativamente como consecuencia de esto unido al repunte de inflación). Los problemas de liquidez de familias y pequeñas empresas se convierten en problemas de solvencia, aumenta la mora y las quiebras de negocios pequeños; la banca contrae el crédito y se recrudece

el problema. De esta forma, la demanda doméstica se hunde como consecuencia del deterioro de la renta, de las confianzas y del endurecimiento de las condiciones financieras. La inversión se contrae y no se reemplaza por inversión pública el consumo privado se desploma.

Con todo, la salida de la crisis se produce, pero tarda entre 12 y 18 meses adicionales en recuperar los niveles pre-pandemia. Además, se sale con un crecimiento potencial global más bajo como consecuencia del *scarring* de la crisis. Un menor potencial augura mayor tensionamiento de precios en el futuro puesto que la brecha de producto (*output gap*) tenderá a hacerse mayor cíclicamente, y la política monetaria debe tener en cuenta esto.

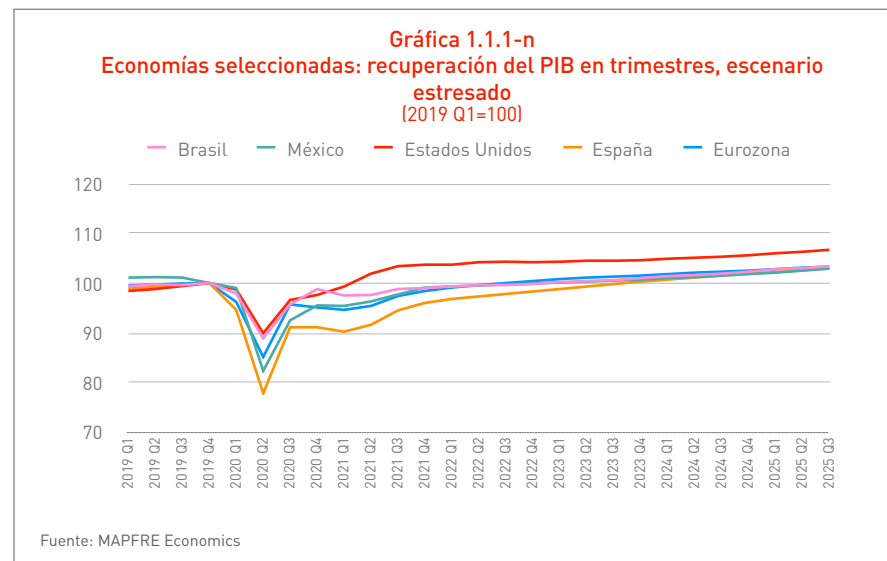
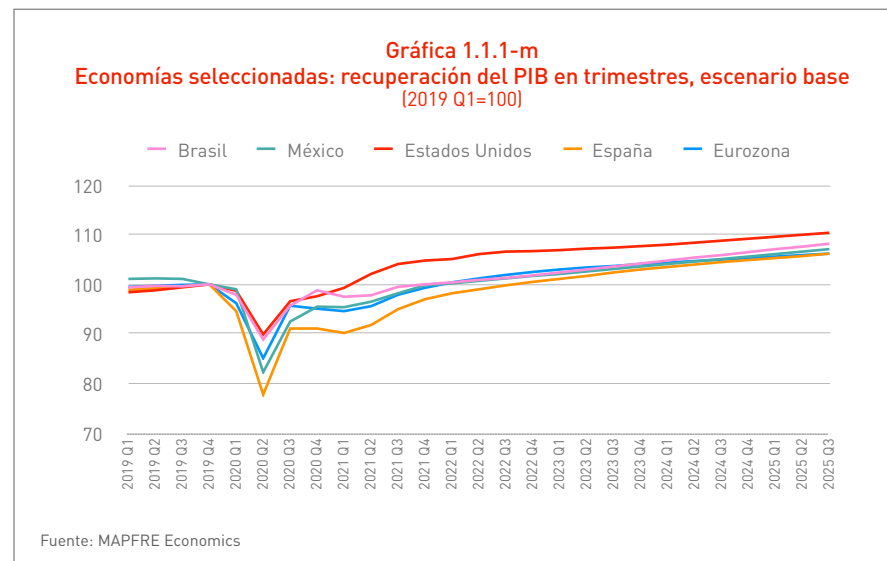
Así, mientras que en el *escenario base* se prevé un crecimiento fuerte durante el 2021 y 2022 (5,2%, en promedio), fuerte pero no exclusivamente promovido por los mercados desarrollados, con un dólar relativamente estable y depreciado, condiciones financieras y monetarias laxas y un ajuste ordenado de los mercados financieros que lleva al crecimiento de largo plazo al que estábamos acostumbrados, en el *escenario estresado* la salida se retrasa y debilita (con un crecimiento promedio de apenas el 2,5% entre 2020 y 2021), adentrándonos en un entorno financiero volátil especialmente punitivo para los mercados emergentes (véanse las Gráficas 1.1.1-m y 1.1.1-n).

1.1.2 Balance de riesgos

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

Gobernanza global

A pesar de que los Estados Unidos se encuentran en una etapa de mayor calma institucional con el mandato del presidente J. Biden, las relaciones



con el exterior parecieran correr el riesgo de enturbiarse ante la eventual aprobación del Acuerdo de Integral de Inversiones (CAI) entre la Unión Europea y China, habiendo dejado a los Estados Unidos al margen de este. Por su parte, China reafirma sus compromisos de apertura al exterior, pero mantiene tensiones diplomáticas con el mundo y la Unión Europea, especialmente ante la amenaza de que no se sancione el CAI en el Parlamento Europeo en virtud de los problemas de derechos humanos acaecidos en China recientemente.

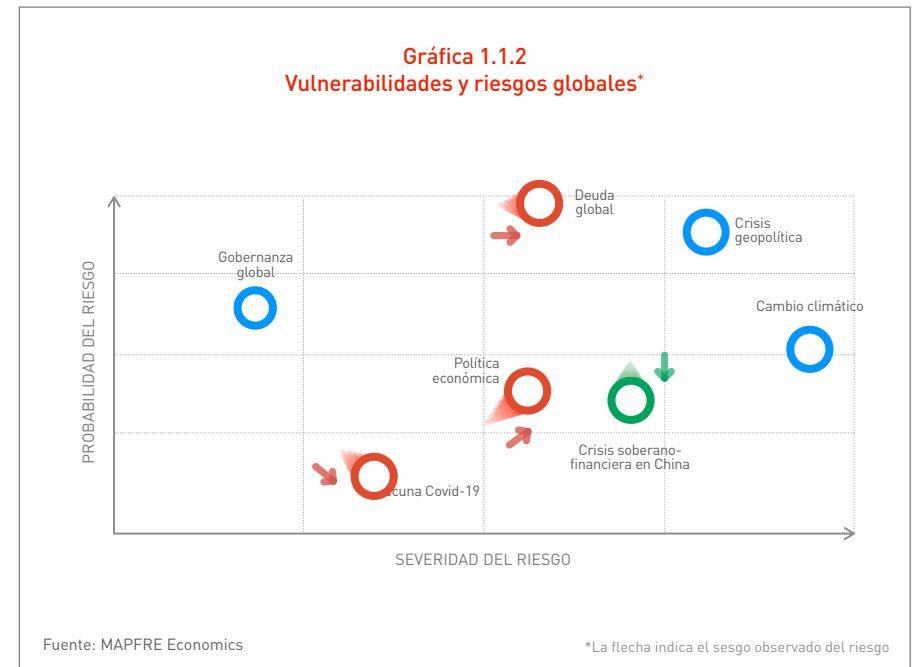
En lo que se refiere a los países emergentes, la situación se mantiene en relativa calma debido, en parte, al mantenimiento de las medidas de distanciamiento social ante una pandemia menos controlada, así como por el alivio económico por los mayores precios de las materias primas y la resiliencia de las exportaciones. En estas regiones, la situación de gobernanza se mantiene centrada en casos locales de fragilidad institucional ante el clima de corrupción, la baja protección social durante las restricciones producidas por la pandemia y los elevados niveles de empleo informal.

Deuda global

La aplicación de agresivas medidas de apoyo fiscal destinadas a mitigar los efectos de la recesión económica producida por la pandemia del Covid-19 impulsó el ratio deuda/PIB mundial hasta un nuevo máximo histórico del 355% en 2020, un incremento de 35 puntos porcentuales respecto a 2019, mostrando los primeros signos de estabilización en el tramo final de 2020. En los mercados desarrollados, los enormes apoyos fiscales y monetarios han llevado al sector público a liderar el proceso de apalancamiento, seguido por el sector privado y, aunque en menor medida, por aumentos en el sector financiero. En el caso de los mercados emergentes, por su parte, el mayor apalancamiento se registró en el sector privado no financiero (corporativo y, en menor medida, hogares), seguido de gobiernos y empresas financieras, fruto de una respuesta fiscal de carácter más limitado.

En líneas generales, y de forma más pronunciada en las economías desarrolladas, la deuda pública ha experimentado un crecimiento sin precedentes en el último año, bajo programas de expansión fiscal como respaldo a un sector privado bloqueado y apoyándose en unas condiciones financieras sustentadas por las políticas acomodaticias de los bancos centrales. Sin embargo, a medida que comienzan a anticiparse los primeros signos del fin de la pandemia, dichas condiciones financieras apuntan también hacia la reversión, señalizando las perspectivas de una inflación, crecimiento y empleo que podrían acercarse a niveles pre-pandémicos de forma prematura. Este mayor pronunciamiento en las pendientes de las curvas de tipos de interés reactiva el riesgo de reinversión y de sostenibilidad de la deuda, al fundamentarse en la necesidad de dar servicio a una carga en unos niveles superiores. En este

Gráfica 1.1.2
Vulnerabilidades y riesgos globales*



sentido, otro riesgo latente surge de la precoz necesidad de retomar la disciplina fiscal bajo el escenario de una recuperación desigual, en cuyo caso podría tensionarse la recuperación al ampliar la brecha entre las economías de largo proceso de recuperación de aquellas en etapa más avanzada.

El mayor riesgo para las economías emergentes continúa residiendo en aquellas con elevados niveles de deuda externa y fuertes perfiles de deuda denominada en monedas fuertes. El contexto de un dólar estable y condiciones financieras menos favorables podrían provocar fuertes perturbaciones en caso de deterioros de credibilidad, como el reciente evento entorno a la lira turca, eventos de aversión al riesgo globales por cambios en la evolución de la pandemia y/o eventos de inestabilidad locales y selectivos como los ocurridos en Argentina en verano de 2018.

Por último, en Estados Unidos, así como en varios países de la Unión Europea, las perspectivas sobre el segmento de deuda corporativa de los CDO's (*Collateralized Debt Obligations*) continúan siendo negativas, a pesar de la correcta recuperación en los diferenciales de crédito a lo largo del año bajo condiciones financieras favorables; el endurecimiento de estas podría normalizar el binomio rentabilidad riesgo y provocar movimientos nuevamente asimétricos en ciertos segmentos de baja calificación crediticia.

Crisis soberano-financiera en China

La economía China continúa liderando la recuperación global, consolidando una recuperación sólida apoyada en la fortaleza de su industria manufacturera, repuntes en la inversión y un amplio desempeño de sus exportaciones; sin embargo, dicho crecimiento requiere del todavía rezagado impulso por parte del consumo privado. A su vez, un continuismo de sus políticas macroeconómicas en el futuro más inmediato podría continuar respaldando el correcto crecimiento económico, tal como se desprende del último Congreso anual Partido Comunista Chino de 2021.

En este sentido, y dado el carácter aspiracional de impulsar el consumo interno como fuente de crecimiento, los problemas en las cadenas de suministro acontecidos durante de la pandemia podrían provocar una aceleración a nivel global de cambio hacia un sistema con unos eslabones en la cadena de menor dependencia china, obligando a la economía asiática a acelerar las reformas enfocadas a recudir los desequilibrios en la autosuficiencia en un entorno de elevado apalancamiento que podría exacerbar el riesgo de financiero (véase el referido Recuadro 1.1.1-a).

Política económica

Las recientes turbulencias en los mercados de deuda indican unas perspectivas de recuperación más sólidas, expectativas de inflación superiores y una pronta recuperación de los niveles de empleo; sin embargo, esta anticipación ejerce una tensión no deseada o prematura sobre las condiciones financieras. Ante este efecto, la herramienta de comunicación de los bancos centrales como canalizador de expectativas continúa mostrando su compromiso con la fase temprana de la recuperación, aplazando en el tiempo posibles endurecimientos de la política monetaria y reduciendo así las consecuencias negativas de una normalización temprana. En este sentido, el pilar monetario continuará enfrentando el delicado proceso de comunicación, bajo unos objetivos más flexibles y cuya limitación por mandato (dual o único) podrían limitar su efectividad contracíclica.

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

Crisis geopolítica

El nacionalismo de las vacunas, donde los países presionan por garantizar sus accesos a las limitadas existencias actuales, supone un riesgo global basado en la competencia entre países que podría desembocar en una prolongación de la pandemia actual. Este reciente fenómeno continúa ampliando la brecha entre los países más avanzados y los países emergentes con menores accesos, alimentando el deterioro institucional. En cuanto a las tensiones entre Estado Unidos y China, a pesar de un lenguaje político menos hostil, la deriva proteccionista y la vertiente de desacople respecto a la economía asiática continúa avanzando. Sin embargo, en la Unión Europea, el bloque se posiciona con un perfil más *coopetitivo* bajo el enfoque de socio de cooperación y rival sistémico, en parte debido a la mayor dependencia de su producción manufacturera y una tecnología rezagada. Por lo que al Brexit se refiere, y tal como se anticipaba, a pesar del acuerdo de mínimos alcanzado a finales de año, el proceso de transición podría continuar marcado por negociaciones pendientes cuyo proceso continúa en la línea de falta de consenso. Por último, a las tensiones globales sobre la reorientación de las cadenas de suministro se suma el bloqueo del canal de Suez, cuya relevancia en el tráfico marítimo añade más dudas sobre el dominio manufacturero de Asia y su dependencia actual.

Cambio climático

Con la crisis producida por la pandemia del Covid-19, se ha evidenciado la necesidad de fortalecer los organismos internacionales ante amenazas de ámbito global para ofrecer respuestas a emergencias como el cambio climático. Al mismo tiempo, y desde el punto de vista de un sistema interconectado, la importancia del sector financiero, y por tanto del sector asegurador, como aceleradores de tendencias como las englobadas bajo las siglas ESG permiten adicionar esfuerzos en la misma dirección a través de la inversión y financiación de temáticas basadas en la

sostenibilidad. El sector asegurador se consolida como uno de los promotores del negocio sostenible y responsable.

Vacuna Covid-19

A medida que los planes de vacunación se aceleran en todo mundo, los países con los procesos más avanzados comienzan a relajar las restricciones permitiendo asentar las bases para liderar la recuperación económica. No obstante, el retraso en las campañas de la Unión Europea, Japón y otras naciones desarrolladas, sumada al bajo ritmo de ejecución de países de menores recursos y con limitados accesos a las diferentes vacunas, podría poner en riesgo los avances actuales. Al tiempo que el Covid-19 asume nuevas mutaciones y variantes, la eficacia de las vacunas desarrolladas en la actualidad podrían necesitar de actualizaciones, poniendo en riesgo parte desempeño actual y dilatando un contexto de inmunidad colectiva todavía incompleto y desigual.

1.2. Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

Las perspectivas mejoran gracias a los enormes estímulos monetarios y fiscales.

La economía de los Estados Unidos tendrá un crecimiento extraordinario, el cual se prevé será de un 6,6% en el 2021 y de un 3,3% en 2022; todo ello gracias a unos planes de estímulo récord no vistos desde la posguerra (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b). En el mes de marzo, se aprobó el Plan de Rescate por un importe de 1,9 billones de dólares. Este plan, en adición a los 900 millardos de dólares activados a finales de 2020, representa un potente impulso fiscal en 2021 de aproximadamente

Tabla 1.2.1

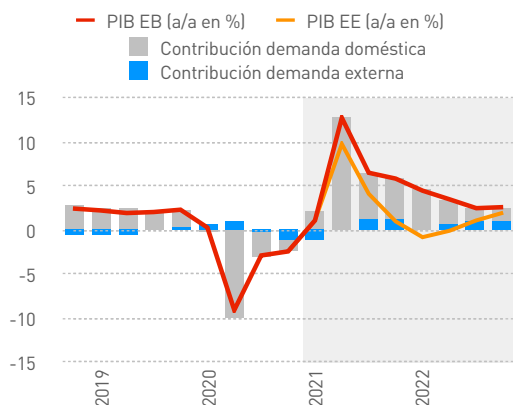
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a, media)	1.7	2.3	3.0	2.2	-3.5	6.6	3.3	4.0	0.6
Contribución de la demanda doméstica	1.9	2.6	3.3	2.4	-3.5	6.2	2.6	3.5	-0.2
Contribución de la demanda externa	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.0	0.3	0.6	0.5	0.7
Contribución del consumo privado	1.9	1.8	1.9	1.7	-2.7	3.9	2.7	1.8	0.1
Contribución de la inversión total	0.4	0.7	1.0	0.5	-0.2	1.2	0.3	0.8	0.3
Contribución del gasto público	0.3	0.1	0.2	0.2	0.0	0.2	-0.2	0.2	-0.2
Consumo privado (% a/a, media)	2.8	2.6	2.7	2.4	-3.9	5.6	4.0	2.6	0.1
Consumo público (% a/a, media)	1.8	0.6	1.5	1.8	0.3	1.6	-1.7	1.6	-1.7
Inversión total (% a/a, media)	1.8	3.5	4.8	2.3	-0.8	5.7	1.2	3.7	1.3
Exportaciones (a/a en %)	0.3	3.9	3.0	-0.1	-13.0	5.3	7.2	2.7	2.8
Importaciones (a/a en %)	1.6	4.7	4.1	1.1	-9.2	9.4	-0.3	6.3	-3.8
Tasa de paro (% , último trimestre)	4.8	4.1	3.8	3.6	6.8	4.8	4.3	5.6	5.0
Inflación (% a/a, último trimestre)	2.1	2.1	1.9	2.3	1.4	2.7	1.5	3.5	2.3
Balance fiscal (% PIB)	-5.4	-4.2	-6.2	-6.6	-15.8	-12.2	-6.5	-13.1	-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)	-4.1	-4.3	-4.4	-4.1	-4.3	-4.2	-3.5	-4.2	-3.4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2.1	-1.9	-2.2	-2.2	-3.1	-3.1	-2.2	-3.1	-2.4
Tipo de interés oficial (final período)	0.75	1.50	2.50	1.75	0.25	0.20	0.20	0.94	3.10
Tipo de interés a 3 meses (final período)	1.00	1.69	2.81	1.91	0.24	0.16	0.20	0.90	3.10
Tipo de interés a 10 años (final período)	2.45	2.40	2.69	1.92	0.93	1.82	2.08	2.58	3.83
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)	1.05	1.20	1.15	1.12	1.23	1.17	1.19	1.17	1.15
Crédito privado (% a/a, media)	3.3	7.0	4.7	5.4	5.6	15.2	0.9	15.7	2.1
Crédito familias (% a/a, media)	2.1	3.4	3.6	3.2	3.5	6.2	6.0	6.0	5.4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5.4	6.7	9.0	6.5	8.6	-0.3	3.9	-0.3	3.9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	4.3	2.9	2.2	2.2	1.9	1.2	1.8	1.5	3.3
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	6.9	7.2	7.8	7.5	16.1	14.4	8.8	16.0	11.9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
 Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

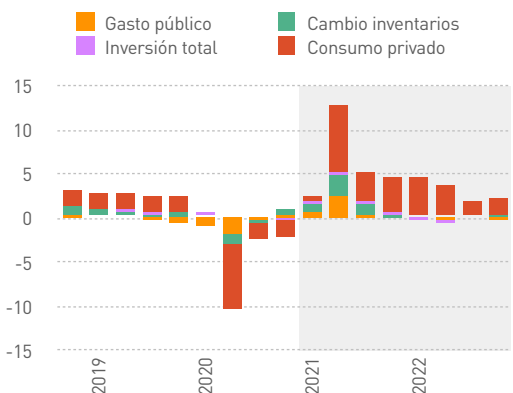
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

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)

4,3 puntos porcentuales del PIB. Estas ayudas en la forma de cheque directo a las familias están teniendo un impacto inmediato sobre el consumo y el ahorro.

El desarrollo de la pandemia sigue siendo la principal fuente de incertidumbre, con un nivel de incidencia de 200 casos/100.000 habitantes a finales del mes de marzo, lo que podría anticipar el inicio de una cuarta ola. Sin embargo, hay un cierto optimismo, ya que el ritmo de vacunación implica que el 67,5% de la población haya recibido ya al menos una dosis. El nivel de restricciones varía en cada Estado, pero el indicador agregado de Estados Unidos muestra un índice de restricción en torno al 60%, un nivel inferior a los observados en los países de Europa (véase la Gráfica 1.2.1-c).

A nivel de actividad, la producción industrial de febrero se situaba un -4,2% a/a, por debajo del año anterior. En cambio, las ventas al por menor crecían al 6,3% a/a en febrero, gracias a los estímulos en forma de cheques entregados a las familias. Los índices de gestores de compras de marzo (PMIs) se situaron todos por encima del 50 puntos (es decir, en zona de expansión), con el compuesto en 59,7, el manufacturero en 59,1 y el de servicios en 60,4 puntos. De esta manera, el índice de confianza del consumidor de la *Conference Board* creció hasta un 109,7.

Por otra parte, la inflación general subió al 2,6% en marzo, con la subyacente en 1,6% a/a, y la PCE, indicador más seguido por la Reserva

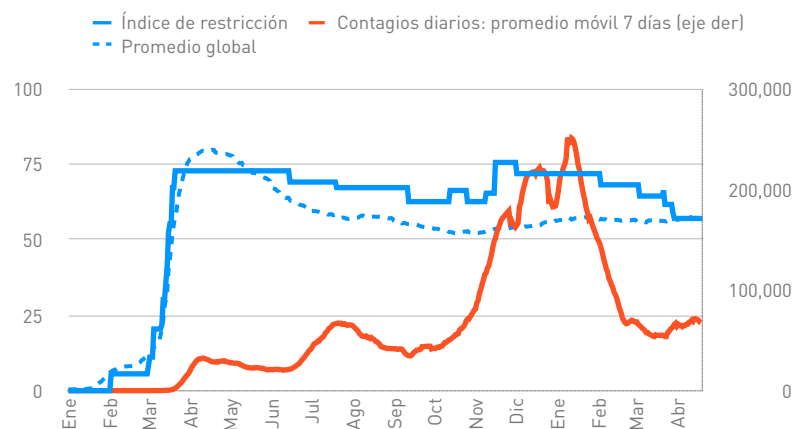
- **La vacunación ya alcanza el 64% de la población con al menos la primera dosis recibida.**
- **Mejoran los indicadores adelantados, de confianza, de compras y manufacturero.**
- **La Reserva Federal está a la espera de indicadores concretos de mejora antes de cambiar sesgo en la política monetaria. Las expectativas llevarían subidas de tipos de interés hacia 2023.**
- **La previsión de crecimiento del PIB estadounidense en 2021 se ha elevado al 6,6%.**

Federal, en 1,6% (febrero). En los próximos meses se prevé un repunte de la inflación, causado principalmente por los precios del petróleo, mientras que las ayudas fiscales al gasto de las familias también contribuirán a poner cierta presión al alza, pero esta sería temporal en tanto no se presente una estabilización de la actividad. A más largo plazo, entra en juego el efecto de expansión de balance de la Reserva Federal y los estímulos del gobierno, y los mercados ya están descontando a 5 años vista una gradual subida de tipos de interés como lo refleja el *swap* de inflación a 5 años (ahora en 2,4%).

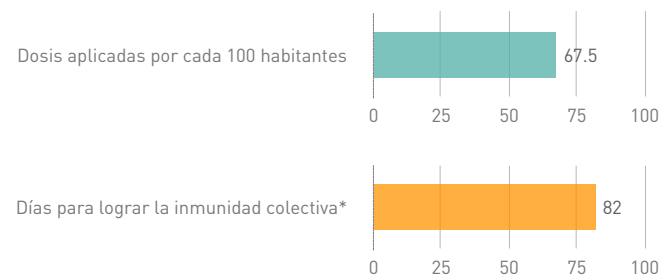
En su reunión de marzo, la Reserva Federal mantuvo sin cambios su política monetaria dejando los tipos de interés en el rango del 0% - 0,25% así como el ritmo mensual y la composición de las compras de activos. De esta manera, y bajo un mensaje de tono moderado, como se esperaba, las proyecciones de tipos de interés de los miembros del comité continúan sin mostrar aumentos al menos hasta 2023. Por el lado del balance, el comité mitigó las expectativas sobre una reducción en las compras anclando futuras decisiones a la publicación de datos económicos que muestren mejoras significativas.

Los riesgos para la economía estadounidense a corto plazo se centran en una reincidencia de olas de la pandemia que conlleven restricciones en la actividad. La campaña de vacunación va avanzada, con porcentaje significativo de la población que ya ha recibido al menos una dosis. A nivel fiscal, las ayudas directas a las familias, a un nivel sin precedentes, representan un apoyo económico de gran importancia, pero abren la cuestión del efecto monetario sobre la inflación y sobre los niveles de tipos de interés de mercado y su impacto sobre las emisiones en dólares en los países emergentes. A nivel geopolítico, la actual administración se identifica con una mayor tolerancia con las prácticas comerciales chinas (véase el Recuadro 1.1.1-a), con un mayor enfoque “verde” y la vuelta al acuerdo de París, una política anticombustibles fósiles y una mayor cooperación con los organismos supranacionales.

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



AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 27/04/2021)

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

1.2.2 Eurozona

Mantenimiento de restricciones y lento despliegue de la campaña de inmunización.

La incidencia de la pandemia ha permanecido muy alta durante los primeros meses del año 2021, lo que ha conllevado restricciones estrictas en muchos países de la Eurozona. Como ya se advertía en nuestro informe anterior⁴, en el primer trimestre prevemos una contracción de la actividad económica consecuencia de las restricciones impuestas a la movilidad y al contacto social, y porque en el arranque del 2020 la pandemia todavía no se había manifestado en fuerza hasta los meses de febrero-marzo en la mayoría de los países. El arranque de 2021 también ha estado marcado

por el inicio de las vacunaciones, lo que ha aumentado el optimismo, pero el ritmo actual más lento de lo esperado (alcanzando un promedio del 28,9% de población que ha recibido al menos una dosis) y las dudas sobre su efecto en impedir la extensión de contagios, no han permitido aún levantar las restricciones en los países, los cuales, en promedio, presentan un índice de restricción en torno al 69% (véase la Gráfica 1.2.2-c).

El programa de fondos *Next Generation UE* (NGEU), que se empezará a desplegar posiblemente a partir del mes de junio de este año, tendrá un papel fundamental en la reactivación de las economías de la Eurozona. El Tribunal Constitucional Alemán ha desbloqueado a mediados de abril el mecanismo de financiación de los fondos europeos, a tiempo para que los

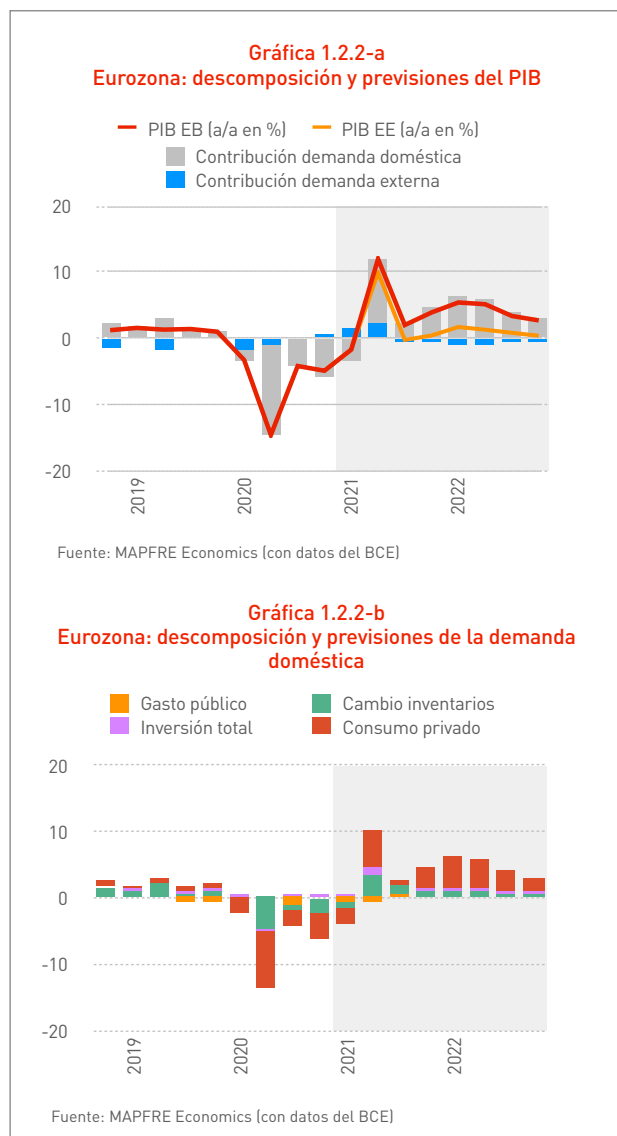


Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 ^(p)	2022 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
PIB (% a/a, media)	1.8	2.7	1.9	1.3	-6.8	4.0	4.1	2.1	1.0
Contribución de la demanda doméstica	2.3	2.3	1.8	1.8	-6.2	3.3	4.8	1.7	1.8
Contribución de la demanda externa	-0.4	0.4	0.1	-0.5	-0.6	0.7	-0.7	0.4	-0.8
Contribución del consumo privado	1.0	1.0	0.8	0.7	-4.3	1.7	3.6	0.4	1.2
Contribución de la inversión total	0.8	0.8	0.7	1.2	-1.9	1.1	0.8	0.7	0.1
Contribución del gasto público	0.4	0.2	0.2	0.4	0.2	0.6	0.3	0.6	0.3
Consumo privado (% a/a, media)	1.9	1.9	1.5	1.3	-8.1	3.3	6.9	0.8	2.4
Consumo público (% a/a, media)	1.9	1.1	1.2	1.8	1.1	2.7	1.5	2.7	1.5
Inversión total (% a/a, media)	3.9	4.2	3.3	5.7	-8.3	5.1	3.7	3.4	0.5
Exportaciones (a/a en %)	2.9	5.9	3.6	2.5	-9.8	8.2	4.8	5.6	0.4
Importaciones (a/a en %)	4.3	5.4	3.6	3.9	-9.3	7.2	6.8	5.1	2.2
Tasa de paro (% , último trimestre)	9.8	8.7	7.9	7.4	8.3	9.0	8.6	10.0	10.1
Inflación (% a/a, último trimestre)	0.7	1.4	1.9	1.0	-0.3	2.2	0.9	2.9	2.2
Balance fiscal (% PIB)	-1.4	-0.9	-0.5	-0.6	-6.9	-6.6	-4.0	-7.6	-6.6
Balance fiscal primario (% PIB)	0.6	1.0	1.4	1.0	-5.1	-4.9	-2.3	-5.8	-4.9
Balance comercial (% PIB)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Balance cuenta corriente (% PIB)	3.0	3.1	2.9	2.3	2.2	2.4	2.2	2.3	2.0
Tipo de interés oficial (final período)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0.32	-0.33	-0.31	-0.38	-0.55	-0.73	-0.92	0.42	0.63
Tipo de interés a 10 años (final período)	0.93	1.14	1.17	0.32	-0.19	0.25	0.38	2.18	2.51
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1.05	1.20	1.15	1.12	1.23	1.17	1.19	1.17	1.15
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)	1.5	2.3	2.7	3.3	2.9	3.5	4.0	3.0	1.0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2.9	1.4	3.5	2.0	2.7	-2.2	0.6	-2.7	-0.1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3.8	2.5	-1.1	1.5	-0.2	1.3	3.3	1.3	3.7
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	12.3	12.2	12.4	12.8	19.6	17.3	12.6	18.5	15.6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

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

fondos empiecen a fluir a partir del verano. La emisión de deuda para la financiación de los fondos ya había sido aprobada por el parlamento alemán, pero esa decisión había sido reclamada ante el tribunal por dudas cuanto a su constitucionalidad. Ahora la emisión queda desbloqueada y se espera que no haya más retrasos, excepto si surgen nuevas discusiones políticas. Los fondos europeos son el elemento clave de los estímulos fiscales, especialmente para los países del sur donde las finanzas públicas están muy ajustadas y porque son países muy golpeados por la caída del turismo. Las ayudas al empleo se mantendrán el tiempo necesario hasta que las actividades se puedan desarrollar con normalidad. Gracias a estos planes se ha conseguido contener la subida del desempleo que se situó en el 8,3% en febrero.

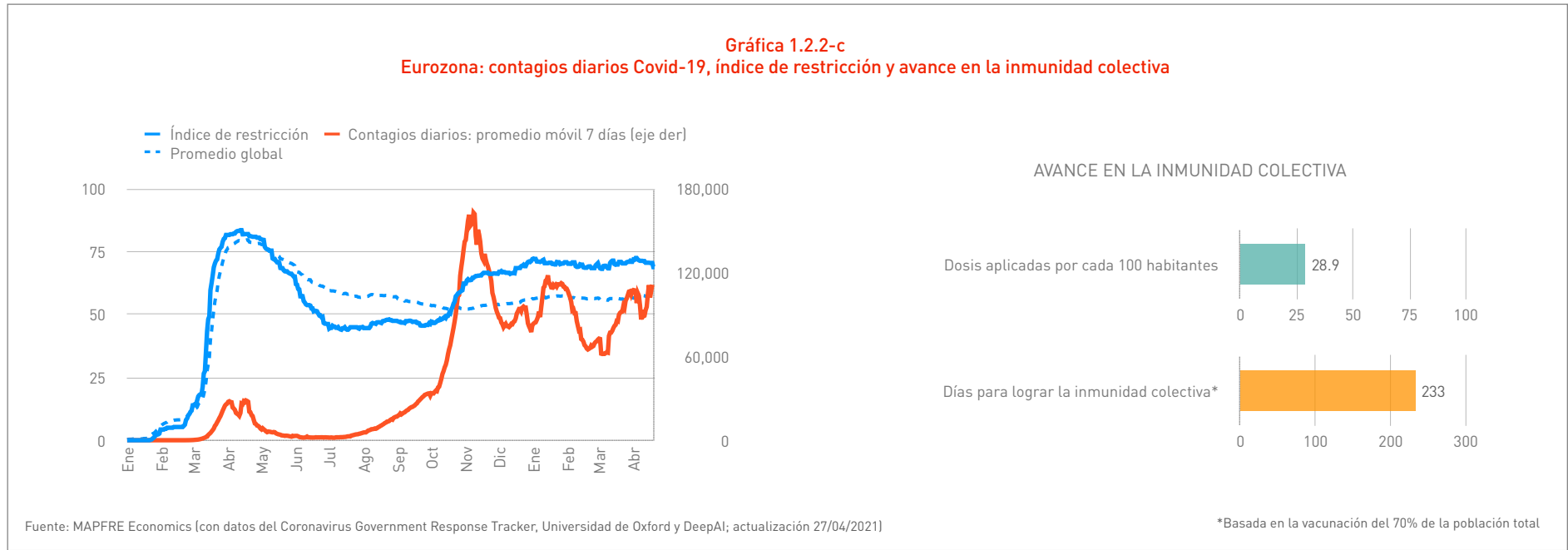
Atendiendo a las actividades económicas, la producción industrial está proporcionando señales positivas, recuperándose con respecto a 2020, una señal que muestra que el consumo y la inversión empresarial en cierta forma se han ido adaptado a las condiciones pandémicas y a las restricciones. Esto se ha reflejado en los índices de gestores de compras (PMIs), con el índice manufacturero del mes de marzo repuntando a 62,4 puntos, mientras que el índice de servicios permanece constante en la franja de contracción (48,8) y el índice compuesto ingresa en positivo (52,5) por primera vez desde el verano de 2020. Las matriculaciones de automóviles han sufrido una caída en torno al 20% durante febrero, no solo por la crisis económica provocada por la pandemia, sino también por la incertidumbre con respecto al futuro de los combustibles fósiles. Así, se ha actualizado nuestra previsión de crecimiento del PIB de la Eurozona al 4,0% durante 2021 y al 4,1% en 2022, teniendo en cuenta el alargamiento de las restricciones, los problemas de vacunación y las sucesivas olas pandémicas que se están prolongando en algunos países, pero también el inicio de la aplicación de los fondos de la Unión Europea a partir del segundo semestre de 2021 (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

Por otra parte, la inflación agregada de la Eurozona se ha situado en torno al 1,3% en el mes de marzo, con la subyacente en el 0,9%. Esperamos que en los próximos trimestres la inflación repunte, principalmente por el efecto de los precios del petróleo y otras materias primas, a cerca del 2,2% al final de año. A largo plazo, el comportamiento de la inflación dependerá de la recuperación del consumo, la evolución del desempleo y los salarios. En nuestra visión central, el repunte de inflación es eventual, aunque no se puede descartar que sea una incipiente tendencia estructural de largo plazo (véase el Recuadro 1.1.1-c).

El Banco Central Europeo (BCE), en su reunión del 11 de marzo, ha decidido aumentar el ritmo de compras bajo el PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), aunque no indicó cuál sería la magnitud, con vistas a contrarrestar el impacto a la baja de esta crisis en la inflación. El programa durará hasta marzo 2022, y su objetivo es mantener unas condiciones de financiación favorables y una transmisión fluida de la política monetaria. Este aumento de las compras busca contrarrestar el reciente repunte de los tipos de interés que había empezado a notarse en diferentes mercados de deuda. Los tipos de interés oficiales se han mantenido: 0% en las operaciones principales de financiación y -0,50% la facilidad de depósito. El BCE espera mantenerlos

- La campaña de vacunaciones en la Eurozona va más lenta de lo esperado.
- El despliegue de los fondos de la Unión Europea vendrá en el segundo semestre de 2021, una vez vencidas resistencias levantadas por Alemania.
- El Banco Central Europeo aumenta el ritmo del programa de compras para contrarrestar subidas de tipos de interés en los mercados y el endurecimiento de las condiciones financieras en general.
- Se prevé un crecimiento del PIB 2021 del 4,0%, condicionado a la evolución de las restricciones.

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



en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia cerca del 2%, y que esta se note en la inflación subyacente. Asimismo, continuarán con las operaciones de financiación al sector financiero (TLTRO III) hasta junio de 2022, con el objetivo de garantizar condiciones atractivas de financiación al sector bancario que apoyen el crédito bancario a empresas y hogares.

Los riesgos en la Eurozona a nivel económico y financiero soberano parecen estar controlados, por la amplia liquidez, por los bajos tipos de interés, el apoyo del BCE y los programas de estímulos gubernamentales. El principal riesgo en estos momentos es que la pandemia se alargue, y con ella las restricciones, lo que empujaría hacia adelante la recuperación haciéndola más tardía. En cuanto al nivel de riesgo financiero en el sector empresarial y de los hogares, este puede elevarse en cualquier momento,

vía el incremento de insolvencias, con el consecuente repunte de la morosidad en los bancos, y aumentará cuanto más se alargue la pandemia. Otro riesgo es que los fondos de la NGEU sean mal aplicados, no produzcan un aumento en la capacidad de repago, lo que solo aumentaría el problema de los niveles de endeudamiento.

1.2.3 España

La gestión de la NGEU y la recuperación del turismo, claves en la reactivación económica.

El PIB de España cayó en 2020 un -10,8% según los datos definitivos del INE, y -8,9% a/a en el último trimestre del año. Las exportaciones cayeron en 2020 un -20,1%, siendo las de servicios las más afectadas, sufriendo el

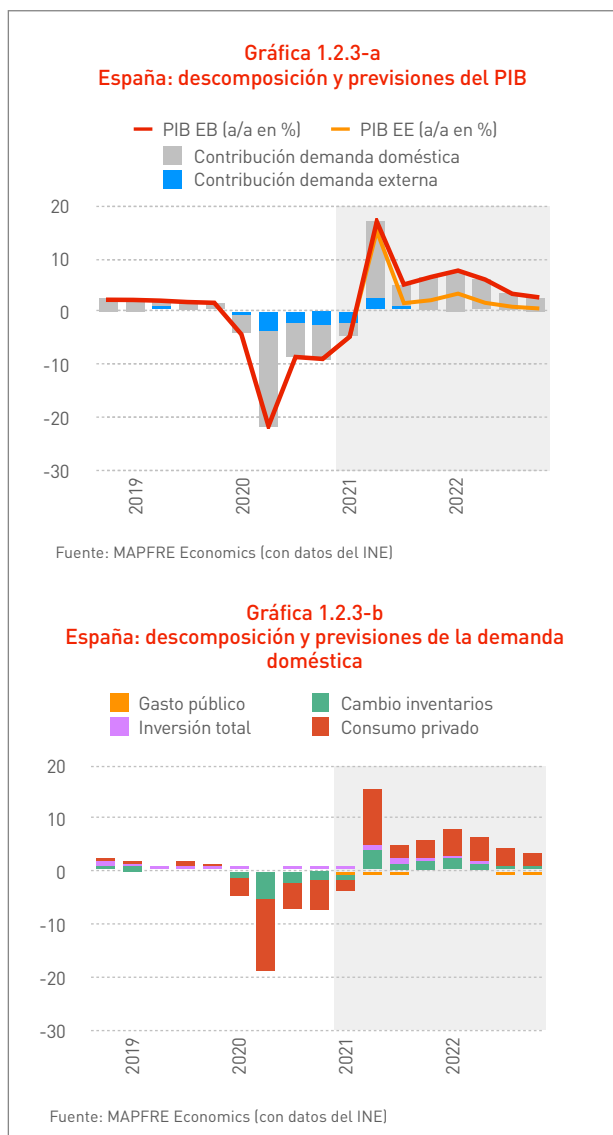
Tabla 1.2.3

España: principales agregados macroeconómicos

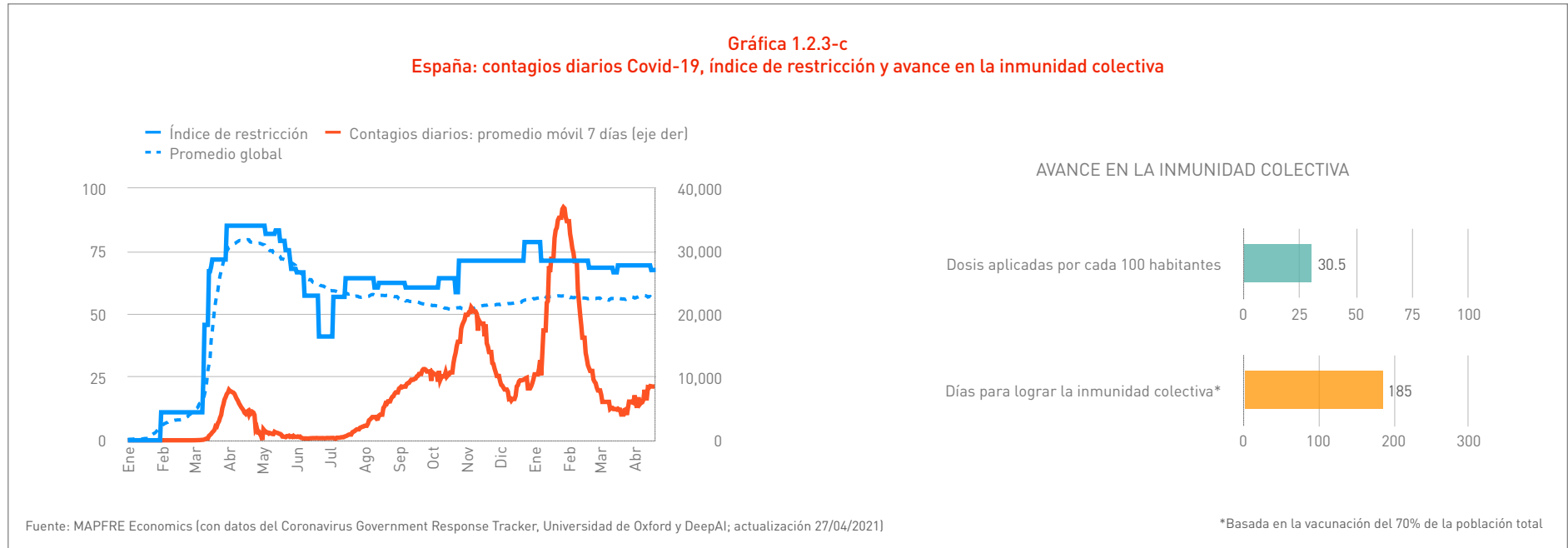
	2016	2017	2018	2019	2020 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 ^(p)	2022 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
PIB (% a/a, media)	3.0	3.0	2.4	2.0	-10.8	6.0	5.0	3.6	1.7
Contribución de la demanda doméstica	2.0	3.1	3.0	1.4	-8.7	5.5	5.0	3.0	1.2
Contribución de la demanda externa	1.0	-0.2	-0.5	0.6	-2.1	0.5	-0.0	0.5	0.5
Contribución del consumo privado	1.6	1.8	1.0	0.5	-7.0	3.5	3.8	2.4	1.9
Contribución de la inversión total	0.4	1.2	1.1	0.5	-2.2	1.5	1.3	0.5	0.1
Contribución del gasto público	0.2	0.2	0.5	0.4	0.7	0.9	0.3	0.9	0.3
Consumo privado (% a/a, media)	2.7	3.0	1.8	0.9	-12.2	6.3	6.8	4.3	3.4
Consumo público (% a/a, media)	1.0	1.0	2.6	2.3	3.8	3.9	1.2	3.9	1.2
Inversión total (% a/a, media)	2.4	6.8	6.1	2.7	-11.4	7.9	6.4	2.8	0.5
Exportaciones (a/a en %)	5.4	5.5	2.3	2.3	-20.1	11.4	8.2	9.1	4.0
Importaciones (a/a en %)	2.7	6.8	4.2	0.7	-15.8	11.0	7.3	8.3	1.3
Tasa de paro (% , último trimestre)	18.6	16.6	14.5	13.8	16.1	16.6	15.6	18.4	17.8
Inflación (% a/a, último trimestre)	1.6	1.1	1.2	0.8	-0.5	1.6	0.9	2.3	2.0
Balance fiscal (% PIB)	-4.3	-3.0	-2.5	-2.9	-11.0	-8.3	-6.1	-9.5	-8.8
Balance fiscal primario (% PIB)	-1.5	-0.5	-0.1	-0.6	-8.8	-6.3	-4.3	-7.3	-6.5
Balance comercial (% PIB)	-1.3	-1.9	-2.5	-2.1	-0.8	-1.1	-2.5	-1.0	-2.0
Balance cuenta corriente (% PIB)	3.2	2.8	1.9	2.1	0.7	0.9	1.8	1.0	2.3
Tipo de interés oficial (final período)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0.32	-0.33	-0.31	-0.38	-0.55	-0.73	-0.92	0.42	0.63
Tipo de interés a 10 años (final período)	1.37	1.57	1.42	0.47	0.06	0.65	0.86	2.81	3.25
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1.05	1.20	1.15	1.12	1.23	1.17	1.19	1.17	1.15
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)	-2.5	-1.4	-0.3	-0.2	-0.4	3.0	2.9	2.5	-0.1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-2.7	-1.1	-1.4	-0.6	2.3	1.6	-0.6	-3.3	-4.8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-16.4	-7.9	-0.5	-4.9	2.0	5.4	3.2	5.6	3.9
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	7.5	6.1	5.9	6.6	15.4	11.4	6.5	11.6	7.3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

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



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



gasto de los no residentes una caída en torno al 90%. Por su parte, el consumo privado cayó un -12,2%, mientras que el público creció un 3,8%; la inversión se contrajo un -11,4% y las importaciones un -15,8%. Asimismo, las ventas de vehículos han sufrido una caída del 32,3% en 2020, hasta 851.211 matriculaciones. Se prevé que las ventas en 2021 continúen en descenso, siendo explicada esta dinámica en parte por la subida del impuesto de matriculaciones. Las caídas en enero y febrero han sido del -51,5% y del -38,4%. Sin embargo, las ventas podrán estabilizarse en torno a 80.000 vehículos/mes en los próximos meses, mientras que en 2019 se situaban cerca de los 100.000 vehículos/ mes.

El fin de la pandemia se ve aún distante y todavía es posible que se presenten nuevas olas de contagios hasta que el virus deje de circular.

Como en el conjunto de la Eurozona, el proceso de vacunación avanza con menor rapidez de la anticipada, con un 30,5% de la población con al menos una dosis recibida. Asimismo, ante el comportamiento de los contagios y el ritmo de avance de la vacunación, las medidas de restricción se han mantenido (véase la Gráfica 1.2.3-c).

Por tanto, como fue la tónica en 2020, es esperable que se mantengan ciertas medidas de mitigación acompañadas de condiciones financieras laxas, expansión monetaria por parte del BCE, mayor gasto público, apoyo al desempleo temporal y la eventual entrada de fondos de la Unión Europea (NGEU) para inversión. La eficaz gestión y selección de proyectos para aplicación de esos fondos será determinante para conseguir ganancias de

productividad de la economía en el futuro, clave también para la sostenibilidad fiscal.

Las encuestas de perspectivas han mejorado en marzo, con los índices de gestores de compras (PMIs) de servicios, manufacturero y compuesto en 48,1, 56,9 y 50,1 puntos, respectivamente. Además, el indicador de confianza del consumidor sigue bajo en -17. Por su parte, las ventas al por menor en febrero estaban un -5,9% por debajo del año anterior, y la producción industrial un -7%.

- **La eficaz gestión de los fondos del *Next Generation UE* se torna clave para lograr aumentos en la productividad; una gestión ineficaz provocaría un empeoramiento financiero de las arcas públicas.**
- **Las esperanzas están puestas en las exportaciones y la inversión.**
- **La recuperación del turismo, fundamental para la recuperación de la economía española.**
- **La previsión de crecimiento del PIB para 2021 se sitúa en el 6,0%.**

Así, tomando en consideración la dependencia que tiene la economía española de la entrada de turistas, hasta que el flujo de estos no se normalice no va a haber recuperación total. De hecho, después de un periodo largo de restricciones a la movilidad y en los servicios de hostelería, habrá que evaluar los daños económicos a largo plazo. De esta forma, nuestra nueva estimación para el crecimiento económico de España en 2021 es de 6,0% a/a y para 2022 del 5,0% a/a (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

La inflación, por su parte, deberá repuntar a partir del segundo trimestre de 2021 a niveles de 1,5 - 2,0% por la recuperación del precio del petróleo, mientras que la subyacente deberá seguir baja mientras persistan limitaciones en la demanda y en los ingresos agregados de las familias. Los riesgos para la economía española provienen principalmente de un retraso en la restauración de la libertad de circulación y acceso total a los servicios en general. Si efectivamente se produce este retraso, el regreso del turismo también se demorará. A medio plazo, un retraso excesivo del

regreso a la normalidad supondrá un mayor número de insolvencias en los negocios y una mayor carga de endeudamiento soberano, con su posterior factura para los contribuyentes. Los fondos de la Unión Europea deben ser canalizados a proyectos que aumenten la productividad y que faciliten hacer frente al aumento de deuda.

1.2.4 Alemania

Las exportaciones y la inversión son los motores del 2021, a la espera del restablecimiento de la movilidad.

Durante el primer trimestre, la economía alemana todavía sufrirá una contracción estimada del -0,8% t/t, en virtud de las restricciones impuestas (un avance en la vacunación del 29,6% y un índice de restricción en torno al 75%), así como por el restablecimiento del nivel del IVA el día 1 de enero que recae sobre el consumo privado (véase la Gráfica 1.2.4-c). De cara a los próximos trimestres las perspectivas mejoran ante los estímulos, la recuperación exterior, y las expectativas de que las restricciones se vayan levantando. El indicador de confianza del consumidor GfK de abril vuelve a mejorar hasta -6,2. La encuesta a la industria de la Comisión Europea está en su nivel más alto desde 2018. Los PMIs (índices de gestores de compras) siguen mejorando, con el compuesto en 57,3 puntos, el manufacturero en 66,6 y el de servicios en 51,5 (marzo), un nivel optimista que no se veía desde el verano pasado.

- **El sector industrial y exportador son optimistas, gracias a la recuperación global.**
- **Las confianzas y las expectativas del consumidor también mejoran, ante una perspectiva de alcanzar la inmunidad colectiva.**
- **Las elecciones federales en septiembre aportarán volatilidad.**
- **La previsión de crecimiento del PIB para 2021 se sitúa en 3,5%.**

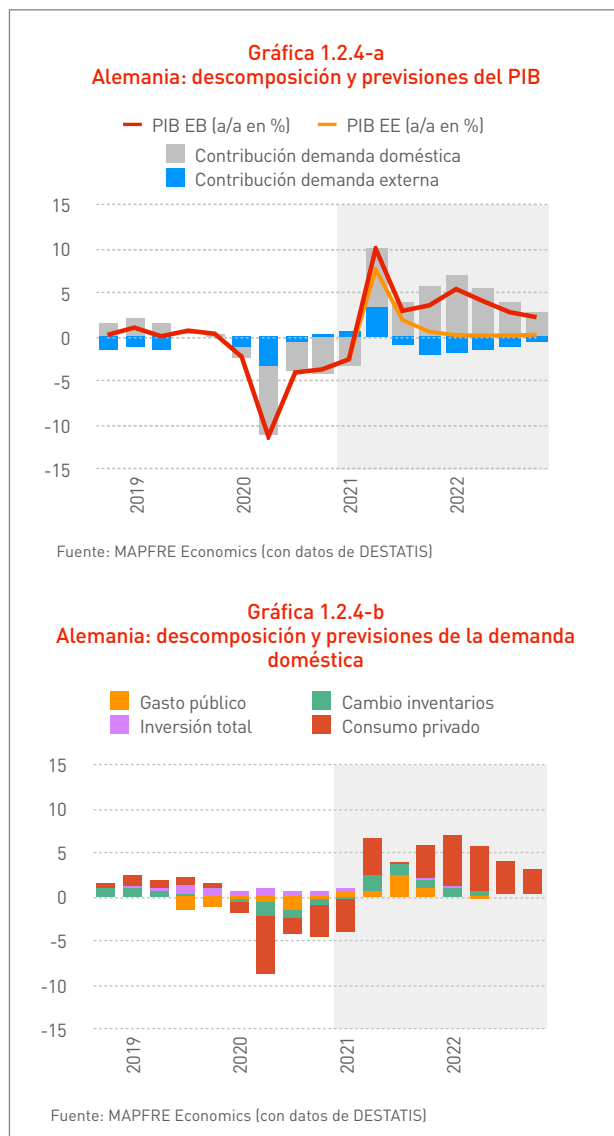


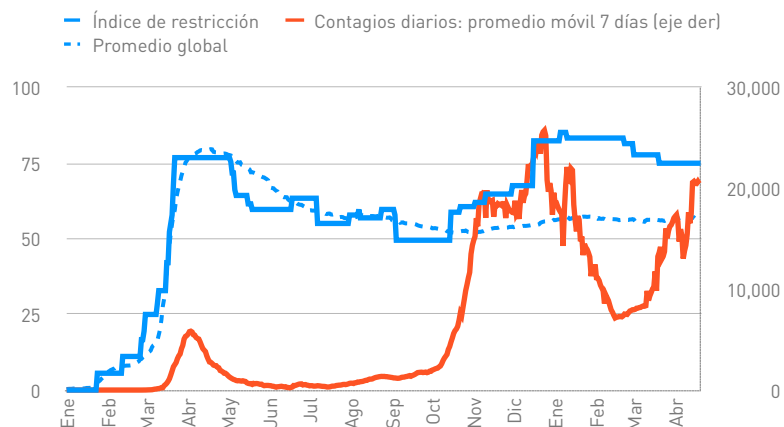
Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base [EB]		Estresado [EE]	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a, media)	2.1	2.9	1.3	0.6	-5.3	3.5	3.7	1.9	0.2
Contribución de la demanda doméstica	2.8	2.7	1.7	1.2	-4.2	3.3	4.8	2.3	1.8
Contribución de la demanda externa	-0.7	0.2	-0.4	-0.6	-1.1	0.3	-1.2	-0.4	-1.5
Contribución del consumo privado	1.2	1.0	0.8	0.8	-3.3	1.1	4.2	0.1	1.8
Contribución de la inversión total	0.7	0.6	0.7	0.5	-0.8	0.9	0.5	0.9	0.2
Contribución del gasto público	0.8	0.3	0.2	0.5	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2
Consumo privado (% a/a, media)	2.2	1.8	1.5	1.6	-6.3	2.1	8.2	0.2	3.5
Consumo público (% a/a, media)	4.1	1.6	1.2	2.7	3.3	0.9	1.0	0.9	1.0
Inversión total (% a/a, media)	3.6	3.2	3.6	2.6	-3.9	4.0	2.2	4.1	0.9
Exportaciones (a/a en %)	2.3	5.4	2.5	1.0	-10.2	9.0	3.7	6.1	-1.2
Importaciones (a/a en %)	4.4	5.8	3.8	2.6	-9.1	9.1	6.7	7.4	2.2
Tasa de paro (% , último trimestre)	6.0	5.5	5.0	5.0	6.1	5.8	5.7	6.5	7.1
Inflación (% a/a, último trimestre)	1.5	1.4	1.6	1.5	-0.3	2.8	1.1	3.6	2.5
Balance fiscal (% PIB)	1.2	1.4	1.8	1.5	-4.2	-4.7	-2.0	-5.5	-4.6
Balance fiscal primario (% PIB)	2.4	2.4	2.7	2.3	-3.5	-4.2	-1.5	-4.9	-3.9
Balance comercial (% PIB)	8.0	7.9	6.8	6.3	5.7	5.0	4.4	4.5	3.5
Balance cuenta corriente (% PIB)	8.4	7.8	8.0	7.7	6.8	6.2	5.2	5.7	4.5
Tipo de interés oficial (final período)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0.32	-0.33	-0.31	-0.38	-0.55	-0.73	-0.92	0.42	0.63
Tipo de interés a 10 años (final período)	0.21	0.43	0.25	-0.19	-0.58	-0.18	-0.17	1.17	1.58
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1.05	1.20	1.15	1.12	1.23	1.17	1.19	1.17	1.15
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)	2.8	3.2	3.6	4.4	4.2	5.5	7.3	5.1	4.1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3.8	5.2	7.5	5.4	4.0	0.7	4.7	0.7	4.9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2.2	0.7	3.9	6.3	6.2	1.4	7.1	1.6	8.3
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	10.4	10.5	10.9	10.8	16.3	14.8	9.8	15.7	12.4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

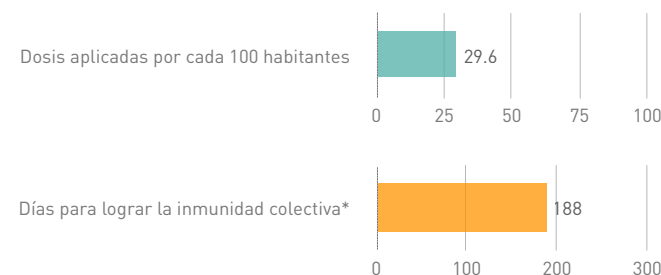
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 27/04/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



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

Los motores del crecimiento en 2021 se hallan en las exportaciones (9,0%) y en la inversión (4,0%), apoyados en menor medida por el consumo privado (2,1%) (mientras que no se restablezca totalmente la libre circulación). El consumo público deberá crecer cerca de 1%, llevando al déficit al 3,4%. De esta forma, estimamos un crecimiento económico de Alemania del 3,5% a/a en 2021, frente a la caída del -5,3% sufrida en 2020, y del 3,7% para 2022 (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

Alemania tendrá en 2021 un superciclo electoral, con elecciones federales y estatales en varias regiones. Será un año intenso a nivel político que implicará el debate, entre otras cosas, sobre quién recaerán los costes de los estímulos fiscales. Los riesgos se concentran en la continuación de la debilidad de la demanda interna, al menos hasta que se levanten las restricciones de movilidad y la apertura de los servicios. La actividad

exportadora es clave para la economía alemana, y la fortaleza de la demanda externa depende de la estabilidad de las monedas y los costes de financiación, con una tendencia al alza.

1.2.5 Italia

En 2021 la economía se recupera impulsada por el sector industrial y las exportaciones.

En 2021, Italia comienza su recuperación económica, pero al igual que en muchos países las nuevas olas de la pandemia y las restricciones de movilidad impiden que el consumo sea el verdadero motor de la recuperación. El avance de los programas de vacunación se sitúa en el 28,9% de la población con al menos una dosis recibida, en tanto que el

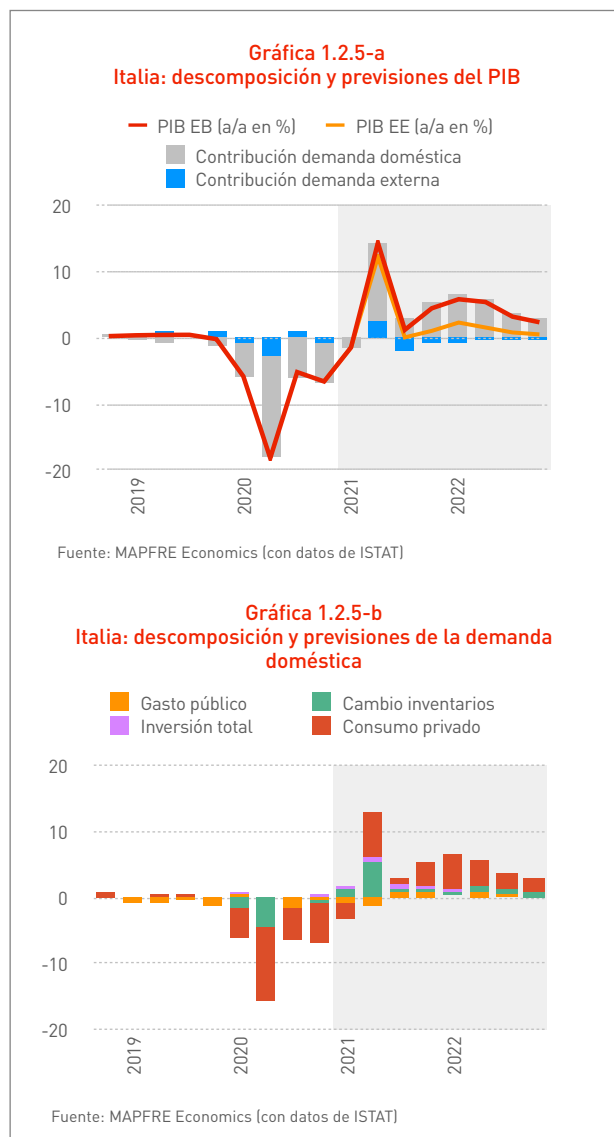


Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a, media)	1.4	1.7	0.8	0.3	-8.9	4.7	4.2	3.0	1.3
Contribución de la demanda doméstica	1.9	1.7	1.1	-0.4	-8.1	4.6	4.6	3.3	1.9
Contribución de la demanda externa	-0.5	0.0	-0.3	0.7	-0.8	0.0	-0.4	-0.4	-0.6
Contribución del consumo privado	0.7	0.9	0.6	0.2	-6.5	2.3	3.5	1.0	1.0
Contribución de la inversión total	0.7	0.6	0.5	0.2	-1.7	2.0	0.6	2.0	0.4
Contribución del gasto público	0.1	-0.0	0.0	-0.2	0.3	0.5	0.1	0.5	0.1
Consumo privado (% a/a, media)	1.2	1.5	1.0	0.3	-10.7	3.9	5.9	1.6	1.8
Consumo público (% a/a, media)	0.7	-0.1	0.1	-0.8	1.6	2.6	0.4	2.6	0.4
Inversión total (% a/a, media)	4.2	3.4	2.9	1.1	-9.2	11.3	3.4	11.5	2.1
Exportaciones (a/a en %)	1.9	6.1	1.6	1.9	-14.4	11.5	6.6	8.5	1.7
Importaciones (a/a en %)	4.1	6.6	2.9	-0.5	-13.1	11.7	8.4	9.9	3.8
Tasa de paro (% , último trimestre)	11.8	11.0	10.5	9.5	9.1	10.1	9.8	10.8	10.7
Inflación (% a/a, último trimestre)	0.5	0.9	1.1	0.5	-0.2	2.0	0.7	2.8	1.9
Balance fiscal (% PIB)	-2.4	-2.4	-2.2	-1.6	-9.5	-9.0	-5.2	-10.0	-7.7
Balance fiscal primario (% PIB)	1.5	1.4	1.4	1.8	-6.0	-5.8	-2.1	-6.6	-4.2
Balance comercial (% PIB)	3.5	3.1	2.7	3.5	4.1	3.9	3.4	3.6	2.9
Balance cuenta corriente (% PIB)	2.6	2.6	2.7	3.4	3.7	3.1	2.6	2.8	2.0
Tipo de interés oficial (final período)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0.32	-0.33	-0.31	-0.38	-0.55	-0.73	-0.92	0.42	0.63
Tipo de interés a 10 años (final período)	1.82	2.00	2.77	1.43	0.52	1.00	1.49	3.33	4.16
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1.05	1.20	1.15	1.12	1.23	1.17	1.19	1.17	1.15
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)	0.5	1.2	1.8	2.1	1.3	2.5	3.2	2.1	0.6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-2.1	-3.0	-0.4	-1.1	2.6	3.7	1.1	5.4	1.8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-3.9	-13.2	25.1	-5.7	13.1	6.9	0.2	5.8	-1.7
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	10.2	9.7	9.5	9.5	17.1	13.8	9.9	15.0	13.3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

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

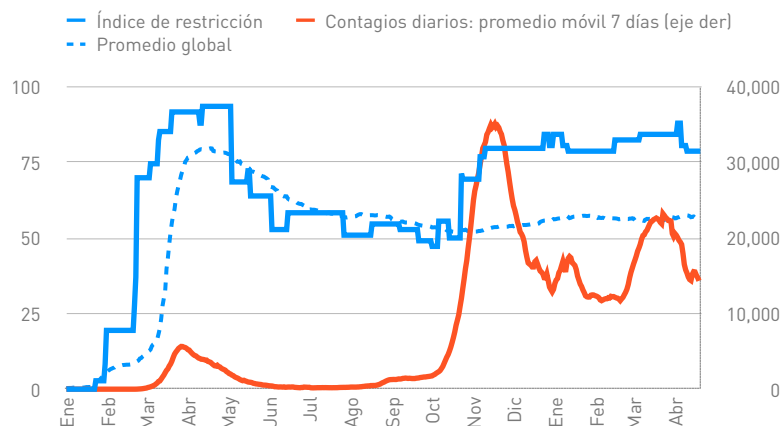
índice de restricción se ubica en el 79% (véase la Gráfica 1.2.5-c). De esta forma, la recuperación en 2021 estará basada en exportaciones e inversión y, tímidamente, en el consumo privado. Se prevé que el consumo privado crezca un 3,9%, después de haber caído un -10,7% el año pasado.

Por otro lado, el aspecto positivo viene desde el sector industrial, que está recuperándose gracias a la buena tendencia de unas exportaciones beneficiadas por la recuperación global. Esto viene acompañado de una mejora en las expectativas, tal y como reflejan los PMIs manufactureros, que se han situado en 59,8 puntos en marzo. Sin embargo, los PMIs de servicios mejoran, pero siguen en zona de contracción (48,6 puntos en marzo). En estas condiciones, hemos ajustado nuestra proyección de crecimiento para 2020 al 4,7% a/a, y al 4,2% para 2022 (véanse la Tabla

1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b). Estas proyecciones naturalmente deberán ser revisadas en función de los múltiples factores que están en escena, propios de la pandemia.

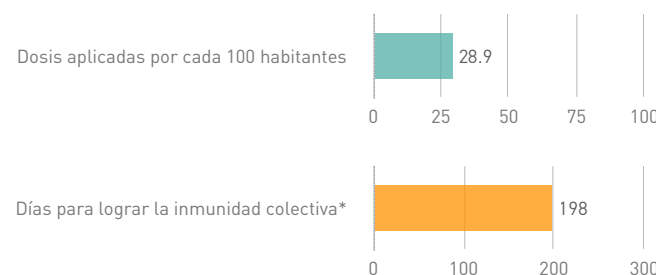
Existe una amplia expectación en la formación del nuevo gobierno liderado por Mario Draghi y su capacidad para implementar reformas que permitan aumentar la productividad de la economía. Aunque con resistencias políticas, es factible esperar éxito en las reformas de la administración pública y la justicia, junto a la canalización de los fondos europeos hacia sectores que necesiten mejoras en la productividad. La previsible entrada de los fondos europeos (NGEU) podría añadir 0,5% de contribución al PIB de 2021.

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 27/04/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



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

En cuanto a los riesgos para la economía italiana, vuelve a la primera línea de las preocupaciones el nivel de deuda soberana, ante la entrada de fondos de la Unión Europea que, en buena medida, se tendrán que devolver. También es importante la cuestión de si esos fondos son o no correctamente dirigidos a aumentar la productividad de la economía y a la realización de reformas estructurales. Es posible que, si esos fondos no son bien utilizados, el resultado sea solo un incremento en la carga de la deuda a medio-largo plazo. Otra duda presente en los mercados es quién va a sustituir al BCE en la demanda de bonos italianos una vez que termine el "Programa de Compras de la Emergencia Pandémica".

- **El sector industrial y las exportaciones italianas se benefician de la recuperación mundial; sin embargo, el consumo depende aún de las restricciones a la movilidad.**
- **El crecimiento y la sostenibilidad fiscal de largo plazo pendientes de NextGenEU y de las necesarias reformas.**
- **Para 2021, la previsión de crecimiento del PIB italiano se sitúa en el 4,7%.**

1.2.6 Reino Unido

El inicio de un año complejo, pero las confianzas se van recuperando ante las perspectivas de mejora.

Reino Unido es el país europeo más adelantado en vacunación, con más de 67,1 dosis por cada 100 habitantes, por lo que se espera una pronta relajación de las restricciones a la movilidad y al contacto social que actualmente implican un índice de restricción en torno al 66% (véase la Gráfica 1.2.6-c). No obstante, persisten aún muchas incertidumbres con respecto a la correlación entre la eficacia de la vacuna, y si los vacunados impiden o no el contagio, ya que de eso dependerá la vuelta a la normalidad. Como se está observando en todos los países, el control del número de casos en un determinado momento no está evitando las

sucesivas olas y sus correspondientes cierres. Además, todo ello concurre con la existencia de nuevas variantes del virus.

Los datos de actividad revelan un inicio de año complicado, aunque mejor de lo esperado por el consenso; con unas restricciones de movilidad altas, que solo se suavizaron a finales del mes de febrero. Las ventas al por menor en febrero estaban por debajo del año 2020 y las matriculaciones de vehículos disminuyeron en un -35,5%. La producción Industrial se ha recuperado con respecto a 2020, pero sigue un -5% por debajo de 2019. La confianza del consumidor (GfK) mejora desde el principio de año, ante la esperanza de una temprana vuelta a la normalidad, situándose en -16 en marzo. De esta forma, nuestra estimación de crecimiento para 2021 y 2022 es de 5,1% y 5,2%, respectivamente. La recuperación se aprecia con un soporte moderado del consumo privado (+1,8%), con un apoyo sustancial del gasto del gobierno (+14,4%) y de la inversión (+6,4%), mientras que el sector exterior todavía no se ve como un motor de recuperación (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

Por otra parte, la inflación sigue reducida a principios de este año, situándose en 0,4% en febrero y con la subyacente en 0,9%. Sin embargo, se espera un repunte temporal a lo largo del año, acercándose a un nivel del 2%, impulsada por los niveles del petróleo superiores a 60 USD/bl, comparados con los 30-40 USD/bl del año 2020.

El Banco de Inglaterra, en su reunión del 17 de marzo de 2021, se ha decidido mantener

- **Los niveles de restricciones fueron muy elevados a principios de año, pero ya se empiezan a flexibilizar.**
- **La vacunación progresa de forma satisfactoria, lo que mantiene altas las esperanzas de que esta aliente la recuperación.**
- **Las exportaciones se ven afectadas por los efectos del Brexit.**
- **La previsión de crecimiento del PIB para 2021 se ha revisado hasta el 5,1%.**

Tabla 1.2.6

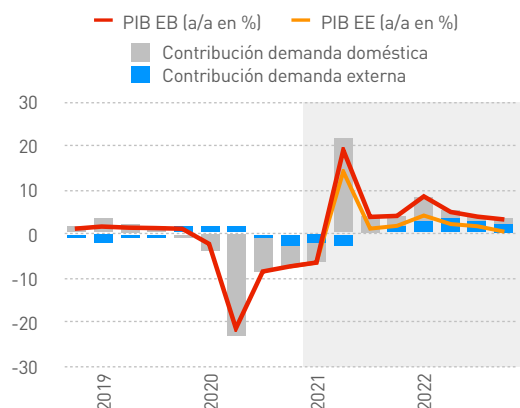
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a, media)	1.7	1.7	1.3	1.4	-9.8	5.1	5.2	2.7	2.2
Contribución de la demanda doméstica	3.1	1.5	0.3	1.8	-9.9	5.7	2.4	3.1	-0.8
Contribución de la demanda externa	-1.4	0.2	0.9	-0.4	0.1	-0.6	2.8	-0.4	3.0
Contribución del consumo privado	2.3	0.6	0.8	0.7	-6.6	1.1	1.6	-1.2	-1.2
Contribución de la inversión total	0.8	0.5	0.1	0.3	-1.6	1.1	0.8	0.9	0.5
Contribución del gasto público	0.2	0.1	0.1	0.7	-1.2	2.9	0.1	2.9	0.1
Consumo privado (% a/a, media)	3.7	1.0	1.3	1.1	-10.6	1.8	2.6	-1.9	-2.1
Consumo público (% a/a, media)	1.0	0.7	0.6	4.0	-6.4	14.4	0.7	14.4	0.7
Inversión total (% a/a, media)	4.5	2.8	0.4	1.5	-8.8	6.4	4.5	5.0	2.6
Exportaciones (a/a en %)	2.7	5.5	3.0	2.6	-15.7	-0.6	8.4	-2.4	5.1
Importaciones (a/a en %)	4.0	2.7	2.7	2.8	-17.8	3.0	2.4	0.4	-1.7
Tasa de paro (% , último trimestre)	4.7	4.4	4.0	3.8	5.1	7.1	6.0	8.1	7.7
Inflación (% a/a, último trimestre)	1.8	2.7	2.0	1.3	0.8	1.8	1.5	2.6	2.8
Balance fiscal (% PIB)	-3.3	-2.4	-2.2	-2.4	-12.4	-13.5	-6.6	-14.4	-8.6
Balance fiscal primario (% PIB)	-0.6	0.5	0.5	0.1	-10.3	-12.1	-4.7	-12.9	-6.5
Balance comercial (% PIB)	-6.6	-6.5	-6.4	-5.9	-5.5	-5.7	-4.6	-5.6	-4.3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-5.5	-3.8	-3.7	-3.1	-3.5	-3.5	-1.8	-3.4	-1.5
Tipo de interés oficial (final período)	0.25	0.50	0.75	0.75	0.10	-0.15	-0.50	-0.28	-0.09
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0.37	0.52	0.91	0.79	0.03	-0.01	-0.02	-0.01	-0.02
Tipo de interés a 10 años (final período)	1.24	1.19	1.27	0.83	0.20	0.83	0.96	1.90	2.47
Tipo de cambio vs USD (fin período)	1.23	1.35	1.28	1.32	1.37	1.37	1.40	1.35	1.32
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	1.17	1.13	1.12	1.18	1.11	1.18	1.18	1.15	1.15
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	3.7	4.0	3.1	2.1	2.8	2.5	2.3	2.3	1.5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	4.5	9.4	7.1	-2.6	5.6	0.1	1.1	0.1	1.1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7.7	8.4	5.3	2.7	10.7	-1.2	4.9	-0.8	6.9
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	7.6	5.7	6.1	6.5	15.8	14.2	13.0	15.9	16.4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

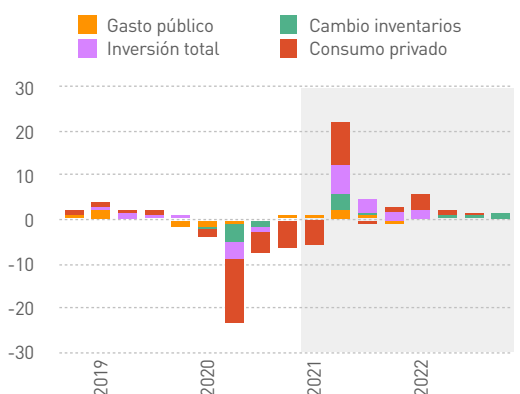
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

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



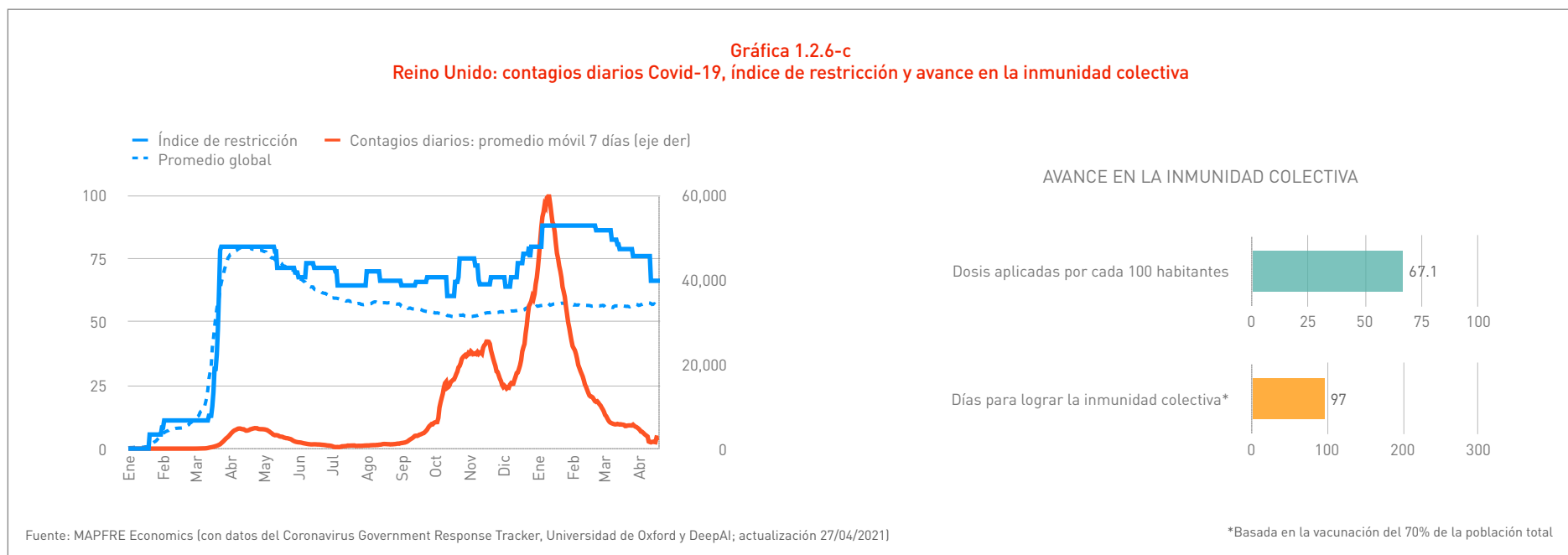
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Office for National Statistics)

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



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

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



el tipo de interés bancario en el 0,1% y el *stock* de compras de bonos corporativos no financieros con grado de inversión en libras esterlinas, en 20.000 millones (financiados por la emisión de reservas del banco central). Además, también continuará con su actual programa de compras de bonos del Estado, cuyo objetivo es de 875.000 millones de libras esterlinas y, por lo tanto, el *stock* total objetivo de compras de activos se situaría en 895.000 millones libras. El banco central no tiene intención de endurecer la política monetaria, al menos hasta que haya indicios de que se están realizando progresos significativos en la eliminación de la capacidad excedentaria y en la consecución del objetivo de inflación del 2% de manera sostenible.

En el ámbito de los riesgos, está el de una retoma lenta de las exportaciones a raíz de las disrupciones del Brexit. Sin embargo, si el gobierno consigue mantener los niveles de empleo hasta que termine la

crisis y la ciudadanía británica se decide a gastar parte del ahorro que acumuló durante este periodo de restricciones, podría conseguirse una más rápida retoma del crecimiento.

1.2.7 Japón

Una recuperación basada en las exportaciones.

Los indicadores de consumo muestran un arranque de año todavía difícil para la economía japonesa, con las ventas al por menor por debajo del año 2020 (-1,5% febrero), al igual que las ventas en los grandes almacenes (-4,8% febrero). Así, la economía se recupera, pero lentamente, y tardará todavía dos años en volver a los niveles de 2019, es decir, en el 2023. La recuperación de 2021 vendrá impulsada por las exportaciones,

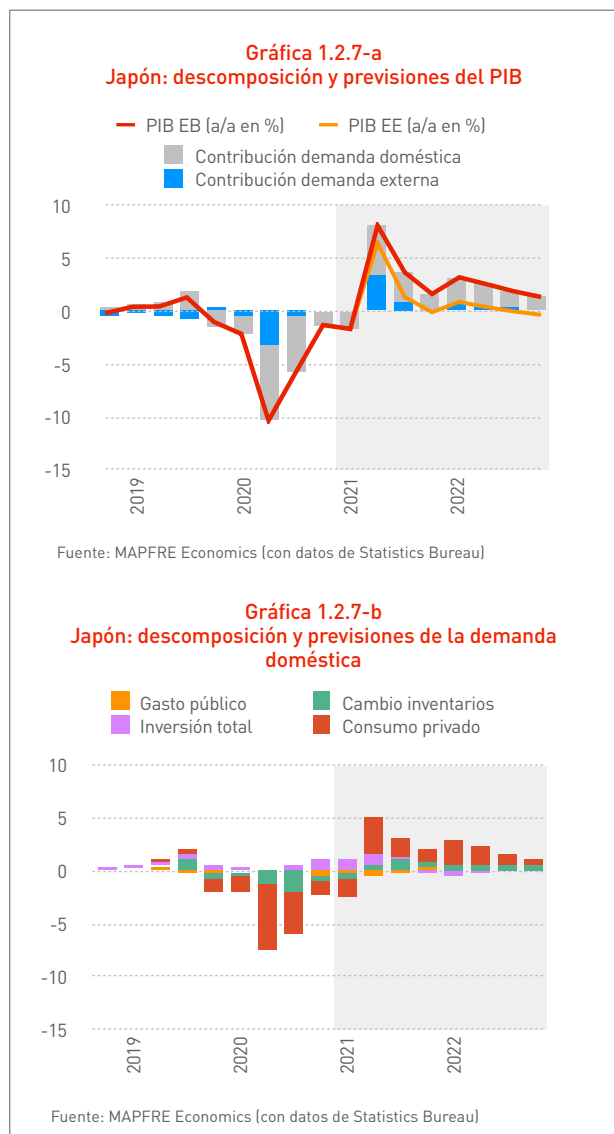
Tabla 1.2.7

Japón: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a, media)	0.7	1.7	0.6	0.3	-4.9	2.9	2.2	1.5	0.2
Contribución de la demanda doméstica	0.2	1.2	0.5	0.5	-3.9	1.9	1.8	0.8	0.2
Contribución de la demanda externa	0.5	0.5	0.0	-0.2	-1.0	1.0	0.4	0.7	0.0
Contribución del consumo privado	-0.3	0.6	0.1	-0.1	-3.2	1.1	1.4	0.5	0.1
Contribución de la inversión total	0.3	0.4	0.1	0.2	-1.1	0.4	0.5	0.1	0.2
Contribución del gasto público	0.3	0.0	0.2	0.4	0.5	0.5	-0.1	0.5	-0.1
Consumo privado (% a/a, media)	-0.5	1.1	0.2	-0.2	-5.9	2.1	2.6	0.9	0.2
Consumo público (% a/a, media)	1.6	0.1	1.0	1.9	2.7	2.3	-0.6	2.3	-0.6
Inversión total (% a/a, media)	1.2	1.7	0.2	0.9	-4.2	1.6	2.1	0.6	0.9
Exportaciones (a/a en %)	1.6	6.6	3.8	-1.4	-12.4	11.0	3.6	7.6	-0.9
Importaciones (a/a en %)	-1.2	3.3	3.8	-0.3	-6.8	4.2	2.7	2.6	0.1
Tasa de paro (% , último trimestre)	3.0	2.7	2.4	2.3	3.0	2.9	2.5	3.3	3.1
Inflación (% a/a, último trimestre)	0.3	0.6	0.9	0.5	-0.8	-0.0	-0.1	-0.4	0.4
Balance fiscal (% PIB)	-3.4	-2.9	-2.2	-2.5	-12.2	-10.4	-6.0	-11.0	-7.8
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	1.0	0.9	0.2	0.1	0.6	1.0	0.7	0.9	0.4
Balance cuenta corriente (% PIB)	3.8	4.2	3.5	3.6	3.3	3.8	4.0	3.6	3.0
Tipo de interés oficial (final período)	-0.06	-0.06	-0.06	-0.07	-0.03	-0.34	-0.50	1.14	2.11
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0.05	-0.02	-0.07	-0.05	-0.08	-0.33	-0.50	1.14	2.11
Tipo de interés a 10 años (final período)	0.04	0.05	0.01	-0.02	0.04	-0.14	-0.26	0.88	1.34
Tipo de cambio vs USD (fin período)	116.80	112.90	110.83	109.12	103.54	111.49	108.23	105.64	105.58
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	123.12	135.40	126.90	122.59	127.05	129.97	128.46	123.71	121.23
Crédito privado (% a/a, media)	2.2	4.2	2.6	2.0	5.4	3.6	-1.7	2.1	-5.1
Crédito familias (% a/a, media)	1.5	2.5	3.0	2.4	3.3	0.2	-1.8	-0.2	-4.5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1.8	2.2	1.9	3.4	7.5	2.0	-0.6	1.9	-0.6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-0.2	8.0	6.3	3.0	16.6	-1.0	-5.6	-0.9	-5.5
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	3.3	2.6	4.3	5.3	12.2	7.3	4.9	7.8	5.1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

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



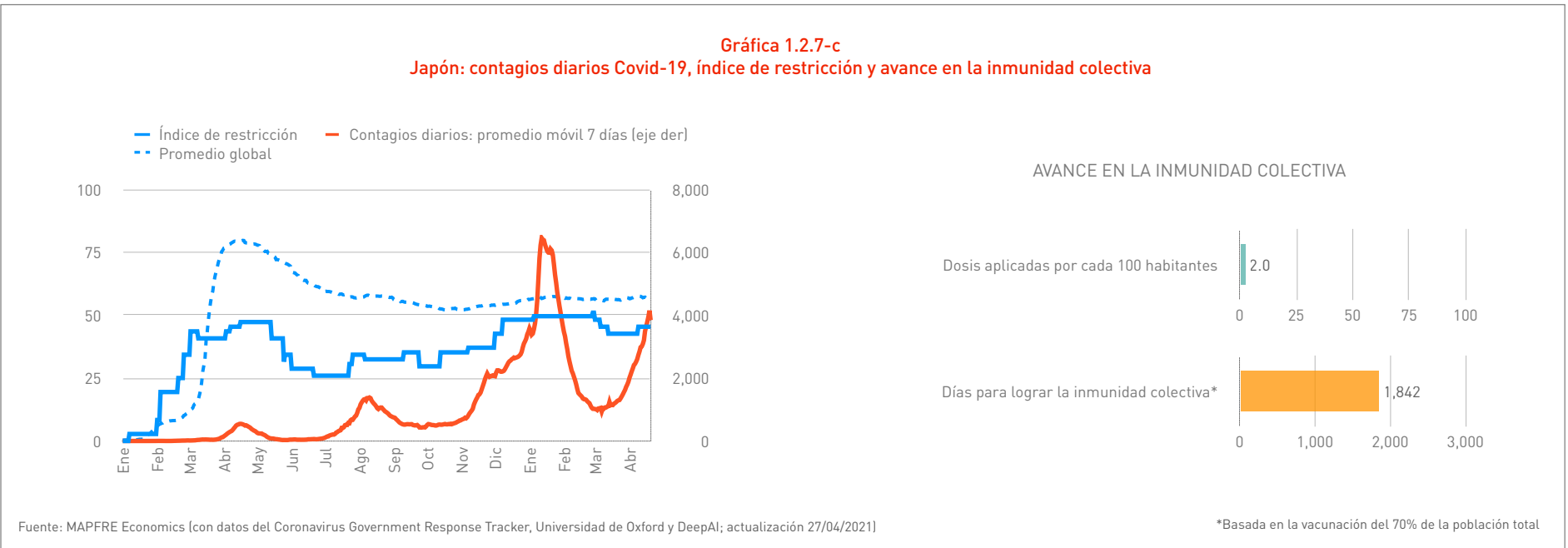
gracias a la mejoría del contexto exterior. Sin embargo, a nivel interno, el consumo no se restablecerá plenamente mientras el consumo de servicios no se normalice.

A finales de marzo el estado de emergencia se levantó en Tokio, y el índice de restricción se situó en 45%, uno de los más bajos entre los países analizados en este informe (véase la Gráfica 1.2.7-c). El plan de vacunación en Japón está apenas empezando (con un avance de apenas el 2,0% de la población con al menos una dosis recibida) y de ahí que haya dudas de si un levantamiento prematuro de las restricciones llevará a una nueva ola de la pandemia. En principio, no se esperan más ampliaciones de los paquetes de ayuda. Este año está prevista la realización de los Juegos Olímpicos y solo en el caso de que tuvieran que ser cancelados por no

reunirse las condiciones de seguridad sanitaria, veríamos probable que el gobierno active nuevas medidas de ayuda para mitigar el impacto negativo que supondría dicha cancelación.

La producción industrial crece, pero sigue por debajo del año anterior (-2,6%, febrero), aunque la producción de vehículos y los pedidos de maquinaria mejoran. El PMI de manufacturas está en zona de expansión, pero el de servicios y compuesto, a pesar de que mejoran, siguen en zona de contracción (<50 puntos). Un sondeo de Reuters sobre la encuesta del índice de condiciones de negocio Tankan apunta a una mejora de sentimiento de negocio entre los empresarios de las manufacturas. En cuanto a indicadores adelantados, los "indicadores coincidentes" más recientes dan señales mixtas sin una clara tendencia. Con base en este contexto,

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



hemos revisado al alza la estimación de crecimiento del PIB para 2021 al 2,9%, debido especialmente a la reducción de restricciones a partir de abril y a que la actividad se vaya normalizando hacia la segunda mitad de 2021; para 2022, la previsión de crecimiento económico se situaría en el 2,2% (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

La inflación, por su parte, está en territorio negativo, -0,4% en marzo, con la subyacente en +0,4%, y se prevé que siga en negativo en los próximos trimestres a pesar de la subida del petróleo. El Banco de Japón, en su reunión del 18 de marzo, mantuvo los tipos de interés sin cambios en -0,10%, pero introdujo varios cambios en su marco que aumentan su flexibilidad y durabilidad para el prolongado esfuerzo de reflación de la economía. Los ajustes se hicieron en líneas generales a las expectativas. El rendimiento de la deuda pública de referencia tendrá un poco más de espacio para moverse y el banco central tendrá más margen para recortar las compras de activos cuando las condiciones del mercado lo permitan. El Banco de Japón ha introducido un nuevo mecanismo que le permitirá intervenir contundentemente si el rendimiento del JGB a 10 años amenaza con desviarse de su rango de tolerancia. Así, el banco central dijo que su rango objetivo para el rendimiento del JGB a 10 años es de +/- 0,25 puntos porcentuales en torno al 0%.

Los riesgos para la economía japonesa podrían materializarse en unas menores exportaciones respecto de lo esperado, un retraso en el avance de la campaña de vacunación y en un aumento de las restricciones a la

- **2021 será el año de los Juegos Olímpicos y de la renovación de primer ministro.**
- **La recuperación de la economía japonesa se mantendrá lenta mientras no haya total normalidad en el sector servicios.**
- **Las exportaciones son el componente que más está contribuyendo a la recuperación.**
- **La previsión de crecimiento de la economía del Japón para 2021 se ha revisado ligeramente al alza para situarse en el 2,9%.**

movilidad de población. El mandato del primer ministro solo dura hasta septiembre de 2021, lo que eleva la incertidumbre relativa a la política económica y la continuación de las políticas "Abenomics" implantadas por su antecesor.

1.2.8 Turquía

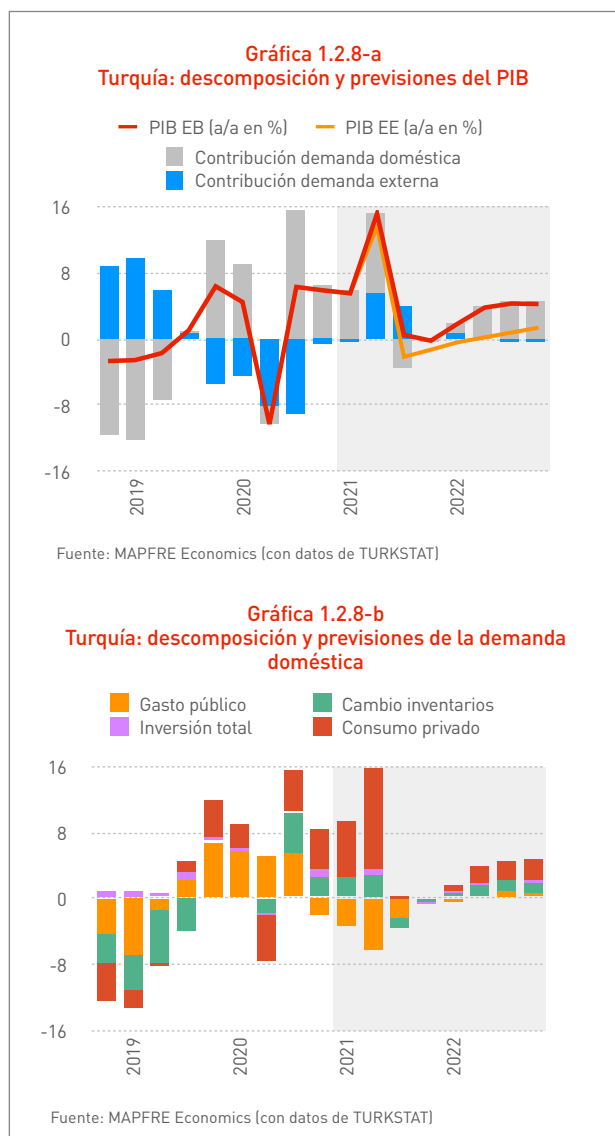
Actividad robusta, aunque con presencia de inflación y un tipo de cambio débil.

La economía turca creció un 1,6% en 2020, un hecho más que reseñable si se tiene en cuenta que la mayor parte de las economías occidentales sufrieron caídas abruptas. La pandemia incidió con menor fuerza hasta finales de noviembre, mes en el que repuntó. Las restricciones se mantienen elevadas con un índice de restricción del 83%. Asimismo, el ritmo de aplicación de vacunas se ha acelerado a partir de febrero, con un nivel de vacunación del 25% (véase la Gráfica 1.2.8-c).

En este contexto, hemos elevado nuestra previsión de crecimiento del PIB turco para 2021, situándola en 5,2%, y en 3,5% para 2022 (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b). El consumo privado crecerá previsiblemente un 8,0%, la inversión un 3,7% y las exportaciones un 22,3% (compensando una caída del -15,2% en 2020).

- **La previsión de crecimiento del PIB turco en 2021 es de un 5,2%.**
- **La inflación mantiene presiones al alza (+16,2%), especialmente en alimentos.**
- **El Banco Central ha vuelto a subir los tipos de interés al 19,0% como respuesta a la inflación y a la debilidad cambiaria.**
- **El endeudamiento en dólares vuelve a la primera línea de preocupaciones, ante las subidas de tipos de interés en los mercados y las elevadas renovaciones previstas para 2021.**

Tabla 1.2.8
Turquía: principales agregados macroeconómicos

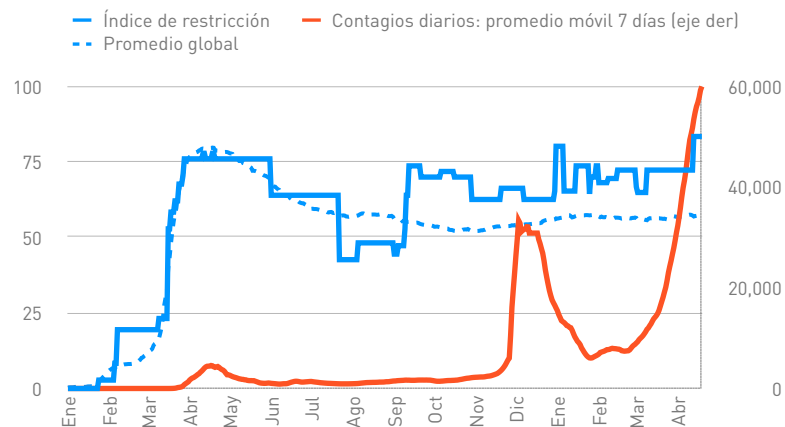


	2016	2017	2018	2019	2020 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 ^(p)	2022 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
PIB (% a/a, media)	3.4	7.4	3.3	0.8	1.6	5.2	3.5	3.9	0.5
Contribución de la demanda doméstica	4.6	7.0	0.1	-1.9	7.1	2.9	3.5	1.4	0.1
Contribución de la demanda externa	-1.1	0.4	3.2	2.7	-5.5	2.4	0.0	2.5	0.4
Contribución del consumo privado	2.3	3.5	0.6	0.8	1.7	4.8	1.7	3.4	-1.2
Contribución de la inversión total	0.7	2.4	0.2	-3.6	1.5	0.9	1.1	1.0	0.8
Contribución del gasto público	1.3	0.7	0.9	0.6	0.3	0.1	0.3	0.0	0.1
Consumo privado (% a/a, media)	3.8	5.9	0.9	1.5	3.0	8.0	2.9	5.6	-2.0
Consumo público (% a/a, media)	9.8	5.2	6.6	4.6	2.1	0.6	2.3	0.1	0.9
Inversión total (% a/a, media)	2.4	8.2	0.5	-12.1	6.3	3.7	4.4	3.8	3.2
Exportaciones (a/a en %)	-1.6	12.5	8.7	5.1	-15.2	22.3	3.3	20.7	1.0
Importaciones (a/a en %)	3.0	10.5	-4.9	-4.2	8.2	9.0	5.8	7.0	1.6
Tasa de paro (% , último trimestre)	12.1	10.3	12.3	13.3	12.9	12.2	11.1	12.5	11.8
Inflación (% a/a, último trimestre)	8.5	11.9	20.3	11.8	14.6	14.9	9.2	20.2	11.9
Balance fiscal (% PIB)	-1.3	-1.6	-1.9	-2.9	-3.5	-3.4	-3.4	-3.7	-4.8
Balance fiscal primario (% PIB)	0.7	0.2	0.0	-0.6	-0.8	-0.1	0.5	-0.2	0.1
Balance comercial (% PIB)	-4.6	-6.8	-5.2	-2.2	-5.3	-5.1	-5.7	-5.6	-6.7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3.1	-4.8	-2.8	0.9	-5.1	-3.6	-3.6	-4.4	-4.9
Tipo de interés oficial (final período)	8.31	12.75	24.06	11.43	17.03	16.92	12.03	22.42	14.44
Tipo de interés a 3 meses (final período)	9.90	14.61	24.07	10.76	17.53	17.77	13.48	25.65	19.54
Tipo de interés a 10 años (final período)	11.40	11.72	16.53	11.95	12.51	14.91	12.40	18.19	14.70
Tipo de cambio vs USD (fin período)	3.52	3.80	5.29	5.95	7.44	8.93	9.13	10.67	10.92
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3.71	4.55	6.06	6.68	9.11	10.41	10.84	12.49	12.54
Crédito privado (% a/a, media)	13.1	20.9	20.2	8.4	30.1	8.6	8.2	10.8	9.6
Crédito familias (% a/a, media)	7.1	17.5	9.8	3.3	41.8	15.8	10.6	13.6	4.1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	14.7	24.3	20.9	5.4	26.6	25.5	1.1	10.3	9.6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9.0	27.2	25.1	18.3	21.2	11.5	14.0	10.8	12.4
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	32.8	30.9	30.1	28.6	18.5	14.9	15.8	15.5	17.7

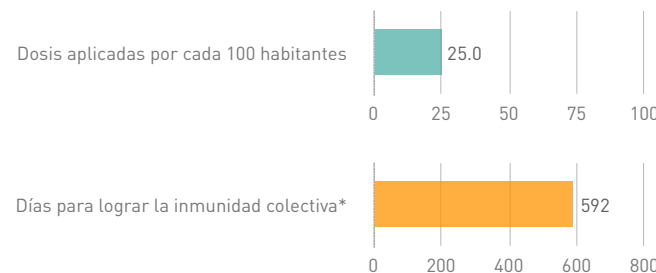
Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

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

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



AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 27/04/2021)

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

El PMI manufacturero de marzo alcanzó 52,6 puntos; la producción industrial se eleva a ritmos cercanos al 8%, y las ventas al por menor al 2%. Asimismo, las ventas de vehículos rebotaron con respecto al año pasado un del 43% en febrero, lo que contrasta con los datos de los países occidentales, por ejemplo en España, donde cayeron un -40%.

Por otra parte, la inflación en marzo aumentó al 16,2%, con la subyacente en 16,9%, alimentos un 17,4%, equipamiento del hogar un 23,6%, y transporte un 25%. La subida del petróleo y de los precios de los alimentos deberán mantener la inflación alta al menos durante el primer trimestre del año para posteriormente suavizarse. La depreciación cambiaria es un factor determinante en todos los productos importados. El Banco Central de Turquía ha subido en +200 puntos básicos los tipos de

interés (Repo a 1 semana), hasta 19,00% en marzo, motivado por el nuevo repunte de la inflación y la reciente debilidad de la lira turca.

El déficit por cuenta corriente ha alcanzado un -5,3% en 2020 por la caída de las exportaciones, pero se espera que con la recuperación de las exportaciones este año, este se sitúe más cerca del -4%. El alto endeudamiento externo en dólares de la economía turca ha vuelto a la primera línea de las preocupaciones de los inversores, dado el hecho de las subidas de tipos de interés que se están viendo en algunos mercados de bonos y la reciente debilidad de la lira turca, que se encontraba a finales de marzo en niveles de 7,5 TRY/USD, enfrentando unas renovaciones de deuda en dólares de cerca del 20% del PIB en 2021.

Con la masa monetaria creciendo por encima del 25% y una inflación superior al 15%, seguirá habiendo presión en el tipo de cambio.

1.2.9 México

Recuperación lenta apoyada por el contexto externo, pero con inflación en aumento.

La economía mexicana sigue avanzando, con la pandemia algo más controlada por el momento, pero con un ritmo de vacunación lento (solo el 12,6% de la población ha recibido al menos una dosis). Asimismo, las restricciones a la movilidad se han ido relajando (con el índice de restricción en niveles del 44%), siendo estas más laxas que en otros países (véase la Gráfica 1.2.9-c). A su vez, el precio del petróleo está recuperándose en beneficio de las cuentas públicas y de las exportaciones. De igual forma, el crecimiento previsto para Estados Unidos y su demanda de manufacturas representan una coyuntura favorable para la economía mexicana. Las inversiones previsiblemente se recuperarán de la caída del -18,3% del año anterior, gracias a la mejora en las expectativas y a que el valor de la moneda frente al dólar se mantiene estable.

- La actividad se recupera por las menores restricciones, así como por la mejora de las exportaciones y, marginalmente, de la inversión.
- El precio del petróleo se recupera, mientras la inflación repunta, incluida la subyacente.
- El Banco de México prioriza la estabilidad financiera y de los precios.
- Las ayudas a Pemex siguen siendo una fuente de preocupación para las cuentas públicas.
- Se ha revisado al alza la previsión de crecimiento del PIB mexicano para 2021 para situarla en el 4,9%.

De cara al año 2021, se prevé que las exportaciones, y en menor grado la inversión, serán los motores más importantes de la actividad, sin olvidar la recuperación del consumo que aunque no alcanza los niveles de 2019, se espera que se incremente debido a la eventual relajación de las restricciones. El PMI manufacturero de México, aunque mejora en marzo hasta 45,6 puntos, sigue en zona de contracción, mientras que los nuevos pedidos de fábrica de marzo muestran también tímidas mejoras. El ritmo de vacunación, aunque se ha acelerado en las últimas semanas, todavía está en una fase muy inicial, con ritmos inferiores a los de otros países latinoamericanos como Chile, Argentina o Brasil. La vuelta a la normalidad en los servicios será muy gradual. En este contexto, hemos revisado al alza nuestra estimación de PIB para 2021, situándola en 4,9%, y en 3,1% para 2022, tras haber registrado una fuerte caída del -8,5% en 2020 (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Por su parte, la inflación muestra una tendencia al alza, alcanzando un dato anualizado del 6,05% en la primera quincena de abril (subyacente 4,13%) destacando su aumento en alimentos (5,96%) y 5,32% en otros bienes; en servicios es más baja (2,47%), lo que se asocia a las limitaciones de movilidad. La inflación en los próximos trimestres podría repuntar por efecto de la subida del petróleo; lo que sigue aún como un tema abierto a debate es si este efecto será temporal, ya que no hay inflación de salarios, o si será más estructural a raíz del crecimiento de la masa monetaria. En su reunión de marzo, el Banco de México ha mantenido los tipos oficiales en el 4,00%, y se prevé que los mantendrá en el nivel actual en tanto no se acentúen las presiones inflacionarias.

Los riesgos para la economía mexicana se reparten entre una demora en alcanzar una inmunidad colectiva frente a la pandemia, y la consecuente recuperación del consumo; las enormes ayudas que necesita la petrolera Pemex, que impactarán en las cuentas públicas; los cambios legislativos (*v.gr.*, en el mercado eléctrico) que pueden mermar la confianza inversora; y la aparente persistencia de la inflación (incluyendo la subyacente) que podrían impedir condiciones financieras más estables. Por el lado positivo,

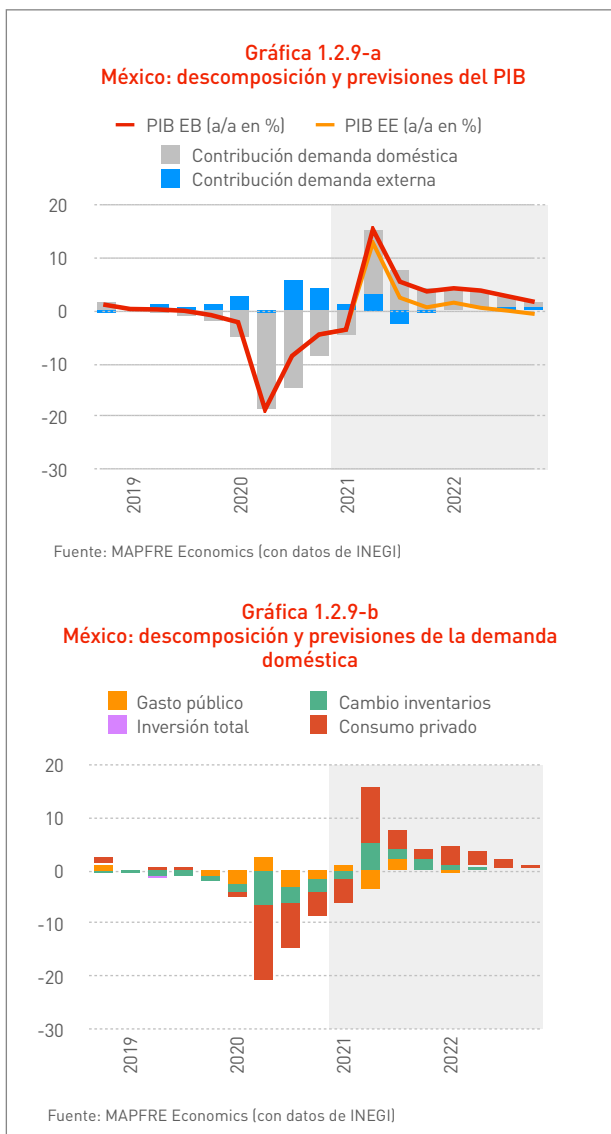
Tabla 1.2.9

México: principales agregados macroeconómicos

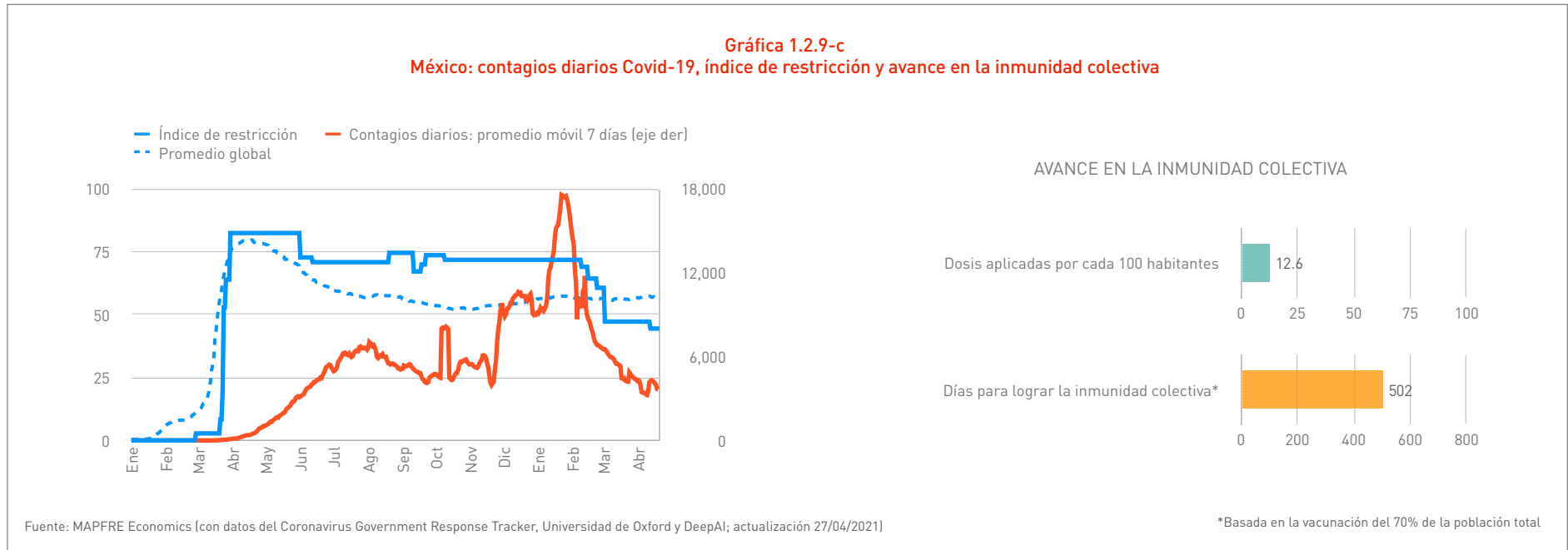
	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a, media)	2.4	2.3	2.2	-0.1	-8.5	4.9	3.1	3.1	0.4
Contribución de la demanda doméstica	2.0	3.2	2.4	-0.9	-11.4	4.6	2.6	2.2	-0.8
Contribución de la demanda externa	0.4	-0.9	-0.2	0.8	3.0	0.3	0.5	0.9	1.2
Contribución del consumo privado	2.3	2.3	1.7	0.4	-7.2	3.0	2.1	1.3	-0.7
Contribución de la inversión total	0.2	-0.2	0.2	-0.9	-3.5	1.6	0.5	1.1	0.3
Contribución del gasto público	0.3	0.1	0.3	-0.2	0.3	0.0	0.2	0.0	0.2
Consumo privado (% a/a, media)	3.5	3.4	2.5	0.6	-10.6	4.8	3.2	2.0	-1.1
Consumo público (% a/a, media)	2.6	0.7	2.9	-1.3	2.3	0.3	1.4	0.3	1.4
Inversión total (% a/a, media)	0.9	-1.1	0.9	-4.6	-18.3	10.9	3.1	7.2	1.8
Exportaciones (a/a en %)	3.6	4.3	6.0	1.5	-6.9	11.0	-0.7	7.9	-3.7
Importaciones (a/a en %)	2.4	6.9	6.4	-0.7	-15.1	12.1	0.4	7.1	-4.8
Tasa de paro (% , último trimestre)	3.5	3.3	3.3	3.4	4.6	4.3	4.4	5.3	6.0
Inflación (% a/a, último trimestre)	3.4	6.8	4.8	2.8	3.2	3.8	2.8	5.0	4.2
Balance fiscal (% PIB)	-2.5	-1.1	-2.0	-1.7	-2.9	-3.6	-3.2	-4.0	-4.2
Balance fiscal primario (% PIB)	-0.1	1.4	0.6	1.1	0.1	-0.8	-0.4	-1.1	-1.2
Balance comercial (% PIB)	-1.2	-0.9	-1.1	0.4	3.2	1.8	1.1	2.5	3.0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2.3	-1.8	-2.1	-0.3	2.5	1.1	0.3	1.6	1.8
Tipo de interés oficial (final período)	5.75	7.25	8.25	7.25	4.25	3.76	3.64	2.63	3.71
Tipo de interés a 3 meses (final período)	6.19	7.66	8.64	7.45	4.47	4.01	3.89	2.88	3.96
Tipo de interés a 10 años (final período)	7.42	7.66	8.70	6.84	5.23	6.03	6.50	6.25	7.59
Tipo de cambio vs USD (fin período)	20.74	19.67	19.65	18.93	19.88	21.49	22.10	25.11	25.56
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	21.86	23.59	22.50	21.27	24.40	25.05	26.23	29.41	29.34
Crédito privado (% a/a, media)	16.3	12.1	10.4	9.0	5.2	2.4	7.2	1.4	6.1
Crédito familias (% a/a, media)	12.8	10.0	8.4	6.2	1.6	12.7	9.0	12.7	8.3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3.5	1.7	-0.8	6.2	3.7	6.2	16.0	5.0	15.6
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	12.8	10.7	12.4	16.4	22.6	20.8	18.4	21.7	20.9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

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



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



La fortaleza de la reactivación económica estadounidense y la recuperación de los precios del petróleo parecen jugar a favor de la economía mexicana.

1.2.10 Brasil

La pandemia se agrava, pero la economía se recupera gracias a las ayudas y a la recuperación mundial.

La economía brasileña en 2021 lucha en contra de la pandemia del Covid-19, la cual se está agravando al marcar un récord de muertes en el mes de marzo, lo que ha implicado una reposición de parte de las limitaciones a la movilidad haciendo que el índice de restricción se sitúe en el 71%. Asimismo, el avance la vacunación es lento, alcanzando el

17,8% de la población con al menos una dosis de la vacuna (véase la Gráfica 1.2.10-c).

Brasil posee una moneda volátil, que se alterna entre las presiones del mercado y las intervenciones del banco central. Además, se encuentra en un contexto político cuya incertidumbre está en aumento, debido a los eventos surgidos recientemente (como el posible regreso de Lula da Silva en las próximas elecciones) y con una inflación al alza que representa una contracorriente, donde el banco central se podrá ver obligado a seguir subiendo tipos de interés.

Las ayudas de emergencia, que se interrumpieron en enero, se han vuelto a restablecer y deberán aportar 40 millardos de reales a la economía

Tabla 1.2.10

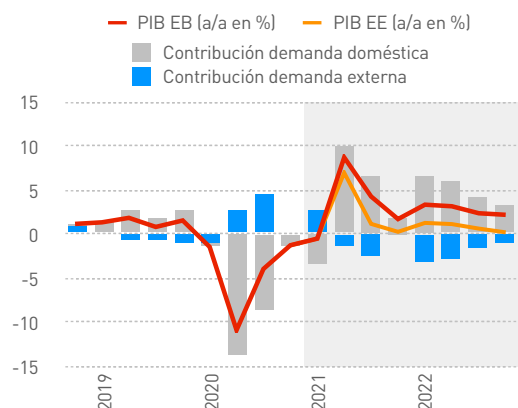
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 ^(p)	2022 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
PIB (% a/a, media)	-3.5	1.6	1.7	1.4	-4.4	3.6	2.8	2.0	0.8
Contribución de la demanda doméstica	-5.4	2.0	2.4	2.0	-5.9	3.8	4.9	1.9	2.6
Contribución de la demanda externa	1.9	-0.4	-0.7	-0.6	1.5	-0.2	-2.2	0.1	-1.8
Contribución del consumo privado	-2.6	1.3	1.6	1.5	-3.8	2.1	2.6	0.7	0.6
Contribución de la inversión total	-2.3	-0.4	0.8	0.6	-0.1	0.4	0.8	-0.0	0.6
Contribución del gasto público	0.0	-0.1	0.1	-0.1	-0.8	0.7	0.2	0.7	0.2
Consumo privado (% a/a, media)	-3.8	2.0	2.4	2.2	-5.5	3.0	3.8	1.0	0.8
Consumo público (% a/a, media)	0.2	-0.7	0.8	-0.4	-4.7	4.1	1.0	4.1	1.0
Inversión total (% a/a, media)	-12.0	-2.5	5.2	3.5	-0.5	3.1	4.7	0.2	3.3
Exportaciones (a/a en %)	1.0	5.3	3.3	-2.2	-2.1	4.9	3.4	3.0	0.2
Importaciones (a/a en %)	-9.7	7.3	7.1	1.1	-9.9	4.9	17.9	1.4	13.1
Tasa de paro (% , último trimestre)	12.0	11.8	11.6	11.0	13.9	11.9	11.7	12.6	12.6
Inflación (% a/a, último trimestre)	6.3	2.9	3.7	4.3	4.5	4.7	3.4	6.3	5.0
Balance fiscal (% PIB)	-9.0	-7.8	-7.0	-5.8	-13.6	-7.8	-6.7	-8.3	-7.9
Balance fiscal primario (% PIB)	-2.5	-1.7	-1.5	-0.8	-9.4	-3.6	-2.2	-4.0	-3.2
Balance comercial (% PIB)	2.5	3.1	2.8	2.2	3.0	3.6	2.2	4.0	3.6
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1.3	-0.7	-2.2	-2.7	-0.9	-1.1	-3.0	-0.9	-2.2
Tipo de interés oficial (final período)	13.75	7.00	6.50	4.50	2.00	5.85	6.19	6.49	8.44
Tipo de interés a 3 meses (final período)	13.65	6.90	6.40	4.40	1.90	5.75	6.09	6.39	8.34
Tipo de interés a 10 años (final período)	11.42	10.21	9.24	6.81	6.98	8.12	8.76	8.92	10.66
Tipo de cambio vs USD (fin período)	3.26	3.31	3.87	4.03	5.20	5.35	5.51	6.32	6.30
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	3.44	3.97	4.44	4.53	6.38	6.23	6.54	7.40	7.23
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	4.4	4.7	7.0	10.8	10.1	14.3	11.2	14.0	10.8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	17.2	17.4	16.4	16.2	19.4	11.6	12.1	12.4	13.8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

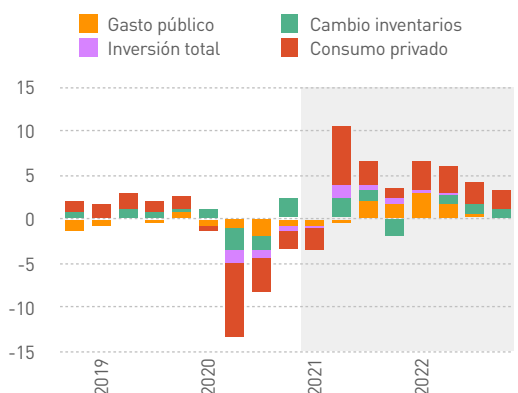
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.10-a
Brasil: descomposición y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)

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

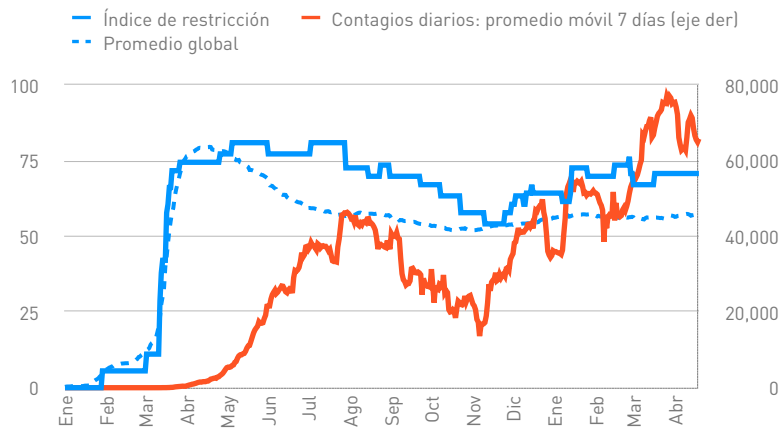


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)

entre abril y julio. Del mismo modo, la recuperación global liderada por China y los Estados Unidos (especialmente después del último plan de estímulo), también aportará positivamente a la economía brasileña. Las ventas al por menor bajaban en febrero un -3,8%, mientras que los PMIs empeoran en marzo por culpa de la pandemia, con el compuesto en 45,1, el manufacturero en 52,8 y el de servicios en 44,1 puntos. A partir de estos elementos, hemos revisado la previsión de crecimiento del PIB a 3,6% y 2,8% para 2021 y 2022, respectivamente, después de una caída del -4,4% en el año 2020. Se espera una recuperación en el consumo (+3,0%) y en las exportaciones (+4,9%), en virtud de las ayudas a las familias y por el efecto de la recuperación mundial (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

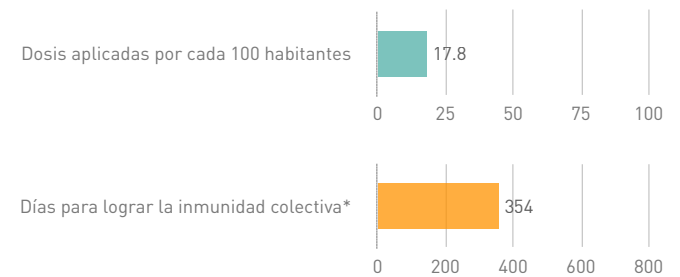
La inflación de marzo subió al 6,1% (IPCA general) y se encuentra por encima del objetivo de 3,25%, confirmando así una tendencia al alza originada en buena medida por la mayor demanda relacionada con el programa de ayudas a las familias, y que se ha traducido en impactos en los precios de los alimentos y bebidas (+14% a/a), transporte (+8,6%) y combustibles (+18,0%). Una inflación que persista al alza obligará al banco central a subir tipos de interés, lo cual puede ser inoportuno en estos momentos, ya que la economía no está recuperada. En su reunión de marzo, el banco central ha subido los tipos de interés SELIC en 75 puntos básicos hasta el 2,75%, atendiendo a las presiones inflacionarias que también están presionando a la moneda. Cabe señalar que algunos responsables en el banco central han dado señales de que el banco está dispuesto a realizar lo necesario para defender la moneda.

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 27/04/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



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

Los riesgos para la economía brasileña podrán venir de sucesivas olas de pandemia, de un ritmo de vacunación lento que retrase la vuelta a la normalidad, de los recientes eventos políticos y de unas medidas fiscales de apoyo que, a pesar de ser positivas, no son extensibles por mucho tiempo, ya que se encuentran bajo riesgo de deteriorar la solvencia soberana. La pandemia y la necesidad de políticas acomodaticias también tienen el peligro de retrasar las reformas estructurales necesarias para el mejor desempeño de la economía brasileña.

- **Las ayudas a las familias se restablecen para evitar una caída económica más profunda.**
- **Hay recuperación, pero no llega aún a los niveles de 2019.**
- **La lucha política se intensifica y es un factor de volatilidad.**
- **Las presiones inflacionistas inician un nuevo ciclo alcista de tipos de interés.**
- **Se ha revisado al alza la previsión de crecimiento del PIB brasileño en 2021 al 3,6%.**

1.2.11 Argentina

Contexto marcado por el aumento de masa monetaria, la depreciación de la moneda y la inflación, en un año de elecciones.

Argentina tendrá elecciones legislativas de mitad del mandato el 24 de octubre de 2021, en las cuales se elige a 127 de los 257 diputados del congreso, y a 24 de los 72 senadores, representando 8 de sus provincias. Las primarias tendrían lugar el 8 de agosto, pero de acuerdo con la mayoría de los gobernadores se está tramitando su cancelación a causa de la pandemia. En año de elecciones las políticas no suelen estar orientadas a las reformas, sino que suelen ser de estímulo, aunque en este caso sin gran espacio de maniobra. De esta manera, el gobierno estará centrado en contener la inflación, que deberá estar en torno a un 45% en 2021, mediante el control de algunos precios clave, así como en asegurar la estabilidad de la moneda manteniendo controles de cambio.

Las condiciones externas mundiales de bajos tipos de interés y de elevada liquidez, proporcionan a Argentina un contexto benigno que le permite ir avanzando en las necesarias reformas estructurales. Sin embargo, en año de elecciones, estas serán difíciles de llevar a cabo.

En el mes de marzo, la pandemia del Covid-19 presentaba unos indicadores moderados con menos de 150 casos por millón, gracias a unas restricciones muy elevadas. Sin embargo, a lo largo de abril se ha dado el inicio de una nueva oleada de contagios haciendo que el índice de restricción no se haya flexibilizado, estacionándose en un valor en torno al 72%. De igual forma, la velocidad de vacunación ha sido relativamente lenta en la medida en que solo el 15,5% de la población ha recibido al menos una dosis de la vacuna (véase la Gráfica 1.2.11-c). En este entorno, se prevé que la economía se recupere en 2021 con un crecimiento del 6,0% en 2021, y del 3,2% en 2022, luego de una profunda caída del -9,7% en 2020 (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b). A semejanza del resto del mundo, la recuperación estará pendiente de la restauración de los niveles de movilidad habituales.

Por otra parte, en el mes de febrero la inflación se ha situado en un 40,7% y deberá tener un repunte a lo largo de este año debido al ascenso de los precios de la energía, en concreto, del petróleo Brent que se acerca a los 70 USD/bbl. El banco central, en su reunión del 5 de marzo, ha rebajado el rango bajo del tipo de interés de referencia LELIQ a 7 días en dos puntos, del 40% al 38%, con efectos desde la subasta del 10 de marzo. Con esta reducción, la tasa de

- **El peso argentino sigue en su senda de depreciación, con la masa monetaria creciendo por encima del 60%.**
- **En año de elecciones (de mitad de mandato), no es de esperar austeridad ni reformas estructurales.**
- **Se prevé que la inflación se ubique en el 45% en 2021, pero estabilizándose, y el contexto externo acomodaticio propicia unas condiciones benignas para atrasar las reformas estructurales para después de elecciones.**
- **La previsión de crecimiento del PIB argentino para 2021 se sitúa en el 6,0%.**

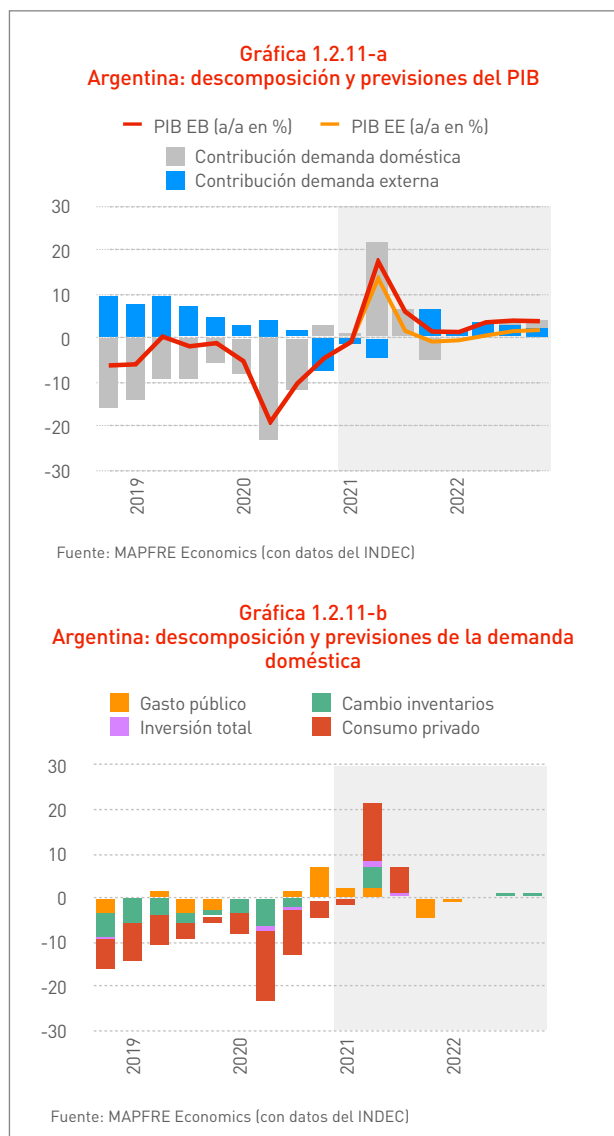


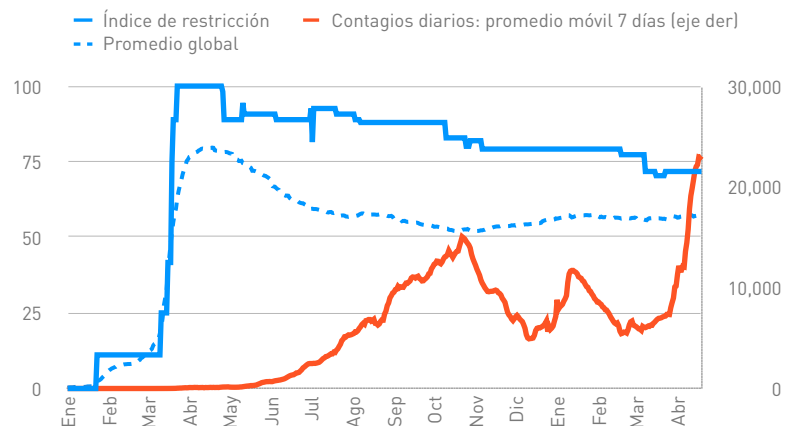
Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a, media)	-2.0	2.8	-2.4	-2.1	-9.7	6.0	3.2	3.4	0.9
Contribución de la demanda doméstica	-1.6	6.4	-3.9	-9.4	-10.0	6.0	0.6	2.4	-2.7
Contribución de la demanda externa	-0.4	-3.6	1.5	7.3	0.3	0.0	2.7	1.1	3.6
Contribución del consumo privado	-0.5	3.0	-1.6	-4.8	-8.7	4.6	0.1	1.7	-2.7
Contribución de la inversión total	-1.1	2.5	-1.2	-3.2	-3.0	1.3	0.7	0.5	0.3
Contribución del gasto público	-0.1	0.4	-0.2	-0.1	-0.6	0.4	0.2	0.4	0.2
Consumo privado (% a/a, media)	-0.7	4.2	-2.4	-6.3	-12.2	6.8	0.1	2.5	-3.9
Consumo público (% a/a, media)	-0.5	2.7	-1.6	-1.0	-4.2	3.0	1.6	3.0	1.6
Inversión total (% a/a, media)	-5.7	13.2	-4.8	-15.5	-17.5	10.7	4.3	5.3	1.6
Exportaciones (a/a en %)	6.0	2.6	0.8	9.1	-16.2	6.6	2.7	5.3	-1.6
Importaciones (a/a en %)	6.1	15.5	-3.6	-18.5	-17.2	9.8	0.4	3.8	-7.7
Tasa de paro (% , último trimestre)	7.6	7.2	9.1	8.9	11.2	9.2	7.4	10.0	8.6
Inflación (% a/a, último trimestre)	37.5	23.3	47.4	52.2	36.1	44.5	29.9	50.8	31.6
Balance fiscal (% PIB)	-5.8	-5.9	-5.0	-3.8	-8.7	-5.9	-4.0	-6.6	-5.2
Balance fiscal primario (% PIB)	-4.2	-3.8	-2.3	-0.4	-6.6	-4.5	-2.5	-5.1	-3.6
Balance comercial (% PIB)	0.8	-0.8	-0.1	4.1	3.8	4.2	4.3	5.2	6.1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2.7	-4.8	-5.0	-0.9	1.0	1.5	1.2	1.9	2.5
Tipo de interés oficial (final período)	24.75	28.75	59.25	55.00	38.00	37.88	23.85	35.56	24.22
Tipo de interés a 3 meses (final período)	26.23	27.44	56.76	45.13	29.54	30.88	22.55	31.32	23.55
Tipo de interés a 10 años (final período)	7.00	5.91	10.86	19.36	14.61	9.88	7.29	11.78	9.43
Tipo de cambio vs USD (fin período)	15.89	18.65	37.70	59.89	84.15	117.88	145.98	145.58	171.55
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	16.75	22.37	43.17	67.28	103.26	137.41	173.26	170.51	196.97
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INDEC)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

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

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 27/04/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



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

referencia en términos efectivos se ubica en un 45,4% a/a, lo que mantiene los tipos de interés reales en terreno positivo, margen que parece suficiente para promover el ahorro en pesos, así como para recomponer la situación crediticia de familias y empresas a través de la reactivación del crédito. Con la base monetaria M3 creciendo al 63% (marzo), la moneda continúa su depreciación, a pesar de la debilidad del dólar con respecto a otras monedas. Esto indica que la depreciación mantiene una alta correlación con la inflación y expansión de la masa monetaria.

Argentina necesita un plan de consolidación fiscal y un freno en la expansión monetaria. Estos objetivos serán muy difíciles de alcanzar, sobre todo en medio de una pandemia y en año electoral, así que la estabilidad macroeconómica sigue siendo de alto riesgo. Por otra parte, como dato positivo se encuentra la recuperación de los precios de la

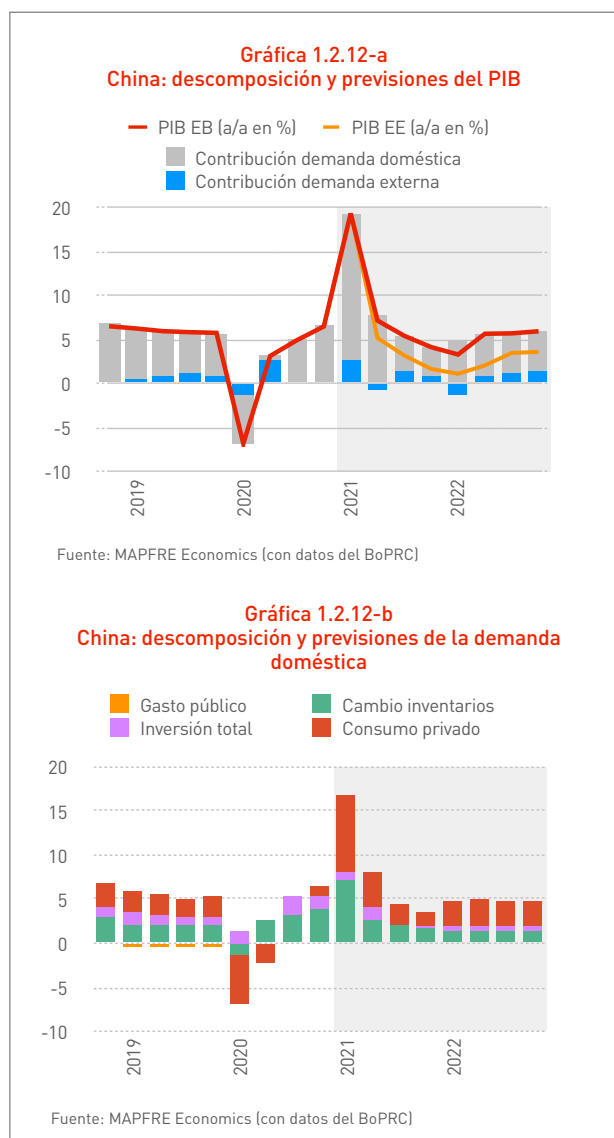
energía y de otras materias primas, puesto que pueden favorecer las exportaciones, los ingresos fiscales y disminuir los desequilibrios macroeconómicos.

1.2.12 China

La más sólida de las grandes economías, fuertemente apoyada en las exportaciones y en las medidas de estímulo.

China es una economía que está sorprendiendo por su resiliencia. Entre las grandes economías, parece ser la que mejor ha superado el problema pandémico, registrando un número mínimo de contagios a lo largo de un período que se extiende a lo largo de un año. Como lugar donde comenzó la pandemia, esta se controló desde el principio con duras restricciones y

Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos



	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base [EB]		Estresado [EE]	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a, media)	6.9	7.0	6.8	6.0	2.0	8.9	5.2	7.3	2.6
Contribución de la demanda doméstica	7.6	6.6	7.2	5.1	1.7	7.8	4.6	6.4	2.0
Contribución de la demanda externa	-0.8	0.3	-0.5	0.9	0.3	1.1	0.6	0.9	0.6
Contribución del consumo privado	3.3	3.6	3.2	2.4	-1.6	4.1	2.7	3.0	0.6
Contribución de la inversión total	3.1	2.6	3.1	1.9	2.0	3.3	1.4	2.8	0.8
Contribución del gasto público	1.2	0.3	1.1	1.2	1.2	0.7	0.7	0.7	0.7
Consumo privado (% a/a, media)	8.7	9.4	8.2	5.9	-3.7	10.8	7.2	7.9	1.7
Consumo público (% a/a, media)	7.3	1.6	7.1	7.6	7.4	4.4	4.2	4.4	4.2
Inversión total (% a/a, media)	7.3	6.2	7.3	4.6	4.8	7.6	3.2	6.5	2.0
Exportaciones (a/a en %)	1.8	7.0	4.5	2.4	1.7	13.0	0.9	10.3	-3.3
Importaciones (a/a en %)	3.2	8.3	6.9	-0.9	-1.9	7.6	6.5	5.1	1.4
Tasa de paro (% , último trimestre)	3.8	3.8	3.7	4.5	4.9	4.3	3.6	4.9	5.1
Inflación (% a/a, último trimestre)	2.2	1.8	2.2	4.3	0.1	2.6	1.9	3.7	3.3
Balance fiscal (% PIB)	-4.3	-4.8	-4.7	-5.6	-8.6	-7.9	-7.7	-8.4	-9.3
Balance fiscal primario (% PIB)	-1.6	-1.8	-1.5	-2.2	-5.0	-4.6	-4.6	-5.1	-5.9
Balance comercial (% PIB)	4.4	3.9	2.7	2.8	3.5	3.8	2.9	3.8	3.0
Balance cuenta corriente (% PIB)	1.7	1.5	0.2	0.7	1.9	2.6	1.3	2.6	1.4
Tipo de interés oficial (final período)	3.00	3.25	3.30	3.25	2.95	2.69	2.50	2.94	3.68
Tipo de interés a 3 meses (final período)	4.25	5.53	3.70	3.20	3.03	2.77	2.61	3.01	3.74
Tipo de interés a 10 años (final período)	3.01	3.88	3.23	3.14	3.14	2.66	3.18	4.29	5.02
Tipo de cambio vs USD (fin período)	6.94	6.51	6.88	6.99	6.52	6.57	6.55	6.72	6.81
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	7.32	7.80	7.87	7.85	8.00	7.66	7.77	7.87	7.82
Crédito privado (% a/a, media)	13.8	13.1	12.9	13.1	13.1	12.7	9.0	9.5	2.7
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	39.3	38.7	37.9	38.0	41.9	40.7	39.9	41.8	42.4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

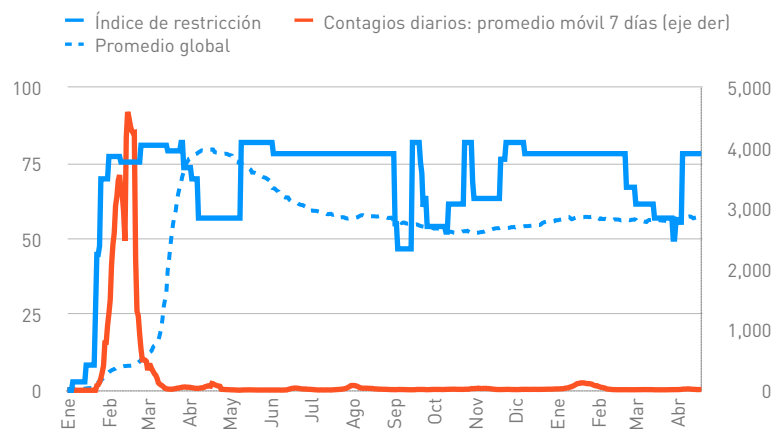
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

con un control inmediato de los rebrotes. Sin embargo, el nivel de restricciones sigue siendo alto, con un índice que se sitúa en el 78% (véase la Gráfica 1.2.12-c).

La economía ha crecido un 2,0% en 2020, cuando todas las grandes economías del mundo registraron contracciones. China se ha beneficiado de considerarse como la fábrica del mundo, donde su componente de exportaciones ha sido muy fuerte, estimándose un crecimiento superior al 20% en el primer trimestre de 2021. Las principales exportaciones han sido en ordenadores, microprocesadores y material electrónico, y también en el acero y el aluminio. De esta forma, las exportaciones para todo el año 2021 podrán crecer por encima del 12%.

La demanda interna ha sido bastante fuerte a pesar de las limitaciones en la movilidad y las restricciones en los comercios. Dentro de su estrategia de crecimiento (véase el Recuadro 1.1.1-a), el gobierno chino mantiene un ambicioso plan de inversión en infraestructuras. Las ventas online crecen por encima del 10% a nivel nacional, y los índices PMI de marzo apuntan a una desaceleración, pero aún así, todos en zona de expansión por encima de 50 puntos: compuesto 51,7; servicios 51,5 y manufacturero 50,9. A partir de estos elementos, hemos revisado al alza la previsión de crecimiento de la economía china al 8,9% para 2021, alcanzando así los niveles previos a la pandemia durante este año, y antes que el resto de los países del mundo (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

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



AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 27/04/2021)

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

Por su parte, la inflación ha seguido cayendo hasta situarse en niveles negativos durante enero y febrero (-0,3% y -0,2%, respectivamente), y subiendo al 0,4% en marzo. Los precios de los alimentos, al contrario que en 2020, están siendo más moderados, por lo que se prevé una inflación baja en el primer semestre del año y con tendencia al alza en la segunda parte de este. En cuanto a la política monetaria, se prevé que los tipos de interés se mantengan estables el segundo semestre, y con la economía en trayectoria de recuperación no parece haber necesidad de que el banco central relaje más la política monetaria. La política fiscal es expansiva con déficits por encima del -7% del PIB en los próximos años (-7,9% estimado en 2021).

- **La economía china mantiene el dinamismo, previéndose un crecimiento de 8,9% en el 2021, tras ser una de las pocas que crecieron en 2020 (2,0%).**
- **El sector exterior y las medidas de estímulo serán las bases del dinamismo en 2021.**
- **La política fiscal seguirá expansiva en los próximos años con déficits superiores al 7% del PIB.**

Entre los riesgos para la economía china hay que destacar: una prolongada debilidad del dólar que afecte a sus exportaciones, aunque el repunte de los tipos de mercado puede invertir esta situación; y una inestabilidad financiera relacionada con un posible repunte de la morosidad, tanto interna como en las economías a quien China hizo diversos préstamos, sean empresas privadas o estatales.

1.2.13 Indonesia

Las cautelas impuestas limitan la fortaleza de la recuperación.

Las perspectivas para la actividad económica de Indonesia tienen un gran nivel de incertidumbre. Se espera una recuperación de la actividad en to-

dos los ámbitos, pero las actividades económicas más vulnerables a las restricciones y los contagios (como el turismo) seguirán mermaidas con una lenta recuperación. Estos han venido declinando desde el pico de finales de enero; sin embargo, se mantienen los niveles de restricción en el 69%. En específico, los índices de movilidad indican una movilidad un 18% inferior a la movilidad habitual en el pequeño comercio y ocio. Asimismo, el programa de vacunación avanza con lentitud, situándose en apenas el 6,7% de la población con al menos una dosis (véase la Gráfica 1.12.13-c).

La cifra de exportaciones dependerá de la recuperación de los mercados exteriores, en tanto que la inversión y la confianza de la reactivación. No obstante, en Indonesia el plan de inversión en infraestructuras y el traslado de la capital administrativa a otro lugar pueden ser impulsores para la reactivación, pero toda esa financiación interna y externa conlleva un desafío. El PMI manufacturero de marzo sigue estando solo marginalmente en zona positiva (50,2 puntos). Nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2021 es del 5,0%, y del 5,4% en 2022 (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b). Esta previsión dependerá del grado de apertura a la movilidad en función de los datos de la pandemia, así como del número de contagios y el proceso de vacunación. La incidencia de la pandemia en Indonesia es muy inferior a los países occidentales, pero eso no implica que la prevención se haga de igual manera con otras restricciones.

Por otra parte, la inflación se ha situado en el 1,4% en marzo, con la subyacente en

- **Se presenta una menor incidencia de la pandemia, pero las restricciones son similares a los demás países.**
- **La movilidad en el comercio y ocio está un 18% por debajo de lo habitual.**
- **La recuperación económica será gradual y depende de la relajación de la movilidad, de los mercados exteriores y del regreso del turismo.**
- **La previsión de crecimiento del PIB para 2021 en Indonesia se sitúa en el 5,0%.**

Tabla 1.2.13

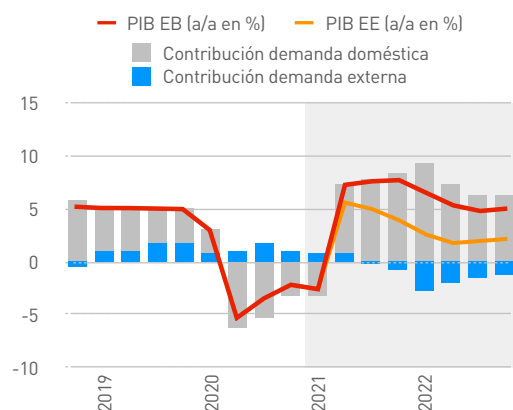
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021 ^(p)	2022 ^(p)	2021 ^(p)	2022 ^(p)
PIB (% a/a, media)	5.0	5.1	5.2	5.0	-2.0	5.0	5.4	3.0	2.1
Contribución de la demanda doméstica	4.9	4.8	6.2	3.7	-3.1	4.9	7.4	2.8	4.1
Contribución de la demanda externa	0.1	0.3	-1.0	1.4	1.1	0.1	-2.0	0.1	-2.0
Contribución del consumo privado	2.8	2.8	2.8	2.9	-1.4	1.9	4.9	0.5	2.6
Contribución de la inversión total	1.5	2.0	2.2	1.5	-1.6	1.9	2.5	1.3	1.5
Contribución del gasto público	0.0	0.2	0.4	0.3	0.1	0.8	0.5	0.8	0.5
Consumo privado (% a/a, media)	5.0	5.0	5.1	5.2	-2.6	3.5	9.0	1.0	4.9
Consumo público (% a/a, media)	0.7	2.0	4.7	3.7	2.1	9.1	6.6	9.1	6.6
Inversión total (% a/a, media)	4.5	6.1	6.7	4.5	-4.9	6.0	7.7	4.0	4.5
Exportaciones (a/a en %)	-1.6	9.0	6.5	-0.9	-7.6	7.8	4.1	5.2	0.2
Importaciones (a/a en %)	-2.4	8.1	12.3	-7.4	-14.6	9.9	9.5	6.7	5.1
Tasa de paro (% , último trimestre)	5.5	5.3	5.2	5.1	7.0	6.4	5.8	7.3	7.6
Inflación (% a/a, último trimestre)	3.3	3.5	3.3	2.7	1.6	2.6	2.5	4.5	4.6
Balance fiscal (% PIB)	-2.5	-2.6	-1.7	-2.2	-6.2	-6.2	-4.5	-6.6	-5.4
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	1.9	-0.0	0.3	2.7	2.2	1.2	2.3	1.0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1.8	-1.6	-2.9	-2.7	-0.4	-1.4	-2.2	-1.4	-2.5
Tipo de interés oficial (final período)	4.75	4.25	6.00	5.00	3.75	3.56	2.59	5.08	4.12
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7.46	5.48	7.70	5.51	4.06	3.81	2.84	5.33	4.38
Tipo de interés a 10 años (final período)	7.94	6.31	7.98	7.10	6.10	6.23	6.46	7.82	8.53
Tipo de cambio vs USD (fin período)	13,525	13,484	14,380	13,883	14,050	14,476	14,287	16,444	16,266
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	14,257	16,171	16,465	15,596	17,241	16,874	16,957	19,257	18,676
Crédito privado (% a/a, media)	7.8	8.2	10.8	8.8	1.3	6.6	15.2	8.2	16.7
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	10.1	15.1	5.6	-3.0	-5.6	16.1	10.1	14.8	9.1
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	22.9	23.6	24.0	22.8	21.4	21.3	20.6	22.1	21.0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

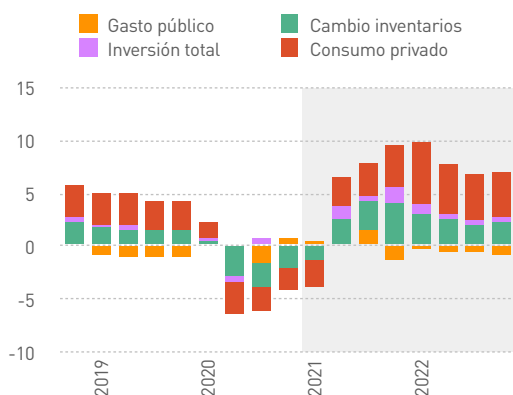
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.13-a
Indonesia: descomposición y previsiones del PIB



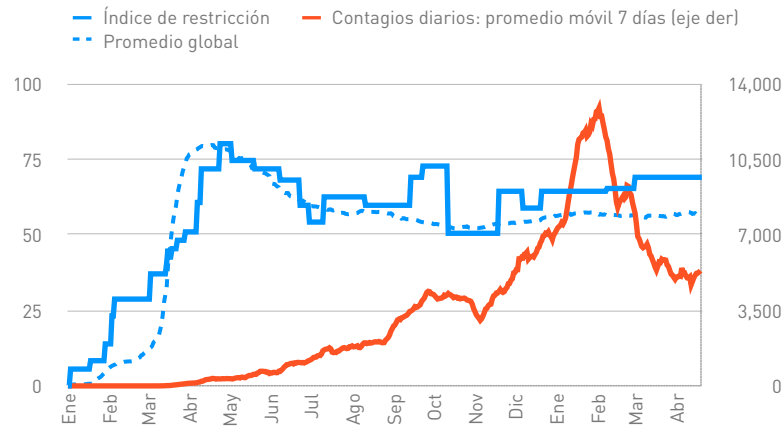
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de BPS)

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



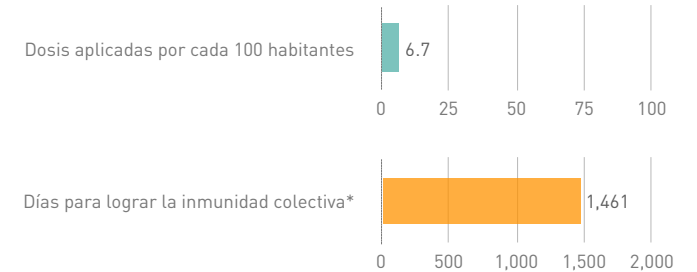
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de BPS)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford y DeepAI; actualización 27/04/2021)

AVANCE EN LA INMUNIDAD COLECTIVA



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

1,2%, y deberá mantenerse moderada en el rango bajo del rango objetivo (2-4%) debido a la debilidad en la demanda, excepto si los precios del petróleo tuvieran un repunte inesperado. El Banco Central de Indonesia ha mantenido los tipos de interés en 3,50% en la reunión de marzo, luego de haberlos bajado en 25 puntos básicos en febrero. Es esperable que los tipos oficiales se mantengan acomodaticios por un periodo largo, probablemente hasta 2023, cuando haya una recuperación clara.

Los riesgos para la economía indonesia provienen, además de lo relacionado con la pandemia y el turismo, de la recuperación de los mercados exteriores y, por tanto, de las exportaciones, conjuntamente a la confianza inversora. Indonesia tiene una importante financiación externa, y si los mercados apreciaran un deterioro en las condiciones de solvencia,

ello podría traer consigo riesgos para la estabilidad financiera y para el tipo de cambio.

1.2.14 Filipinas

Recuperación dependiente del control de la pandemia y de la reactivación de la movilidad.

El comportamiento de la economía filipina en 2021 va a depender especialmente del grado de relajación en las restricciones a la movilidad. La incidencia de contagios durante marzo y abril no estaba controlada, lo que ha impedido una relajación de las restricciones. El nivel de estas restricciones se ha elevado en los últimos dos meses y oscila en torno al

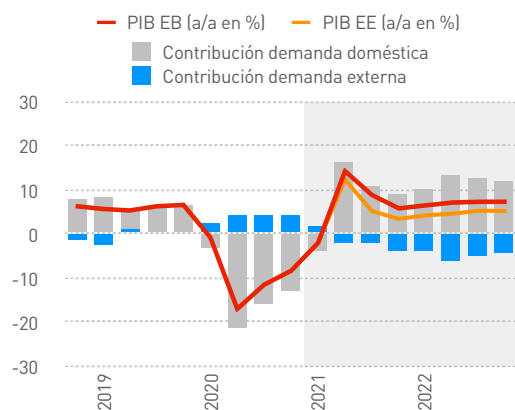
Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2016	2017	2018	2019	2020(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2021(p)	2022(p)	2021(p)	2022(p)
PIB (% a/a, media)	7.2	6.9	6.3	6.0	-9.3	6.8	7.1	4.8	4.9
Contribución de la demanda doméstica	10.9	7.8	8.6	6.1	-13.2	8.0	11.9	5.5	9.6
Contribución de la demanda externa	-3.8	-0.9	-2.3	-0.1	3.9	-1.2	-4.8	-0.7	-4.7
Contribución del consumo privado	5.3	4.4	4.2	4.3	-5.6	3.3	7.4	1.5	5.2
Contribución de la inversión total	4.6	2.6	3.3	1.1	-7.2	3.5	4.1	2.9	3.9
Contribución del gasto público	1.0	0.7	1.5	1.1	1.3	1.1	0.3	1.1	0.3
Consumo privado (% a/a, media)	7.2	5.9	5.8	5.9	-7.8	4.6	10.2	2.1	7.3
Consumo público (% a/a, media)	9.1	6.7	13.5	9.8	9.8	8.2	1.8	8.2	1.8
Inversión total (% a/a, media)	21.1	10.6	12.9	4.1	-26.6	18.1	18.0	15.1	17.3
Exportaciones (a/a en %)	9.2	17.4	11.9	2.4	-16.3	11.8	12.8	9.8	9.4
Importaciones (a/a en %)	18.9	15.1	14.6	2.0	-21.7	13.1	18.4	10.1	15.6
Tasa de paro (% , último trimestre)	4.7	5.0	5.1	4.6	8.7	8.1	6.8	8.7	7.8
Inflación (% a/a, último trimestre)	2.0	3.0	5.9	1.5	3.1	3.6	2.3	6.1	4.0
Balance fiscal (% PIB)	-2.3	-2.1	-3.1	-3.4	-7.6	-6.3	-6.2	-7.0	-7.6
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-11.2	-12.2	-14.7	-13.1	-8.8	-9.8	-10.7	-10.1	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0.4	-0.7	-2.6	-0.8	3.6	2.2	1.5	2.0	0.7
Tipo de interés oficial (final período)	3.00	3.00	4.75	4.00	2.00	2.01	2.00	4.30	3.95
Tipo de interés a 3 meses (final período)	2.50	3.22	5.03	3.97	2.00	2.10	2.16	4.40	4.07
Tipo de interés a 10 años (final período)	4.63	5.70	7.05	4.44	2.97	3.97	4.66	5.75	6.56
Tipo de cambio vs USD (fin período)	49.81	49.92	52.72	50.74	48.04	48.50	47.67	55.18	53.88
Tipo de cambio vs Euro (fin período)	52.51	59.87	60.37	57.01	58.95	56.54	56.57	64.62	61.86
Crédito privado (% a/a, media)	15.3	17.6	16.8	9.5	3.9	4.8	20.7	6.4	22.6
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8.5	9.4	10.3	6.9	-7.8	10.5	13.1	9.0	12.8
Tasa de ahorro (% renta neta disp. media)	9.3	9.7	9.3	8.4	6.2	6.2	4.8	6.9	4.9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

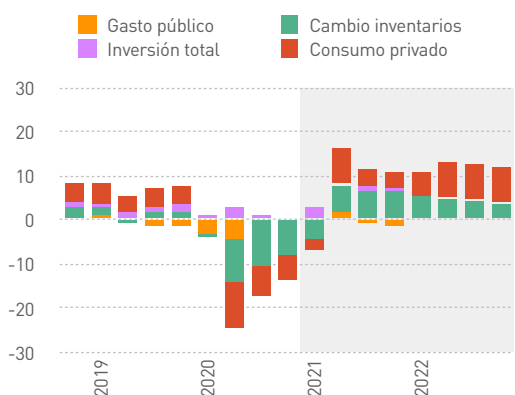
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.14-a
Filipinas: descomposición y previsiones del PIB



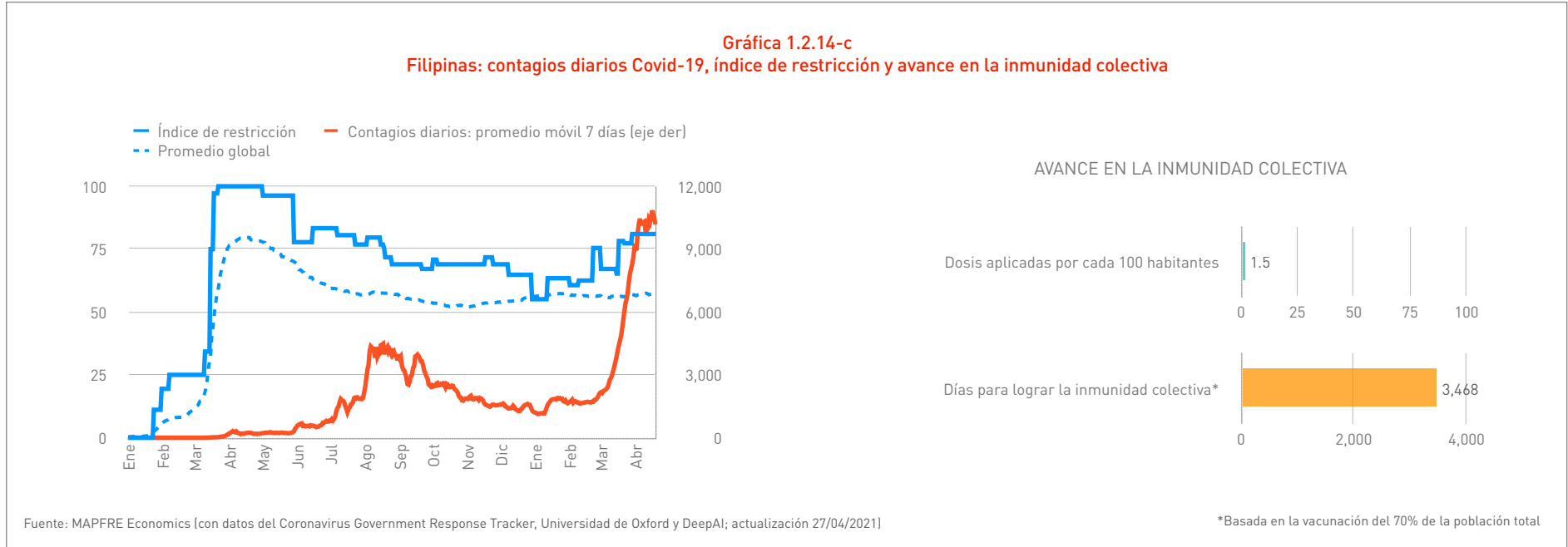
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de PSA)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de PSA)

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



81%. Cabe señalar que la economía filipina depende en un 70% del consumo privado; por ello, el mantenimiento de las restricciones, junto con una campaña de vacunación que apenas ha empezado a desplegarse (1,5% de la población ha recibido al menos una dosis) hace prever un retraso en la recuperación (véase la Gráfica 1.2.14-c).

El dato del PIB del cuarto trimestre de 2020 fue de una caída del -8,3%, dejando la reducción anual en el -9,3%. Por un lado, la caída refleja que la economía no se está recuperando con tanta fuerza como se esperaba y, por el otro, que el gasto público (única partida que crece) por sí solo no es suficiente para impulsar el crecimiento. Con el déficit fiscal en niveles superiores al 7% del PIB, el gobierno no parece contar con más margen para ampliar el apoyo fiscal.

La economía de Filipinas requiere de impulsores en el consumo, como el empleo, el aumento de salarios, la confianza de los consumidores, las remesas del extranjero y una inflación moderada. Las exportaciones y la inversión también necesitan recuperarse, y eso dependerá de la recuperación económica de los socios comerciales y de la confianza del inversor en una retoma de la actividad. Los niveles de movilidad en marzo todavía indicaban un 30% por debajo de lo normal en el sector del comercio, el ocio y en los locales de trabajo.

El PMI manufacturero de marzo descuenta una mejora en la actividad (52,2 puntos), pero no podrá contrapesar las débiles circunstancias para el consumo, inversión y exportaciones. A pesar de los tipos de interés más bajos y amplias condiciones de liquidez, el crédito al consumo está en fuerte

contracción, como consecuencia de que la movilidad está restringida y de la anticipación de un empeoramiento de la solvencia de las familias. En este contexto, debido fundamentalmente al retraso en la reapertura total de la actividad, la previsión de crecimiento de 2021 se sitúa en el 6,8%, (después de una caída de -9,3% el año pasado), y en 7,1% para 2022 (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

La inflación, por su parte, se ha situado en 4,5% en marzo, frenando su ímpetu alcista. El gobierno mantiene su objetivo de contenerla entre el 2 y el 4%, intensificando los esfuerzos para combatir la inflación de alimentos, la cual se situó en el 5,8% en el último mes. Estas tensiones se deben, entre otros factores, al aumento de precio en la carne de cerdo y la carne en general, que aumentó un 20,9%, y en los vegetales (8,3%) y fruta (3,9%). El Banco Central de Filipinas mantiene los tipos de interés (*Overnight Repo*) estables en el 2,00% desde noviembre. Los tipos de interés reales están en negativo, y parecen profundizar esta tendencia ya que la inflación se mantiene al alza. De esta forma, el banco central ya no tiene margen para reducciones adicionales, y se prevé que intentará aplazar lo más posible las subidas de tipos. Por lo tanto, esperamos que el nuevo ciclo de subidas empiece en 2022, si es que la inflación no lo fuerza a adelantarlo. Las condiciones financieras son ya laxas y la masa monetaria M3 crece al 9,4%.

- Sin una recuperación de la movilidad, el consumo privado, el principal motor de la economía, seguirá reprimido.
- El escaso avance en las campañas de vacunación va aplazando la fecha de la normalización económica.
- Existe poco espacio adicional para las políticas fiscales y monetarias.
- Con la inflación repuntando, el banco central se queda sin espacio para bajadas de tipos de interés.
- La previsión de crecimiento del PIB filipino en 2021 es de 6,8%.

Los principales riesgos para la economía filipina provienen del mantenimiento prolongado de las restricciones a la movilidad y el escaso avance en los niveles de vacunación, hechos que repercutirán en la debilidad de la recuperación del consumo, las inversiones y las exportaciones.

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora

2.1.1 Mercados globales

El crecimiento económico mundial en 2021 se estima puede situarse en un rango entre el 6% (escenario base) y el 3,7% (escenario estresado) tras una caída estimada en 2020 en torno al -3,3%, mejorando las estimaciones respecto de las previstas en el anterior informe. El rango de la previsión del crecimiento global en 2021 es indicativo del nivel de incertidumbre, pero se ha reducido por las buenas noticias en cuanto al avance en el proceso de aplicación de las vacunas, a pesar de algunos problemas puntuales con el efecto de algunas de ellas. Sin embargo, muchos países se encuentran en estos momentos en una fase aguda de la crisis sanitaria y el ritmo de vacunación sigue siendo lento con algunas notables excepciones como Israel, Estados Unidos o el Reino Unido, cuyo seguimiento está aumentando la confianza en sus resultados. Por el momento, muchos países emergentes se encuentran con los sistemas sanitarios saturados, lo que obliga a adoptar nuevas medidas con cierres parciales y restricciones a la movilidad, perjudicando a sus economías y, en consecuencia, al desarrollo de su sector asegurador.

La intervención generalizada de los bancos centrales con sus políticas monetarias ultracomodaticias y los extensos paquetes fiscales de ayuda

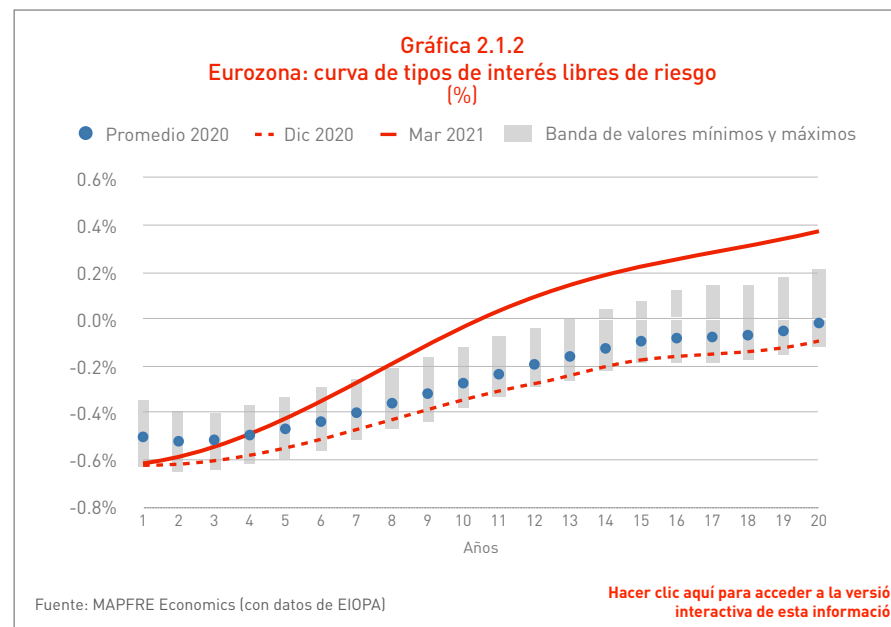
continúan dando apoyo a la economía global y a los mercados financieros, al permitir a los gobiernos, hogares y empresas seguir financiándose a costes reducidos, sosteniendo el consumo y la inversión, a la vez que en algunas de las grandes economías mundiales empieza a recuperarse la confianza. Los mercados aseguradores se están mostrando resistentes y han experimentado caídas de negocio menores que en anteriores crisis económicas, aunque los bajos tipos de interés y el aumento en la siniestralidad de algunas líneas de negocio (como en los seguros de Vida riesgo, los de salud y otros ligados a la movilidad), afectarán de forma negativa a su rentabilidad.

2.1.2 Eurozona

El crecimiento económico previsto para la Eurozona en 2021 se sitúa en un rango entre el 4,0% (escenario base) y el 2,1% (escenario estresado), tras una caída estimada en 2020 en torno al -6,8%, lo que mejora las previsiones realizadas a comienzos de año. No obstante, los planes de vacunación van más lentos de lo esperado (básicamente por problemas de suministros de vacunas), requiriendo todavía varios meses para alcanzar a un porcentaje elevado de la población, lo cual podría conseguirse en el segundo semestre del año. La economía de la región sigue recibiendo el soporte de las ayudas a las personas que todavía están bajo la cobertura de desempleo temporal, en tanto la evolución de la pandemia ha obligado a aplicar medidas restrictivas de la movilidad que ya se empiezan a

levantar. Los cuantiosos planes fiscales de ayuda a través del fondo de reconstrucción de la Unión Europea (*Next Generation UE*) tardarán todavía un tiempo en implementarse, con los consiguientes efectos negativos sobre el empleo y la viabilidad de pequeñas y medianas empresas. Sin embargo, en cualquier caso, la recuperación económica prevista para este año favorecerá la recuperación del sector asegurador que, con la información disponible de 2020 de los mercados de la Eurozona, se habían visto afectados con retrocesos moderados en el negocio de No Vida y Vida riesgo, y más pronunciados en el de Vida ahorro y rentas vitalicias que además se ven afectados por el entorno de bajos tipos de interés afectando negativamente al sector asegurador, aunque en este primer trimestre han experimentado un ligero repunte.

El Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido los tipos de interés a corto plazo en los niveles actuales (0% las operaciones principales de financiación y -0,5% la facilidad de depósito), pero en las curvas producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) se observa un desplazamiento en el trimestre con una subida del tipo de interés libre de riesgo en todos sus tramos, ganando pendiente y con tipos positivos a partir de vencimientos por encima de cuatro años (cuando en el trimestre anterior permanecían en negativo hasta vencimientos por encima de los veinte años), lo que encarece el coste de financiación de los agentes económicos y podría perjudicar la recuperación de seguir esta tendencia y perdurar en el tiempo (véase la Gráfica 2.1.2⁵). Sin embargo, el BCE ha anunciado que acelerará las medidas no convencionales de adquisición de activos para asegurar la financiación a través de los mercados de bonos soberanos y corporativos, garantizando su liquidez con primas de riesgo reducidas, como respuesta a este movimiento de los tipos de interés en un entorno en el que la inflación está experimentando un ligero repunte, pero continúa débil. Por tanto, refuerza su mensaje de apoyar con firmeza las condiciones crediticias favorables y a los mercados financieros de la Eurozona, en los que las entidades aseguradoras son grandes inversores institucionales.



A pesar del ligero repunte en los tipos de interés libres de riesgo, su nivel continúa siendo bajo lo que favorece la recuperación económica y a la actividad del sector asegurador, especialmente a sus líneas de negocio más cíclicas, pero perjudica al negocio de Vida tradicional y a la rentabilidad de las entidades aseguradoras. Sin embargo, el índice Euro Stoxx 50 sigue mostrando un buen comportamiento, lo cual favorece el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. Asimismo, la mejora de las expectativas económicas puede ayudar a este negocio que hasta ahora se está viendo perjudicado por la preferencia de los agentes económicos a mantenerse en posiciones de liquidez.

2.1.3 Alemania

El crecimiento previsto para la economía alemana en 2021 se sitúa en un rango entre el 3,5% (escenario base) y el 1,9% (escenario estresado), luego de una caída estimada en 2020 en torno al -5,3%, lo que supone una ligera mejoría en las expectativas. Las medidas fiscales expansivas adoptadas siguen compensando en parte los efectos económicos provocados por los rebotes que se están viviendo, los cuales siguen afectando de manera particular al consumo por los cierres parciales, mientras avanza la campaña de vacunación más lenta de lo previsto. En cualquier caso, los indicadores de sentimiento económico continúan mejorando y la vuelta al crecimiento económico puede ayudar a moderar los efectos negativos de la crisis sobre el negocio asegurador.

El entorno continúa complicado para el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, por los bajos tipos de interés en el que ha quedado sumida Alemania y toda la economía de la Eurozona. No obstante, la rentabilidad del bono soberano de Alemania ha aumentado en el último trimestre saliendo de los niveles negativos en vencimientos por encima de los diez años, ganando cierta pendiente hasta los treinta años, lo que empieza a reflejar una cierta recuperación hacia sus niveles pre-Covid. El DAX alemán, por su parte, continúa en su senda de fuerte recuperación, lo que puede estimular el desarrollo de productos de seguros de Vida inversión en los que el tomador asume el riesgo de la inversión.

2.1.4 Italia

La previsión para la economía italiana en 2021 es de un crecimiento del PIB dentro de un rango situado entre el 4,7% (escenario base) y el 3,0% (escenario estresado), frente a una caída estimada en 2020 del -8,9%, a consecuencia de la pandemia. Aunque con cautela, se observa una cierta recuperación de la economía italiana, pero sectores importantes como la hostelería, la restauración y el turismo no se estima que puedan terminar

de recuperarse sino hasta que se restablezca plenamente la movilidad. Las medidas fiscales aplicadas para apoyar a la economía están ayudando, si bien el nivel de deuda pública continúa elevándose. La extensión de las medidas de expansión cuantitativa adoptadas por el BCE (flexible por países) le permiten seguir financiándose en los mercados sin un repunte excesivo en la prima de riesgo, lo que le está facilitando la implementación de las medidas fiscales con un coste controlado en niveles bajos. La vuelta al crecimiento económico prevista para este año ayudará al desarrollo del negocio de su mercado asegurador, especialmente en el negocio de No Vida, que experimentó fuertes retrocesos en 2020 (en torno al 4%) a consecuencia de la abrupta contracción económica vivida en 2020, especialmente durante las fases más duras del confinamiento, con una recuperación gradual de las primas de seguros durante el segundo semestre del año que se espera continúe este año, en línea con la recuperación parcial prevista para su economía en 2021.

Por otro lado, la fuerte intervención del BCE en los mercados de bonos ha mantenido reducida la prima de riesgo y la prima por plazo de la deuda soberana italiana, por lo que el entorno de tipos de interés es menos favorable para el negocio de Vida. No obstante, en el primer trimestre de 2021, se observa un crecimiento moderado en el diferencial de rentabilidad sobre el bono alemán a diez años, lo que unido al comportamiento positivo de los mercados de valores puede ayudar también a la recuperación de este negocio.

2.1.5 España

El crecimiento económico previsto para España en 2021 se sitúa en un rango entre el 6,0% (escenario base) y 3,6% (escenario estresado), luego de una caída estimada en 2020 en torno al -10,8%. Esto supone una mejora de las estimaciones en el escenario estresado y (solo ligeramente) de la abrupta caída del PIB en 2020, una de las mayores del mundo por la estructura productiva de la economía española, especialmente golpeada

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

Evolución del entorno

Desde la publicación de nuestras anteriores previsiones, hemos asistido a la tercera ola de contagios del Covid-19 en España. Esta nueva etapa ha estado marcada por el inicio de la vacunación y la recalibración de las medidas de contención en función del creciente número de casos tras las fiestas de fin de año y de las dificultades logísticas para la administración de la vacuna (véase la sección interactiva de MAPFRE Economics “[Respuesta institucional a la crisis Covid-19 y efectos en el crecimiento esperado](#)”). Dichas medidas han tenido diferentes niveles de astringencia y capilaridad en los diferentes puntos del país, aunque todas ellas ya partían de la base de restricción marcada por el estado de alarma. Así, a lo largo del primer trimestre de 2021, el índice de restricción se incrementó (véase la Gráfica A). Sorprendentemente, este incremento tuvo un efecto muy limitado sobre la percepción de la incertidumbre en torno a la política económica actual, si se compara con lo registrado un año antes, pero dicho efecto es atribuible a cierta “fatiga informativa” en torno al desempeño del virus y las decisiones de gobernanza económica¹. El efecto en el resto de las canales que determinan nuestras perspectivas de crecimiento de las primas de seguros en el mercado español (expectativas, demanda y sector financiero) fue más visible.

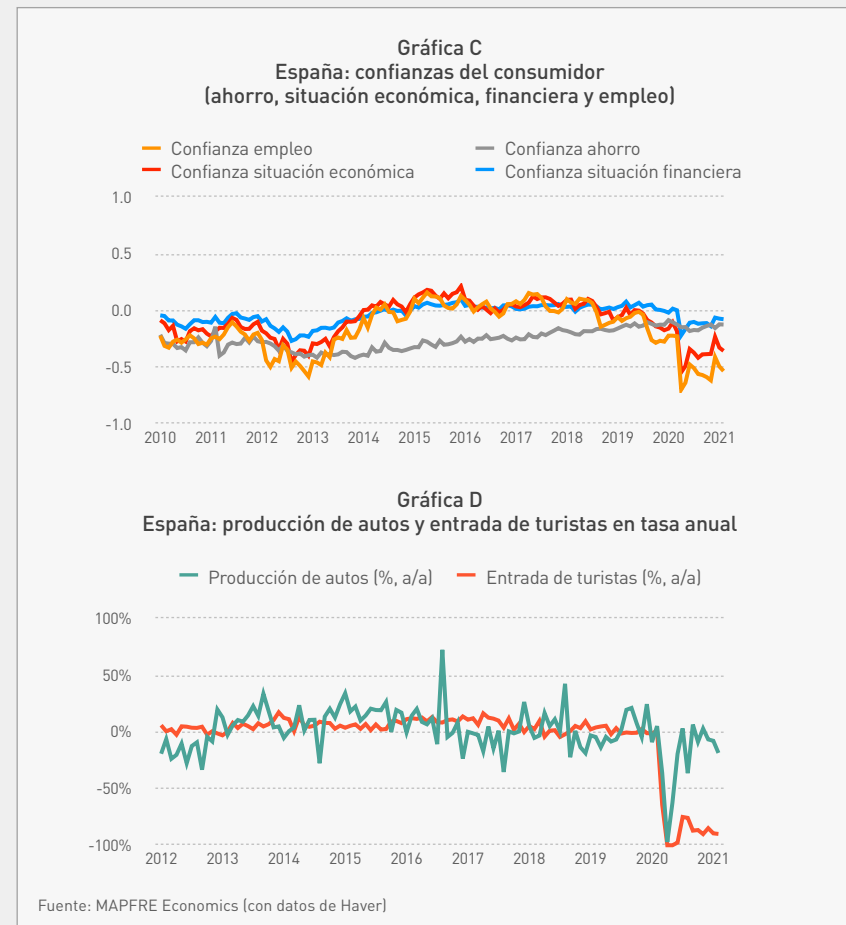
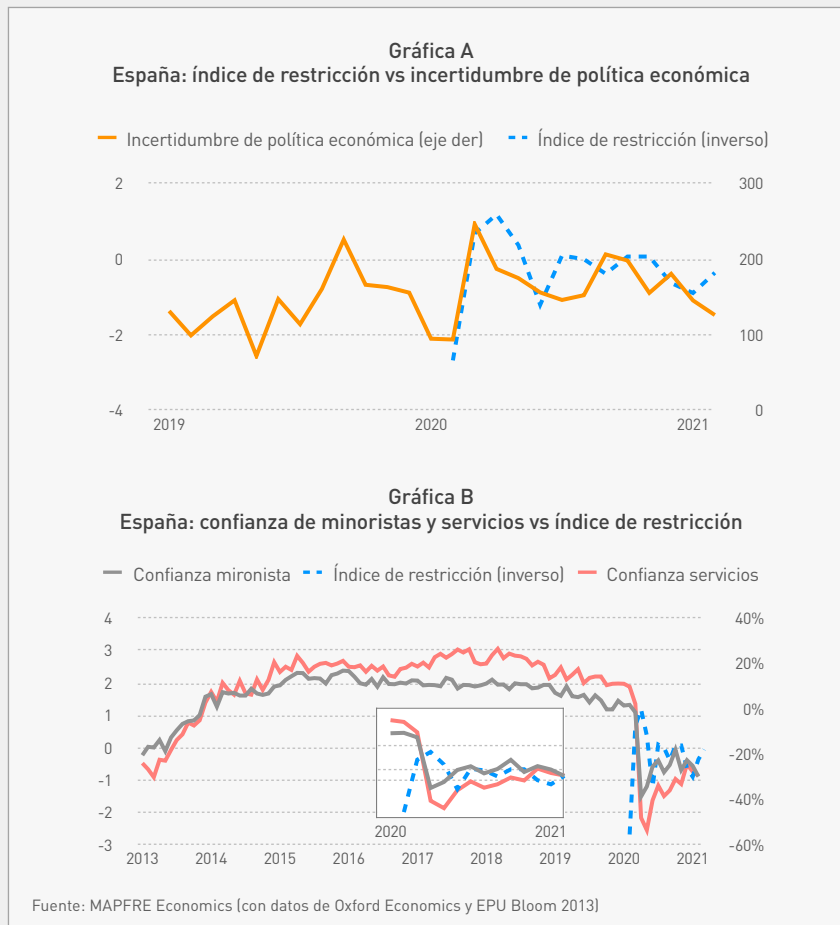
El desarrollo de las restricciones continuó teniendo un efecto negativo en la confianza del sector privado, en especial el minorista y de servicios cuyos índices se deterioraron nuevamente, manteniéndose en niveles muy bajos

(véase la Gráfica B). Los consumidores, por su parte, si bien vieron cierta mejora en las perspectivas de empleo, situación económica y financiera al inicio del trimestre, la activación de nuevas restricciones y los problemas con la vacunación volvieron a deteriorar todas las partidas que se observan en la confianza del consumo. Solo las perspectivas de ahorro mejoraron, evidentemente por motivo precaución (véase la Gráfica C). En el sector real, tras la recuperación registrada durante segunda mitad del año pasado, la producción de autos se deterioró nuevamente con caídas superiores al 20% hasta febrero (véase la Gráfica D).

La entrada de turistas continuó deteriorándose frente al año anterior, con una contracción superior al 80% hasta febrero. En el plano financiero, el efecto sobre el consumo fue patente, con incrementos en los depósitos y contracciones del crédito al consumo consistentes con el deterioro de las expectativas antes explicado. Por su parte, el crédito hipotecario y el crédito a empresas creció como consecuencia de los mecanismos de garantía públicos activados (véase la Gráfica E). Y finalmente, durante este nuevo episodio de la pandemia estamos asistiendo a una aceleración globalizada de las expectativas de inflación por motivos aún forman parte del debate económico (largo plazo vs corto plazo, estructural vs temporal), pero que han tenido un efecto sobre los tipos reales de interés y, en última instancia, sobre la pendiente de la curva de tipos libre de riesgo y consecuentemente para producción aseguradora (véase la Gráfica F y el Recuadro 1.1.1-c).

1/ El índice de incertidumbre de política económica es una síntesis del tono y número de menciones de elementos de política económica, en este caso ligadas al Covid-19. Baker Bloom & Davis (2013).

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



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

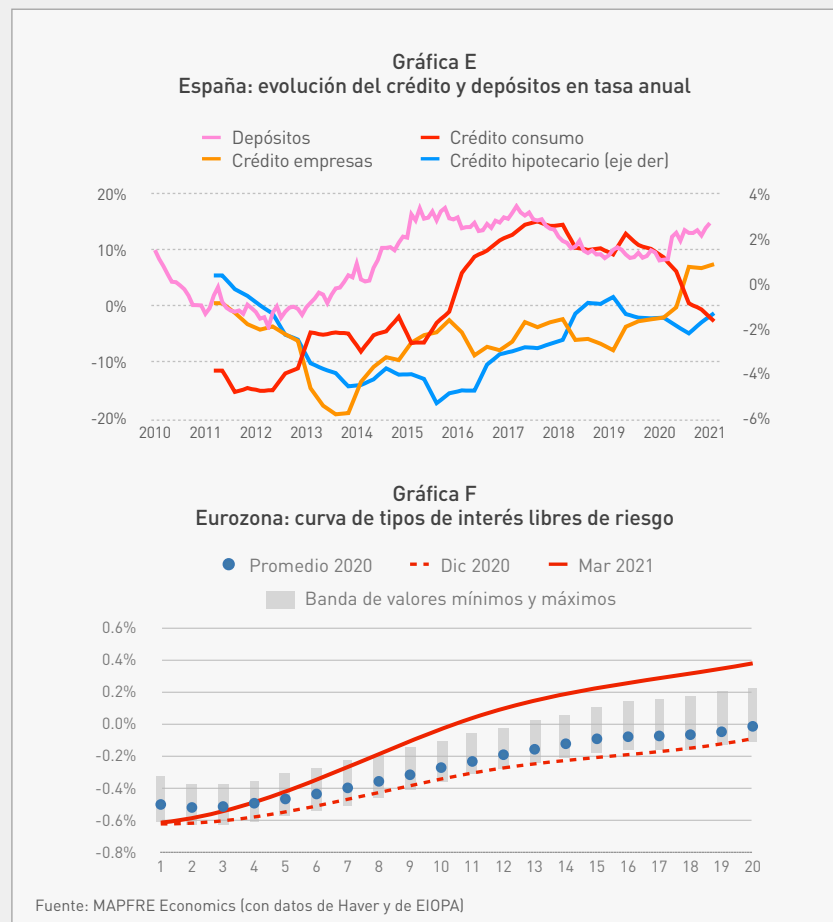
En definitiva, los canales financiero, real y de expectativas se hicieron eco de un entorno que aún no se torna favorable, aunque el deterioro sufrido fue mucho menor al experimentado en el pasado reciente. La actividad continuó en un estado fuertemente sub-par, mientras las expectativas y las variables financieras se hacían eco diferenciado de la incertidumbre. Además, en este marco el mercado comenzó a factorizar expectativas de mayor inflación con efectos sobre los tipos de interés de largo plazo.

Previsiones de crecimiento de primas

Segmento No Vida

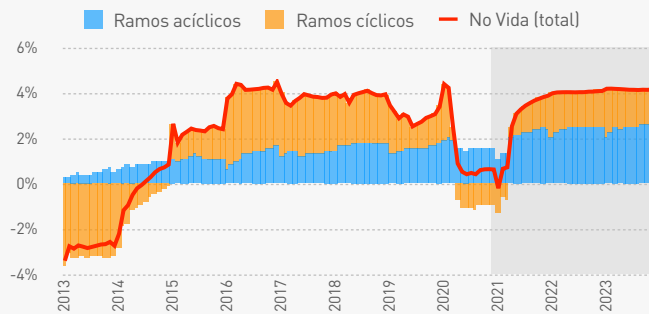
En este contexto general, las primas del negocio No Vida extendieron la dinámica registrada al término de 2020, creciendo nuevamente en el entorno del 1,5% en el primer trimestre del año, lo que se ubica cerca del *escenario optimista* que definíamos hace tres meses en torno a la estrategia de vacunación y a la salida de la crisis.

A futuro, dado que las variables subyacentes (expectativas, variables financieras y reales) no han cambiado (en la medida en que mantenemos ambas visiones del desarrollo de la pandemia), nuestra visión de lo que puede llegar a ocurrir a corto y largo plazo permanece prácticamente inalterado y las previsiones de los componentes del negocio No Vida también (véanse las Gráficas G y H). Por este motivo, se considera que, en un largo plazo, las primas nominales crecen como el consumo (cerca de 3,5% a/a nominal) y que este se converge a las velocidades propias de dos escenarios posibles, uno *optimista* en el que la inmunidad de grupo se alcanza a finales de 2021, y otro *pesimista* en el que esto ocurre en la segunda mitad de 2022. Esto tiene efectos sobre las confianzas y el resto de las variables a corto plazo, con lo que, en el *escenario optimista* las primas

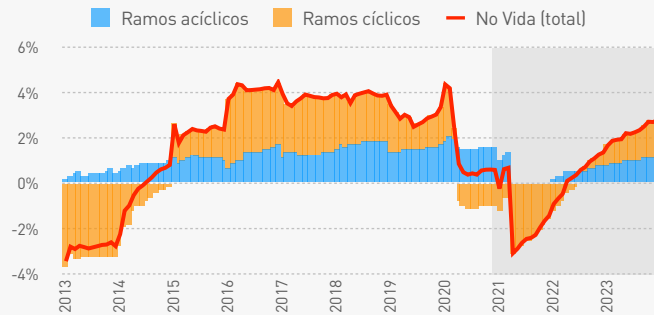


Recuadro 2.1.5 (continuación)
Desempeño del sector asegurador español: previsiones de crecimiento de primas

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



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



Fuente: MAPFRE Economics

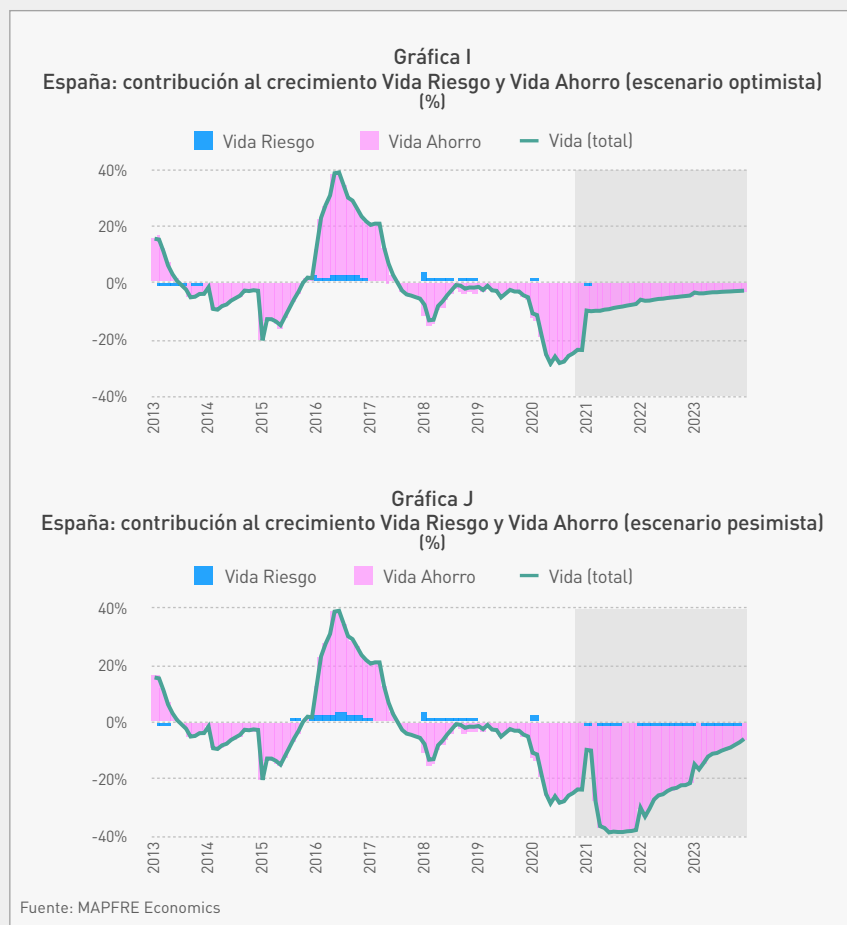
de seguros en el segmento de No Vida crecen cerca del 3,3% en el segundo trimestre de 2021, y en el *escenario pesimista* se contraen cerca de -2,6%. La dominancia de uno sobre el otro definirá el desempeño del negocio en el segmento de No Vida.

Segmento Vida

La evolución de las primas en el segmento del negocio Vida ha resultado diferente a lo que se previó en nuestra anterior estimación. Tras contraerse 20,7% a finales de 2020, se esperaba que con independencia del escenario en el que nos situáramos, fuerzas más estructurales mantuvieran (o aceleraran) el ritmo de contracción registrado hasta ahora. Estas fuerzas eran fundamentalmente la caída de la prima temporal y las decisiones propias del negocio asegurador. No obstante, durante el primer trimestre del año, la contracción de las primas ha sido del -3,2%, menor de la originalmente esperada en el escenario optimista. Es decir, el negocio de Vida se deteriora, pero mucho menos de lo originalmente previsto. El motivo de esta divergencia puede encontrarse en el estímulo explícito que se ha dado al negocio asegurador en el que el tomador del seguro asume el riesgo de la inversión (*unit-linked*), y quizás también al menor ritmo de destrucción de negocio Vida ahorro ante el cambio de la senda de tipos de interés y de las preocupaciones por la liquidez de los consumidores.

Este cambio decisivo (pero aún difícil de explicar) obliga a plantearse una nueva previsión para las primas del ramo Vida Ahorro. Aunque las sendas definidas por los escenarios optimista y pesimista se mantienen, el cambio sufrido durante los dos últimos meses nos hace pensar que en un escenario optimista esta mejora se mantiene. Por este motivo, se ha alterado la senda de dicho escenario hasta converger a la neutralidad a finales de 2024, guiada por la estabilización del negocio de Vida ahorro. En

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



este contexto, en el segundo trimestre esperamos una contracción del negocio Vida cercana a las 12% en el *escenario optimista* (la tercera parte que en las previsiones previas), gracias a la consolidación de esas fuerzas avistadas en el primer trimestre del año. En el *escenario pesimista*, sin embargo, la mejora es marginal y el deterioro se acentúa según lo proyectado, rozando el -50% (véanse las Gráficas I y J).

Análisis por componentes vs análisis por fundamentales

Las previsiones de crecimiento de primas para el mercado asegurador español hechas por componentes revelan que el desempeño a corto plazo depende profundamente de las expectativas y del efecto de las restricciones. Esto es algo que no se capta con los modelos basados en fundamentales y apoyados en paradigmas sobre la renta y el consumo. Estos modelos, sin embargo, resultan útiles para comprobar la consistencia de las previsiones centrales de los modelos por componentes. Es conveniente recordar que las previsiones de largo plazo de ambos tipos de modelos tienen a converger como muestran las Gráficas K y L, y se resume en las Tablas A y B.

Considerando la inflación: previsiones de crecimiento real del segmento de No Vida

Examinando la tabla de desempeño de cada uno de los ramos que componen el segmento No Vida en el mercado asegurador español se confirma que los escenarios optimista y pesimista se distinguen fundamentalmente por: (i) la dinámica de los ramos más cíclicos, como autos y resto de ramos no vida, y (ii) la estabilidad de los ramos que no dependen del ciclo, especialmente del ramo de salud. En el escenario optimista confluyen una mejora cíclica de los ramos de Autos, Multirriesgo

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

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

Período	Modelo de fundamentales ¹	Escenario Optimista						Escenario Pesimista					
		Total	Autos	MRC*	Resto	MRP**	Salud	Total	Autos	MRC*	Resto	MRP**	Salud
Q2	0.4%	0.4%	-2.9%	5.2%	-1.7%	2.0%	5.0%	0.4%	-2.9%	5.2%	-1.7%	2.0%	5.0%
Q3	0.6%	0.6%	-2.0%	3.8%	-2.2%	2.6%	4.9%	0.6%	-2.0%	3.8%	-2.2%	2.6%	4.9%
2020 Q4	0.6%	1.1%	-2.0%	2.8%	-2.5%	4.0%	5.1%	1.1%	-2.0%	2.8%	-2.5%	4.0%	5.1%
Q1	2.7%	1.5%	-1.8%	4.3%	1.2%	3.7%	3.9%	1.5%	-1.8%	4.3%	1.2%	3.7%	3.9%
Q2	3.1%	3.3%	0.4%	7.7%	2.1%	4.9%	5.9%	-2.6%	-4.4%	-2.9%	-4.8%	-0.4%	0.6%
Q3	3.7%	3.7%	0.0%	7.7%	3.6%	5.4%	6.1%	-2.2%	-4.5%	-4.4%	-2.8%	-0.9%	0.7%
2021 Q4	3.4%	3.9%	0.0%	7.7%	4.1%	5.9%	6.2%	-1.4%	-3.5%	-3.5%	-1.1%	-0.8%	0.9%
Q1	3.5%	4.0%	0.0%	7.7%	4.3%	6.0%	6.3%	-0.4%	-2.3%	-1.9%	0.0%	-0.1%	1.5%
Q2	3.8%	4.0%	0.1%	7.7%	4.4%	5.9%	6.3%	0.4%	-1.2%	-1.6%	1.1%	0.4%	2.0%
Q3	3.8%	4.1%	0.1%	7.7%	4.4%	5.9%	6.3%	1.0%	-0.1%	-1.6%	1.9%	0.4%	2.2%
2022 Q4	3.7%	4.1%	0.2%	7.7%	4.5%	5.8%	6.3%	1.4%	0.4%	-0.4%	2.0%	1.1%	2.5%
Q1	3.5%	4.2%	0.2%	7.7%	4.5%	5.8%	6.3%	2.0%	0.8%	0.7%	2.7%	1.6%	2.9%
Q2	3.5%	4.1%	0.3%	7.7%	4.5%	5.8%	6.3%	2.2%	1.2%	0.2%	3.4%	1.5%	3.1%
Q3	3.4%	4.1%	0.3%	7.7%	4.5%	5.8%	6.3%	2.5%	1.6%	1.4%	3.7%	1.6%	3.2%
2023 Q4	3.4%	4.1%	0.3%	7.7%	4.5%	5.8%	6.3%	2.8%	1.9%	1.5%	4.0%	1.9%	3.5%

Fuente: MAPFRE Economics
 1/ Mediana de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos

*Multirriesgo Comercial
 **Multirriesgo Particular

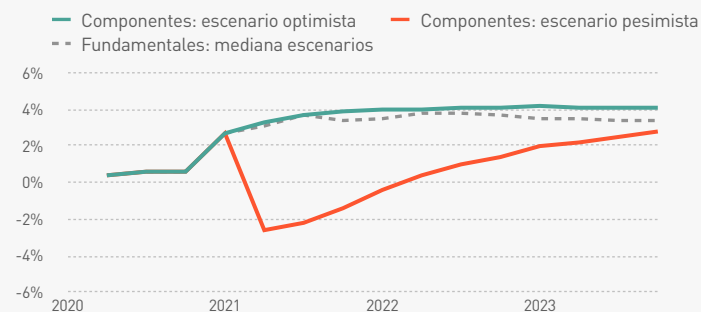
Recuadro 2.1.5 (continuación)
Desempeño del sector asegurador español: previsiones de crecimiento de primas

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

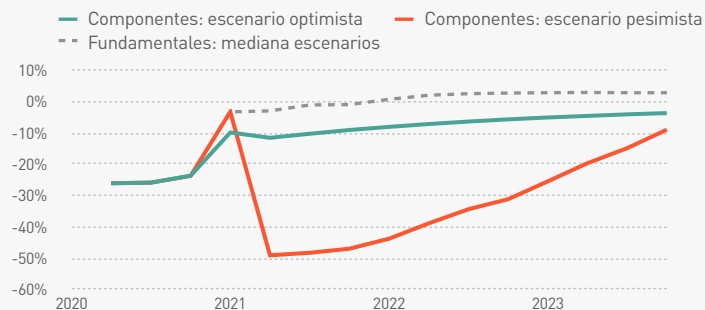
Período	Modelo de fundamentales ¹	Escenario Optimista			Escenario Pesimista		
		Total	Ahorro	Riesgo	Total	Ahorro	Riesgo
Q2	-26.0%	-26.0%	-32.0%	0.1%	-26.0%	-32.0%	0.1%
Q3	-25.8%	-25.8%	-31.3%	-0.2%	-25.8%	-31.3%	-0.2%
2020 Q4	-23.6%	-20.7%	-25.0%	-0.4%	-20.7%	-25.0%	-0.4%
Q1	-3.2%	-3.2%	-3.7%	-1.9%	-3.2%	-3.7%	-1.9%
Q2	-2.9%	-11.5%	-11.8%	-2.0%	-49.0%	-50.4%	-3.8%
Q3	-1.0%	-10.2%	-10.4%	-1.7%	-48.2%	-49.5%	-3.6%
2021 Q4	-0.9%	-9.0%	-9.3%	-1.4%	-46.9%	-48.2%	-3.4%
Q1	0.8%	-8.0%	-8.2%	-1.2%	-43.7%	-45.0%	-3.2%
Q2	2.1%	-7.1%	-7.3%	-0.9%	-38.8%	-39.9%	-3.0%
Q3	2.6%	-6.3%	-6.5%	-0.7%	-34.3%	-35.3%	-2.8%
2022 Q4	2.8%	-5.6%	-5.8%	-0.4%	-31.1%	-32.0%	-2.6%
Q1	2.9%	-5.0%	-5.2%	-0.2%	-25.4%	-26.2%	-2.0%
Q2	3.0%	-4.5%	-4.6%	0.0%	-19.6%	-20.1%	-2.0%
Q3	2.9%	-4.0%	-4.1%	0.0%	-14.8%	-15.2%	-2.0%
2023 Q4	2.9%	-3.6%	-3.7%	0.0%	-8.9%	-9.1%	-2.0%

Fuente: MAPFRE Economics
 1/ Mediana de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos

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

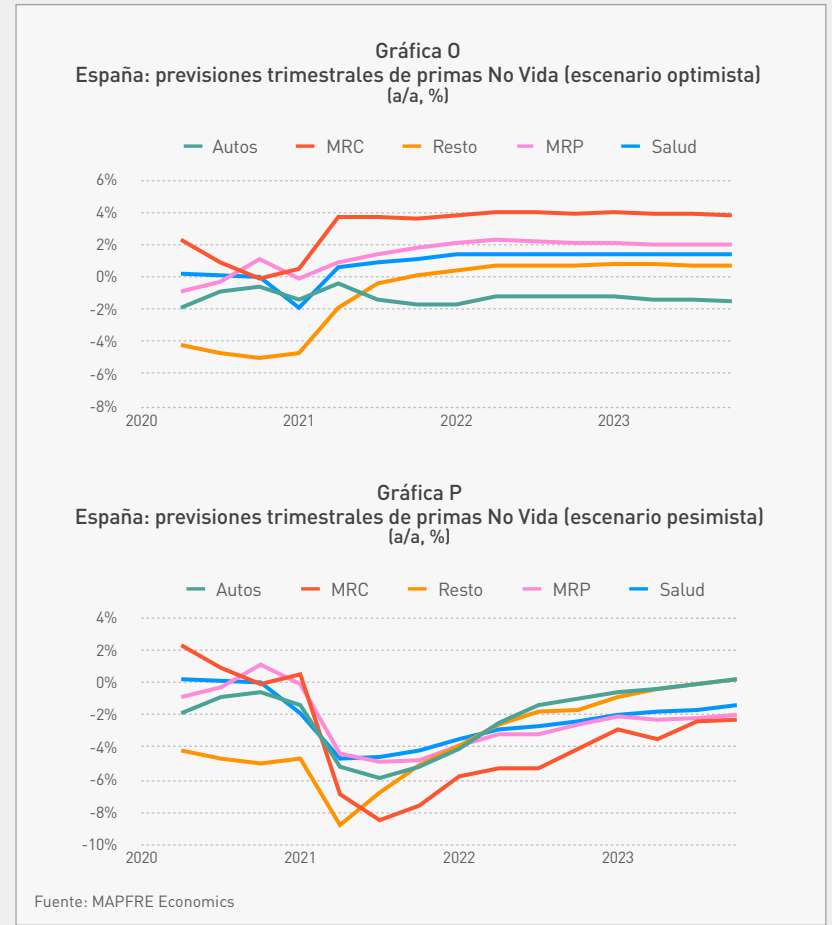
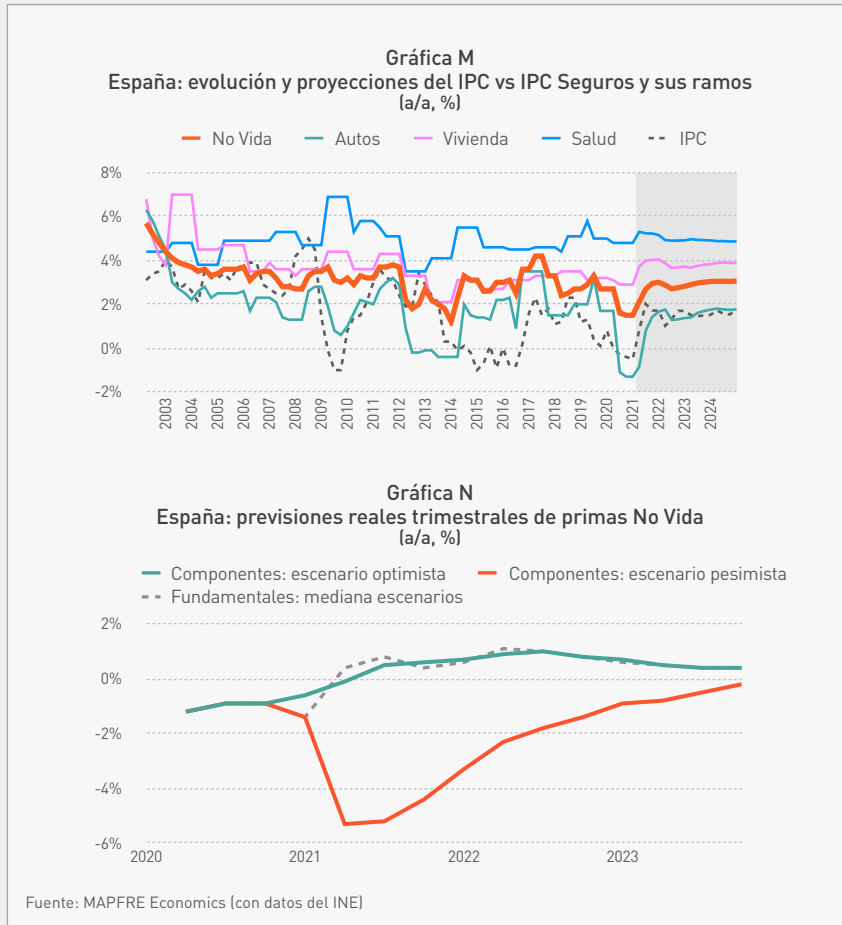


Gráfica L
España: comparación de previsiones de modelos Vida
 (a/a, %)



Fuente: MAPFRE Economics

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



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

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

Período	Modelo de fundamentales ¹	Escenario Optimista						Escenario Pesimista					
		Total	Autos	MRC*	Resto	MRP**	Salud	Total	Autos	MRC*	Resto	MRP**	Salud
Q2	-1.2%	-1.2%	-1.9%	2.3%	-4.2%	-0.9%	0.2%	-1.2%	-1.9%	2.3%	-4.2%	-0.9%	0.2%
Q3	-0.9%	-0.9%	-0.9%	0.9%	-4.7%	-0.3%	0.1%	-0.9%	-0.9%	0.9%	-4.7%	-0.3%	0.1%
2020 Q4	-0.9%	-0.9%	-0.6%	-0.1%	-5.0%	1.1%	0.0%	-0.9%	-0.6%	-0.1%	-5.0%	1.1%	0.0%
Q1	-1.4%	-1.4%	-1.4%	0.5%	-4.7%	-0.1%	-1.9%	-1.4%	-1.4%	0.5%	-4.7%	-0.1%	-1.9%
Q2	0.4%	0.6%	-0.4%	3.7%	-1.9%	0.9%	0.6%	-5.3%	-5.2%	-6.9%	-8.8%	-4.4%	-4.7%
Q3	0.8%	0.7%	-1.4%	3.7%	-0.4%	1.4%	0.9%	-5.2%	-5.9%	-8.5%	-6.8%	-4.9%	-4.6%
2021 Q4	0.4%	0.9%	-1.7%	3.6%	0.1%	1.8%	1.1%	-4.4%	-5.2%	-7.6%	-5.1%	-4.8%	-4.2%
Q1	0.6%	1.2%	-1.7%	3.8%	0.4%	2.1%	1.4%	-3.3%	-4.1%	-5.8%	-3.9%	-3.9%	-3.5%
Q2	1.1%	1.3%	-1.2%	4.0%	0.7%	2.3%	1.4%	-2.3%	-2.5%	-5.3%	-2.6%	-3.2%	-2.9%
Q3	1.0%	1.3%	-1.2%	4.0%	0.7%	2.2%	1.4%	-1.8%	-1.4%	-5.3%	-1.8%	-3.2%	-2.7%
2022 Q4	0.8%	1.3%	-1.2%	3.9%	0.7%	2.1%	1.4%	-1.4%	-1.0%	-4.1%	-1.7%	-2.6%	-2.4%
Q1	0.6%	1.3%	-1.2%	4.0%	0.8%	2.1%	1.4%	-0.9%	-0.6%	-2.9%	-0.9%	-2.1%	-2.0%
Q2	0.5%	1.2%	-1.4%	3.9%	0.8%	2.0%	1.4%	-0.8%	-0.4%	-3.5%	-0.4%	-2.3%	-1.8%
Q3	0.4%	1.1%	-1.4%	3.9%	0.7%	2.0%	1.4%	-0.5%	-0.1%	-2.4%	-0.1%	-2.2%	-1.7%
2023 Q4	0.4%	1.1%	-1.5%	3.8%	0.7%	2.0%	1.4%	-0.2%	0.2%	-2.3%	0.2%	-2.0%	-1.4%

Fuente: MAPFRE Economics
 1/ Mediana de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos

*Multirriesgo Comercial
 **Multirriesgo Particular

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

Comercial (Multirriesgo Comercio y Multirriesgos Industriales) y el resto de ramos, unida con el mantenimiento de la tasa de crecimiento del ramo de Salud y Multirriesgo Particular (Multirriesgo Hogar y Multirriesgo Comunidades), a tenor de que no se deteriore la situación de solvencia de los agentes. En el escenario pesimista, por su parte, la contracción cíclica va unida a una nula (o casi nula) aportación de los ramos acíclicos (véase la Tabla C).

La Gráfica M muestra las perspectivas para el índice de precios al consumidor (IPC) y los ramos del negocio No Vida que componen el elemento costes de servicios de aseguramiento de la propia cesta. Preveemos que el IPC del seguro retorne a su promedio cercano al 3% en el horizonte de previsión a largo plazo, lo que lleva a considerar que el crecimiento real del seguro No Vida en España ronde el 1% en ese lapso (véase la Gráfica N).

Haciendo abstracción de la relación entre los precios y el ciclo, imponemos las provisiones de precios de los diferentes ramos del seguro al desempeño de estos en ambos escenarios. Eso lleva a esperar un desempeño del negocio No Vida en términos reales que puede situarse en una banda positiva, pero inferior al 1%, en el *escenario optimista*, y una negativa e inferior al -4% en el *escenario pesimista* a finales de 2021. La clave de uno u otro escenario estribará en el ritmo de deterioro del negocio de Autos (por su peso en el conjunto del negocio No Vida), que aunque se contraerán en términos reales en ambos casos, en un contexto de fuerte contracción cíclica este deterioro podría superar el 5% en el cuarto trimestre de 2021 (véanse las Gráficas O y P).

por los efectos de las restricciones a la movilidad sobre el consumo, el comercio, la hostelería y los negocios relacionados con el turismo. La recuperación prevista para 2021 dependerá en gran medida del aumento en el todavía lento ritmo de las vacunaciones, que permita relajar las medidas adoptadas a consecuencia de los rebotes y recuperar en buena medida la actividad de esos sectores.

El impacto de la crisis sobre el empleo, los negocios y la solvencia de hogares y empresas continúa trasladándose al mercado asegurador de forma desigual por líneas de negocio. Con los últimos datos disponibles correspondientes al mes de marzo de 2021⁶, el crecimiento de las primas de No Vida se estaría recuperando en términos interanuales en los tres

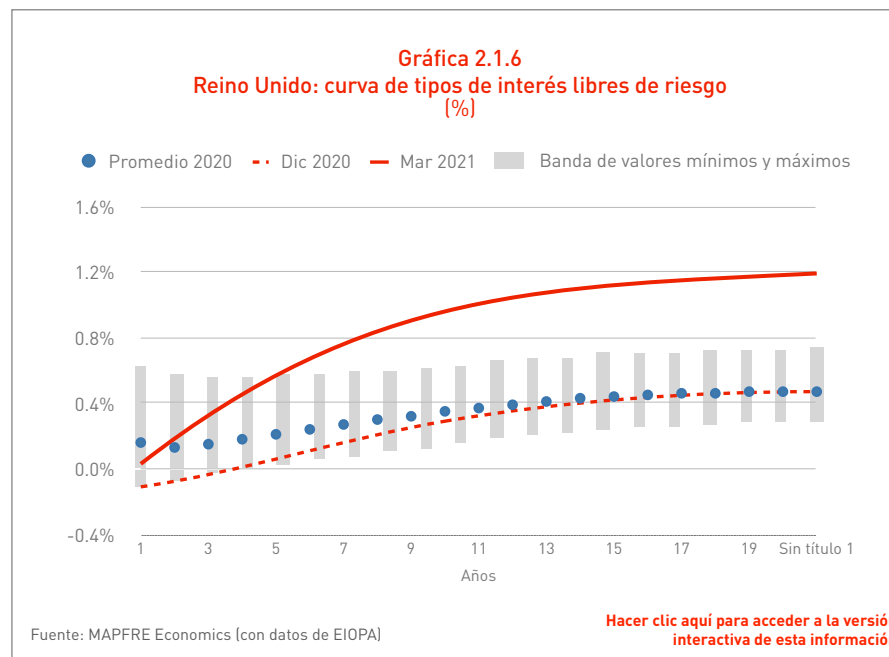
primeros meses, creciendo en torno al 1,5% a nivel agregado respecto a las primas del primer trimestre de 2020 (frente a un crecimiento del 1,1% en 2020 para el conjunto del año). El ramo de salud crece en torno al 4% (5,1% en 2020) y los multirriesgos, tanto del hogar 3,9% (2,7% en 2020) como los de las comunidades de vecinos con un 2,9% (2,8% en 2020), siguen mostrando gran resistencia. La línea de negocio de No Vida que está sufriendo de manera particular es el ramo de autos, con una caída en el primer trimestre de 2021 del -1,8% (-2% en 2020). Otros ramos menores que siguen acusando con fuerza la crisis han sido los seguros de asistencia en viaje y, en menor medida, los multirriesgos del comercio.

Por su parte, las primas del negocio de Vida están moderando su brusca caída con un -3,2% interanual en los tres primeros meses del año (frente a la caída del -20,7% en 2020, para el conjunto del año), a consecuencia del retroceso de las primas de los seguros de Vida ahorro del -3,7% (-25,0% en 2020), y del retroceso de los de Vida riesgo del -1,9%, que se ha acentuado (-0,4% en 2020). Sin embargo, a pesar de la caída de negocio, el ahorro gestionado por los seguros de Vida no ha llegado a retroceder, experimentando incluso un ligero crecimiento al cierre del primer trimestre de 2021, al alcanzar los 194,9 millardos de euros (frente a 192,1 millardos al cierre del mismo trimestre del año anterior). El Recuadro 2.1.5 muestra los ejercicios de previsiones de corto y medio plazo para el sector asegurador español, tanto en el segmento de Vida como en el de No Vida.

2.1.6 Reino Unido

La previsión para la economía del Reino Unido en 2021 anticipa un crecimiento del PIB en una horquilla entre el 5,1% (escenario base) y el 2,7% (escenario estresado), frente al retroceso del -9,8% de 2020, uno de los mayores del mundo. La tasa de desempleo ha vuelto a repuntar, pero el Reino Unido ha aplicado estrictas medidas de restricción a la movilidad en los dos primeros meses del año y un gran avance en la campaña de vacunación, con un número de fallecidos a consecuencia de la pandemia que ha descendido drásticamente⁷, lo que está afectando positivamente al nivel de confianza de los consumidores. Mejoran por tanto las expectativas para el desarrollo del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo en 2021, en línea con el inicio de la recuperación económica.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.6) se aprecia un repunte de los tipos de interés en todos los tramos de la curva respecto del trimestre anterior y comienza a presentar una notable pendiente positiva, lo que puede ser un incentivo para la comercialización de productos a medio y largo plazo que aprovechen la



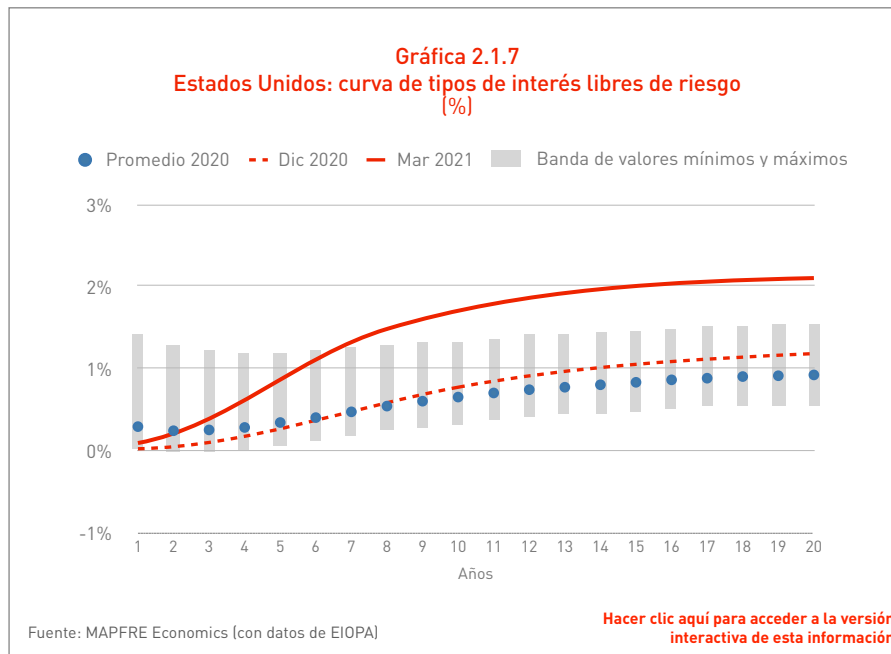
prima por plazo para ofrecer unos tipos superiores a los tipos a corto. A esto hay que añadir el efecto positivo que puede provocar en el negocio la vuelta al crecimiento económico y la recuperación del FTSE 100, uno de los pocos mercados de valores que no estaba mostrando síntomas de recuperación tras las fuertes caídas de la crisis. Todos estos factores son favorables para los seguros de Vida tradicionales y en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de gran difusión en el mercado británico, mejorando las perspectivas respecto del anterior trimestre.

2.1.7 Estados Unidos

El crecimiento económico estimado para Estados Unidos en 2021 se sitúa en un rango entre el 6,6% (escenario base) y el 4,0% (escenario

estresado), lo que supone una importante mejora en las expectativas, tras una caída del PIB en 2020 en torno al -3,5%. Continúan ampliándose los generosos paquetes fiscales de ayudas directas a las empresas y a los desempleados, lo que se está reflejando en los indicadores de confianza que mejoran sustancialmente. La campaña de vacunaciones avanza con rapidez y se han reducido las restricciones a la movilidad. La fuerte reactivación económica prevista ayudará a la recuperación de las primas del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, especialmente al seguro de autos que se estaba viendo perjudicado por la abrupta caída del PIB sufrida en el año anterior.

En su última reunión del mes de diciembre, la Reserva Federal mantuvo sin cambios la política monetaria dejándolos en el rango del 0%-0,25%,



manteniendo también el ritmo mensual de su programa de compra de bonos soberanos y corporativos. No obstante, en las últimas curvas de tipos producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7) se aprecia un repunte significativo de los tipos de interés en todos los tramos de la curva respecto del trimestre anterior, especialmente en los tramos más largos, con un notable incremento de su pendiente positiva, lo que puede ser un incentivo para la comercialización de productos a medio y largo plazo que aprovechen la prima por plazo para ofrecer unos tipos superiores a los tipos a corto. Esto podría suavizar el efecto negativo del deprimido nivel de los tipos de interés, al poder ofrecerse un tipo de interés a medio y largo plazo superior a los tipos a corto (prima por plazo), unido al efecto positivo de la recuperación económica prevista. Por otro lado, los mercados de valores continúan con su buen comportamiento, lo que unido a las buenas perspectivas de recuperación económica puede favorecer el negocio de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy habituales en este mercado. Los principales índices de renta variable continúan marcando máximos históricos, pero están comenzando a sufrir alguna corrección puntual, lo que puede llevar a los inversores más conservadores a orientar sus inversiones hacia productos de menor riesgo, teniendo en cuenta el repunte de los tipos de interés.

2.1.8 Brasil

En Brasil las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 3,6% (escenario base) y el 2,0% (escenario estresado), frente a la caída real estimada en 2020 del -4,4%. Las ayudas del gobierno a las familias se han renovado ante la situación de la pandemia que está empeorando con una cifra record de contagios y fallecidos en los meses de marzo y abril. A pesar de esto, la economía está sufriendo un impacto menor que otros países de la región y el negocio de No Vida del sector asegurador se está recuperando de las fuertes caídas sufridas en el segundo trimestre de 2020, presentando un crecimiento significativo en términos interanuales en los dos primeros meses de 2021, frente al mismo período del año anterior (que eran niveles

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

Brasil es uno de los países con mayor potencial de aseguramiento del mundo. En nuestro Índice Global de Potencial Asegurador (véase: MAPFRE Economics (2020), *GIP-MAPFRE 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE), Brasil ocupa recurrentemente posiciones entre los cinco primeros con mayor capacidad para crear y cerrar brecha de aseguramiento durante la próxima década. La pandemia del Covid-19, sin embargo, no solo está produciendo daños inmediatos en el desempeño del sector, sino que, debido a la nueva generación de pobreza (el FMI estima que Latam recupera el PIB per cápita de 2015 en 2025), el potencial de este mercado puede truncarse de manera significativa. Por este motivo, resulta importante complementar el sistema de análisis y provisiones de los mercados Vida y No Vida de Brasil con instrumentos adicionales que permitan hacer hipótesis acerca del desempeño inmediato del sector asegurador en el contexto incierto de la pandemia y de su gestión.

Para llevar a cabo este análisis, nos hemos valido de la misma metodología empleada en el caso del mercado asegurador español, la cual fue presentada en nuestro informe de perspectiva de 2021 (véase: MAPFRE Economics (2021), *Panorama económico y sectorial 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE). Este enfoque era empleado para sortear los problemas de incertidumbre, alta frecuencia y exogeneidad del *shock* al que nos enfrentamos, y consiste en modelos de transferencia capaces de trasladar las restricciones resultantes de la gestión de la pandemia (véase la sección interactiva de MAPFRE Economics "[Respuesta institucional a la crisis Covid-19 y efectos en el crecimiento esperado](#)") a las confianzas de consumo y sectoriales, así como al sector financiero y real. Una vez canalizado el *shock* de las restricciones hasta dichas variables, se hacen provisiones de los diferentes ramos que componen el negocio Vida y No

Vida, condicionadas a los grados de restricción y el contexto representado por las variables explicativas en diferentes escenarios. Así, tras ser proyectados los componentes o ramos que integran las primas No Vida y Vida, se calcula el total de las primas de cada negocio mediante la agregación de las provisiones de dichos componentes.

Aplicación el modelo por componentes al caso del mercado asegurador brasileño

Las variables por emplear en los modelos por componentes de Brasil son las siguientes. En primer término, entre las *variables explicativas*, la que tiene carácter más exógeno es el *índice de restricciones a la movilidad* producido por la Universidad de Oxford, un indicador que, además, se contrasta contra los datos de movilidad de Google y Apple para corroborar la correcta lectura que ofrece. Dicho índice de restricciones se vincula, directa o indirectamente, a 12 variables explicativas obtenidas de información del Banco Central, del Instituto Nacional de Estadística y de la Fundación Getulio Vargas. Estas variables son: (i) confianza del sector servicios (índice); (ii) confianza económica general (índice); (iii) expectativas de los consumidores (índice); (iv) incertidumbre de política económica (índice); (v) valoración de las condiciones económicas actuales (índice); (vi) confianzas del sector minorista (índice); (vii) capacidad utilizada (índice); (viii) ingresos del sector servicios (tasa anual); (ix) flujo tránsito de automóviles (tasa anual); (x) crédito a los hogares (tasa anual); (xi) expectativas de inflación (índice), y (xii) tipo de cambio efectivo real (índice). Todas estas variables están representadas en las Gráficas A y B, y en ellas se puede contrastar la dinámica del índice restricciones

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

correspondiente a cada escenario, contrapuesta con el desarrollo de estas variables explicativas.

Por otra parte, las variables dependientes de los modelos son las primas del negocio Vida y No Vida. Las primas Vida resultan de la suma de las primas del producto *Vida Gerador de Benefício Livre* (el cual se asimila a Vida Ahorro) y *Vida Individual y Colectivo* (que se asimila a Vida Riesgo). Las primas No Vida, por su parte, se componen de una multitud de ramos. No obstante, examinando su carácter intertemporal, se ha considerado que el ramo Autos se distingue del resto de ramos por su naturaleza fuertemente cíclica. Por este motivo, se considera el negocio No Vida como la suma del ramo *Autos*, que supone algo más del 42% de la prima directa No Vida, y el resto *No Autos* (que supone el 58%), siendo el primero el que tienen una naturaleza claramente cíclica y el segundo siendo relativamente estable en el tiempo.

Los modelos que relacionan las variables explicativas y los cuatro componentes de las primas de los negocios Vida y No Vida son modelos ARMAX o modelos de función de transferencia. Al respecto, las especificaciones escogidas son aquellas que relacionan: *Autos*, con variables contemporáneas y rezagadas de la confianza del sector de servicios, los ingresos reales del sector servicios, tipo de cambio efectivo real, capacidad utilizada e indicador de flujo de autos; *No Autos*, con el crédito, las expectativas de inflación y la incertidumbre de política económica; *Vida VGBL*, con las expectativas de inflación, el crédito, la capacidad utilizada y la incertidumbre de política económica; y *Vida Individual y Colectivo*, con la confianza económica general, la incertidumbre de política económica. Cabe señalar que los modelos escogidos han sido sometidos a diversas pruebas, introduciendo y eliminando variables explicativas en función de la capacidad predictiva fuera de la muestra del

modelo. Los modelos cumplen con las condiciones de residuos no autocorrelacionados y siguen un proceso de ruido blanco.

Escenarios de análisis

Dado que se plantean dos posibles trayectorias en la solución de la pandemia que condicionaran la velocidad de regreso a la normalidad (una *optimista* y otra *pesimista*), se han creado dos posibles sendas para el índice de restricciones. En la primera (*escenario optimista*), la normalidad se alcanza en el segundo trimestre de 2021, aproximadamente. Esto hace que las confianzas, la producción, el tráfico rodado y la incertidumbre regresen desde el tercer trimestre del año al promedio histórico de los últimos años. Así, puede verse como nuestra colección de variables explicativas de la Gráfica 1 muestran la estabilización de dichas variables tras la convulsión sufrida hasta el primer trimestre de 2021.

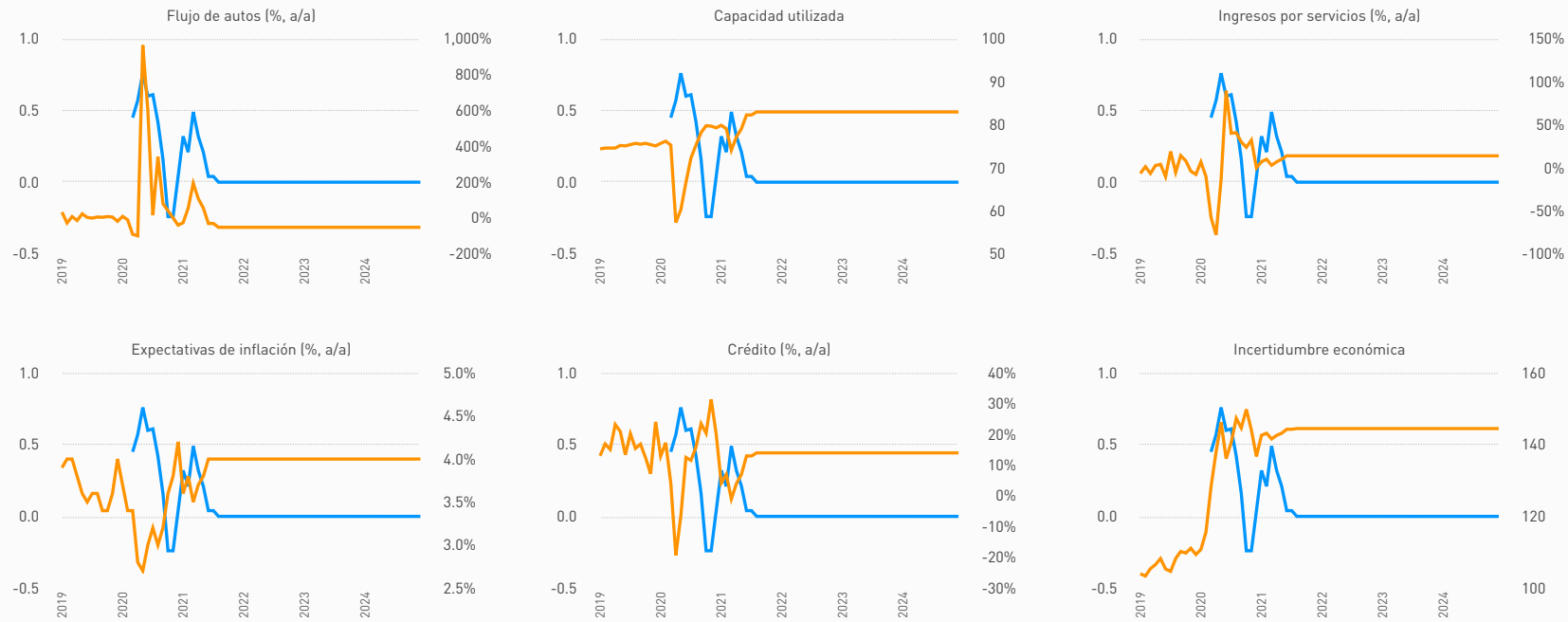
En el *escenario pesimista*, la normalidad tarda más en llegar debido al endurecimiento de los problemas relacionados con la administración de vacunas. Así, las restricciones se disparan y se mantienen elevadas antes de iniciar su desescalada a finales de 2022, hasta normalizarse a inicios de 2024, dos años después que en el escenario optimista. En ese contexto, la incertidumbre se dispara, la confianza de los agentes cae y con el deterioro de las expectativas y el sector real se cae en una crisis financiera similar a la de Lehman. El daño es mayor y más duradero, y esto se percibe en las primas hasta la segunda parte de 2022.

Una vez estimados y validados los modelos, se realizan provisiones con ellos hasta diciembre de 2024 en los ramos ya mencionados, distinguiendo entre los dos tipos de escenarios establecidos.

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

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

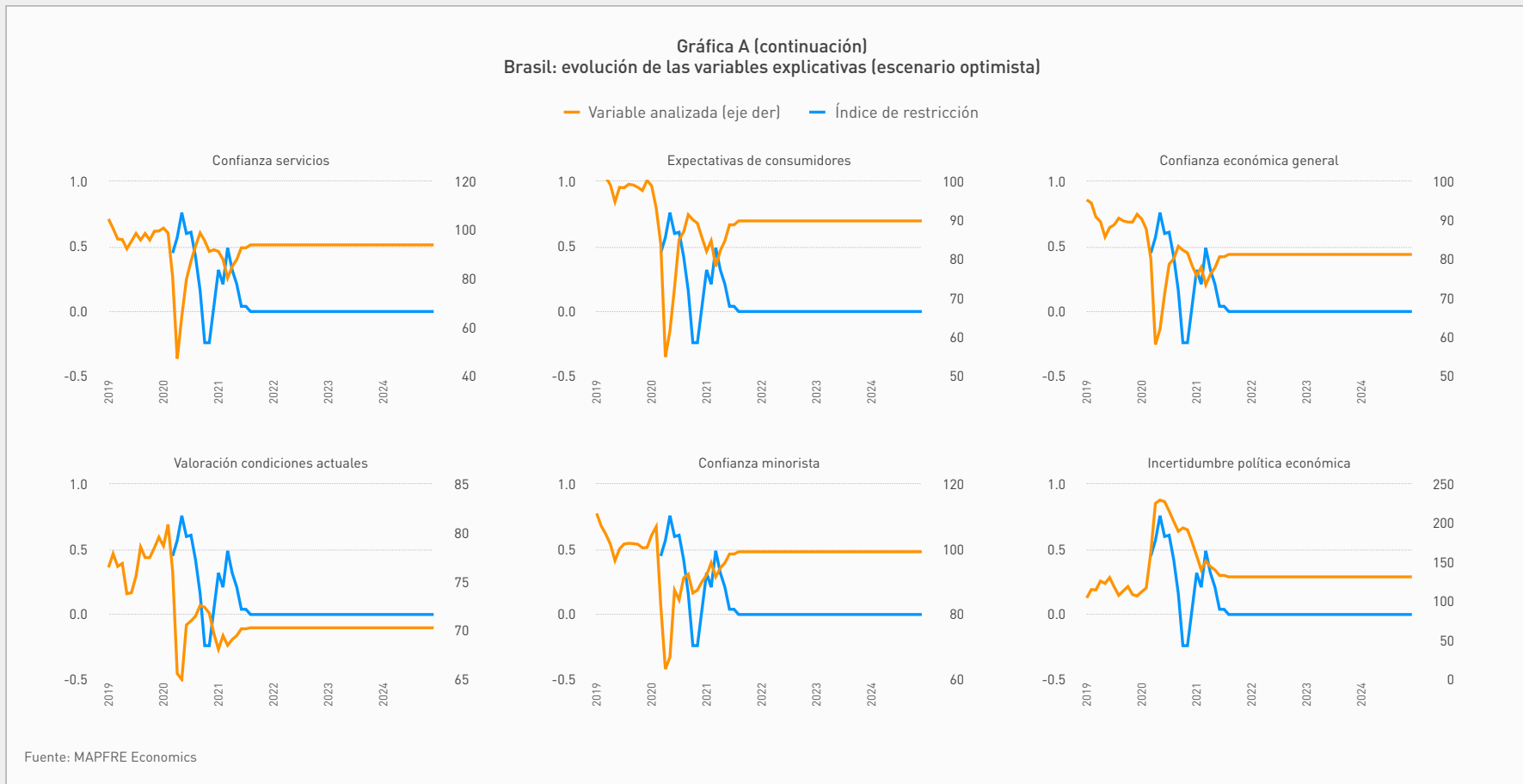
— Variable analizada (eje der) — Índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics

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

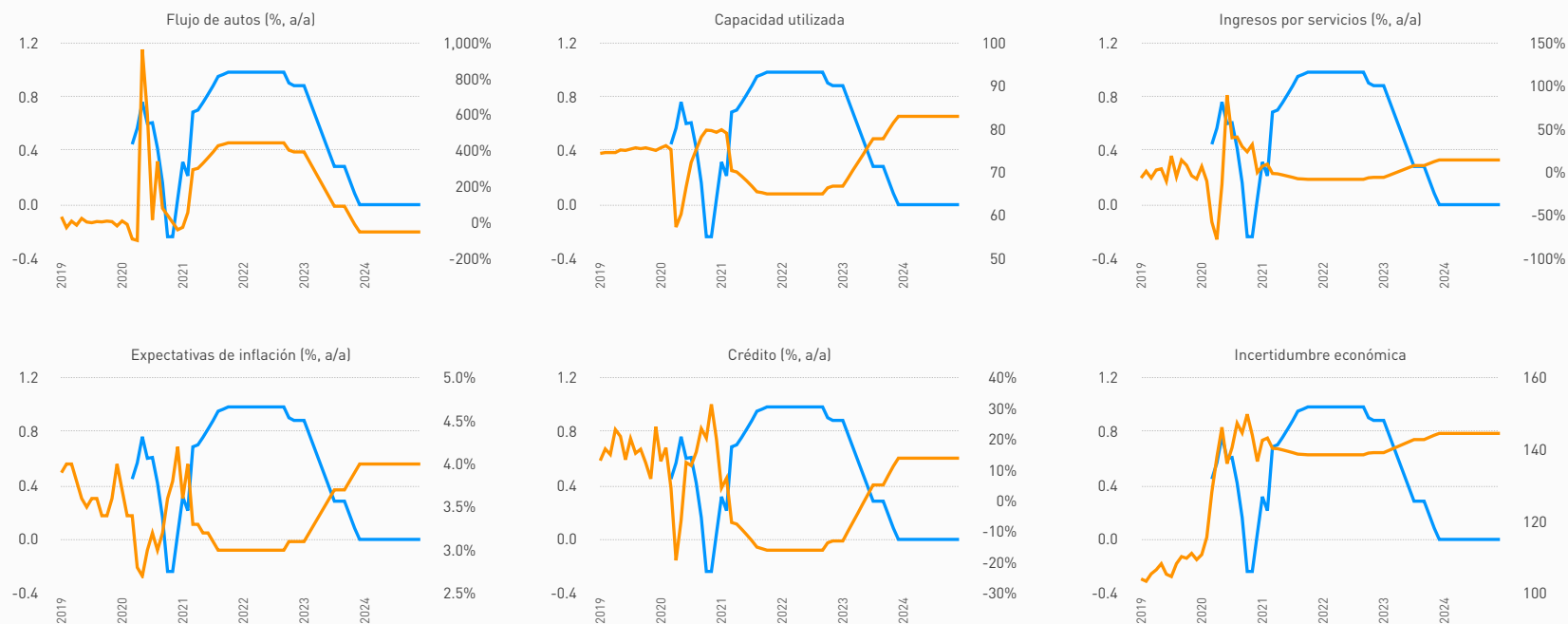
Gráfica A (continuación)
 Brasil: evolución de las variables explicativas (escenario optimista)



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

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

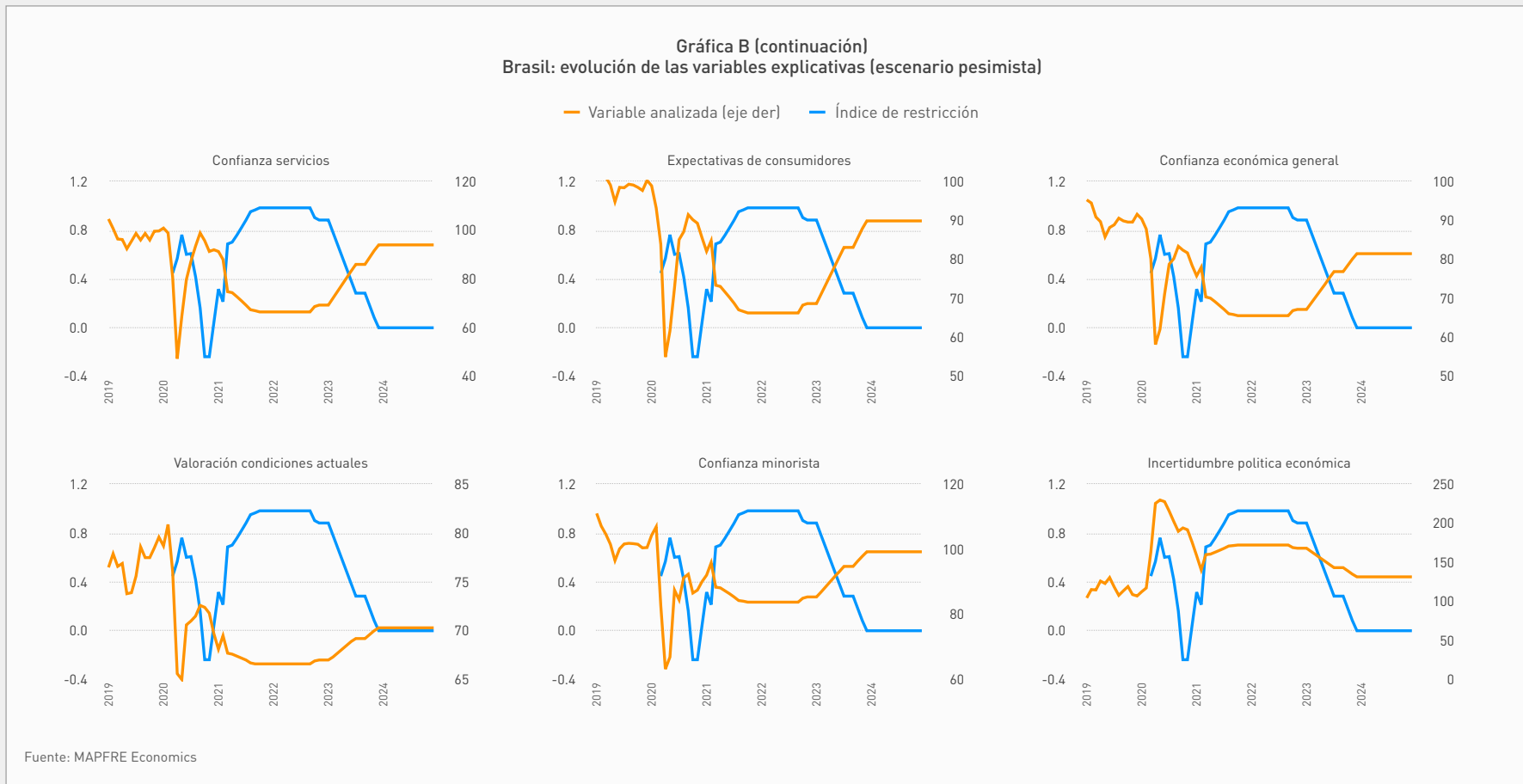
— Variable analizada (eje der) — Índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics

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

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



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

Previsiones en el escenario optimista

En las Gráficas C, D, E y F, así como en las Tablas A y B, se ilustran los resultados por componentes para ambos segmentos de negocio (Vida y No Vida), en cada uno de los dos escenarios diseñados. Como se aprecia en la Gráfica C, en el escenario optimista las primas del negocio No Vida cuentan con el componente altamente cíclico del ramo de Autos. Este ramo pesa aproximadamente el 42% del negocio de No Vida, lo que unido a su volatilidad cíclica, ha pasado de contribuir con la mitad del crecimiento de las primas hasta diciembre de 2016 a restarle la mitad a partir de entonces, coincidiendo con la larga etapa de atonía. El resto de los ramos que componen el agregado No Autos, sin embargo, se ha mantenido de manera recurrente aportando más de la mitad del crecimiento (cuando no la totalidad) a lo largo del ciclo.

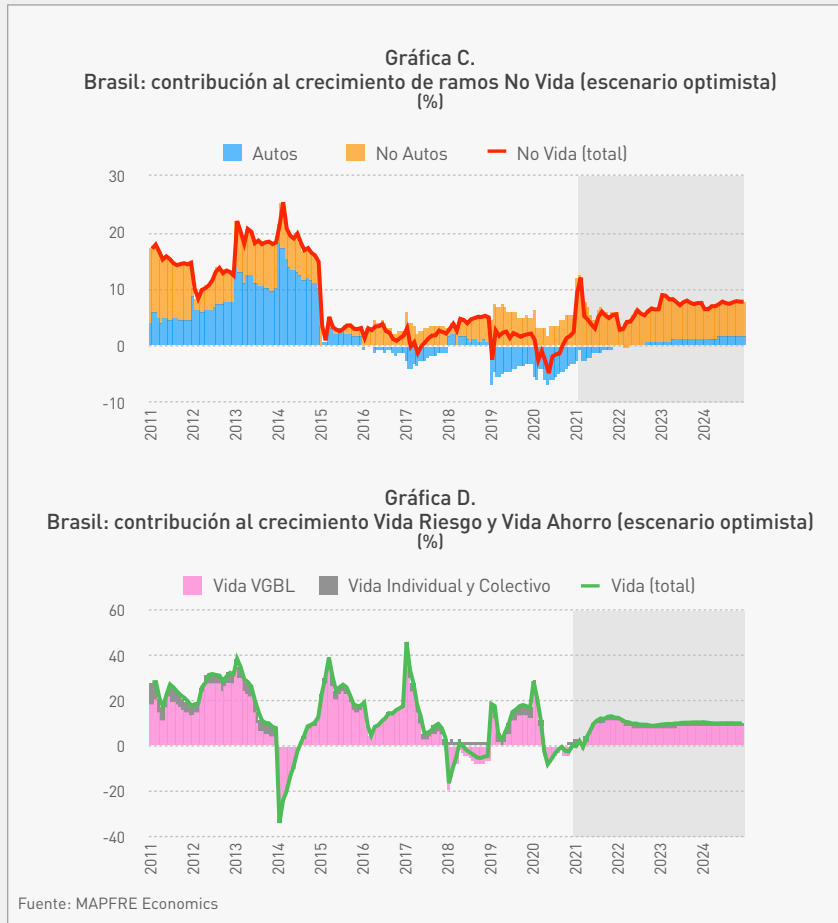
Como antes se señaló, al modelizar el escenario optimista se ha supuesto la salida cíclica con la pronta normalización de las restricciones al finalizar el 2021. En consonancia, las variables que recrean el contexto económico se recuperan gradualmente retratando una recuperación de las expectativas de los productores y consumidores, una mejora de las condiciones financieras y un aumento de la demanda real en general. En consecuencia, la aportación del ramo Autos muestra una recuperación cíclica acorde con la mejora de las restricciones y, aunque en 2021 mantiene su aportación negativa, la normalización devuelve su aportación al terreno positivo a partir de 2022, pero de manera modesta. La aportación a lo largo del horizonte de previsión del ramo de Autos es muy modesta (50 puntos básicos, en promedio). En cambio, el ramo No Autos se mantiene fuertemente dinámico en este escenario a lo largo del ciclo y aportando casi la totalidad del crecimiento del negocio No Vida (600 puntos básicos,

en promedio anual). Así, con la aportación de ambos, el segmento del negocio No Vida crece en promedio en nuestro horizonte de previsión cerca de 6,5% .

El segmento del negocio Vida se compone, en este caso, por ramos que se han asimilado a Ahorro (VGBL) y Riesgo (Individual y Colectivo). Como se puede apreciar, la aportación al crecimiento de las primas Vida del ramo Vida VGBL es mayoritaria, aunque no por ello el resto de las primas es descartable. Tradicionalmente, el primero aporta entre una tercera y una cuarta parte del crecimiento de estas primas, mientras que el segundo contribuye con el resto.

En nuestro escenario optimista se ha supuesto que las variables de expectativas de inflación y la prima temporal se acentúan, y el tipo de cambio real apreciado permite mejores condiciones financieras. Lo anterior, unido a una mejor actividad real y mayor credibilidad en la política económica, incentivan la creación y la demanda de productos de aseguramiento para intermediar el ahorro intermediado con aspiraciones a crecientes rendimientos de largo plazo. En consecuencia, tras una leve fase de contracción que dura hasta mediados de 2021 junto con las restricciones, las primas de Vida Ahorro (Vida VGBL) vuelven a crecer con fuerza, llegando a aportar más de tres cuartas partes de un crecimiento promedio de las primas a lo largo del horizonte de previsión. La aportación del ramo Vida Individual y Colectivo, por su parte, se comporta como un elemento estable ajeno al ciclo y contribuye con la tercera o cuarta parte del crecimiento a lo largo de la historia y de nuestro escenario de previsión. En este contexto, las primas Vida crecen a un ritmo de 9%, en promedio, a lo largo del escenario de previsión.

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



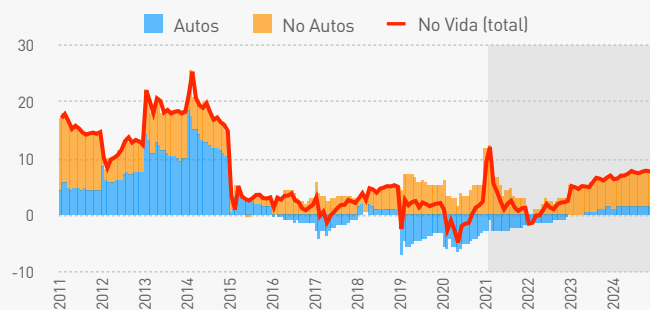
Previsiones en el escenario pesimista

En el escenario pesimista, el elevado estrés transmitido a través de los canales real, financiero y de expectativas, se percibe en el desempeño de las primas. Como se observa en la Gráfica E, en el negocio No Vida el deterioro prolongado de las expectativas de los agentes y las restricciones sobre la producción y la movilidad deprimen durante más tiempo el consumo y matriculación de autos y, por lo tanto, la contribución negativa de este sector se prolonga hasta finales de 2022, haciendo que su contribución media durante el periodo de previsión pase positiva/neutra (escenario optimista) a una netamente negativa cercana a los -20 puntos básicos del crecimiento. El agregado No Autos no sufre un deterioro cíclico, pero la prolongación de estrés económico y financiero acarrea problemas de solvencia en la economía que, poco a poco, se traducen en una moderada, pero permanente, erosión de este componente, aunque pese a todo permanece positivo con una contribución muy inferior a la que aportaba en el escenario anterior. Así, bajo este escenario el crecimiento promedio en el horizonte de previsión es del 4,5%; previsión a la que contribuye positivamente el ramo No Autos con 470 puntos básicos, mientras que el ramo Autos le resta 20 puntos básicos.

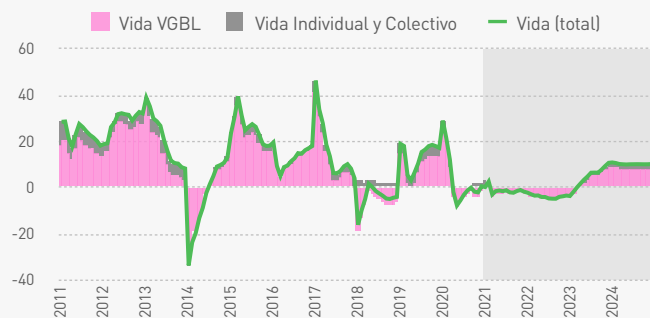
Por otra parte, como se observa en la Gráfica F, en el segmento de Vida la aportación al crecimiento de las primas Vida del ramo Vida VGBL se mantiene como mayoritaria. Sin embargo, el deterioro de las condiciones financieras que supone este escenario retrasan las contribuciones al crecimiento tanto del segmento de Vida VGBL como el de Vida Individual y Colectivo, aunque en el medio plazo (2024) termina convergiendo con las del escenario optimista revisado antes. Así, en 2021 y 2022, las tasas de crecimiento del segmento Vida VGBL se tornan negativas (-3,0% y -5,5%, respectivamente), para recuperar tracción en 2023 y 2024. El ramo de Vida

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

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



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



Fuente: MAPFRE Economics

Individual y Colectivo, por su parte, reduce significativamente su dinámica en esos dos primeros años (0,9% y 1,4%, en cada caso), recobrando dinamismo a partir de 2023.

Comparación de previsiones con los modelos basados en fundamentales

Este ejercicio de previsiones tiene como propósito, por un lado, ofrecer una visión granular y condicional a la pandemia del desempeño de las primas de seguro Vida y No Vida en función de la sensibilidad de sus componentes al contexto que se prevé dominará y, por otro, ofrecer previsiones de crecimiento a muy corto plazo que, por construcción, son más certeras que empleando modelos fundamentales en la medida en que son de mayor frecuencia. No obstante, los modelos basados en fundamentales siguen siendo de importancia, ya que ayudan a vislumbrar la tendencia de medio y largo plazo en el crecimiento de las primas.

Por ello, a continuación, se comparan las previsiones del segundo trimestre de 2021, así como las correspondientes al conjunto de 2021, contra lo que resultan de la aplicación del modelo basado en fundamentales. En general, el modelo por componentes nos dice que las primas crecerán en algún punto entre sus bandas más extremas, lo que resultará de la dominancia de los eventos que definan un escenario u otro. Así, en el caso del segmento de No Vida se prevé que, al final del segundo trimestre de 2021, las primas crecerán en una banda entre el 1,1% (escenario pesimista) y el 3,1% (escenario optimista), para luego lentamente avanzar a un crecimiento que se situaría en una banda entre 1,4% y 5,7% a final de 2021, comenzando a converger a partir de ese punto de manera paulatina con los valores que se derivan del modelo de fundamentales (véase la Gráfica G y la Tabla A).

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

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

Período	Modelo de fundamentales ¹	Escenario Optimista			Escenario Pesimista		
		Total	Autos	No autos	Total	Autos	No autos
Q2	-1.8%	-1.8%	-12.2%	7.2%	-1.8%	-12.2%	7.2%
Q3	0.3%	0.3%	-9.3%	8.6%	0.3%	-9.3%	8.6%
2020 Q4	2.5%	2.5%	-6.6%	10.4%	2.5%	-6.6%	10.4%
Q1*	12.0%	12.0%	-1.2%	22.4%	12.0%	-1.2%	22.4%
Q2	15.1%	3.1%	-3.2%	7.7%	1.1%	-6.0%	6.2%
Q3	11.8%	5.4%	-1.8%	10.7%	1.4%	-5.3%	6.3%
2021 Q4	10.0%	5.7%	-0.8%	10.4%	1.4%	-4.3%	5.6%
Q1	11.0%	4.3%	0.1%	7.0%	0.0%	-3.5%	2.2%
Q2	11.8%	6.4%	0.8%	9.9%	2.1%	-2.7%	5.1%
Q3	12.4%	6.2%	1.5%	9.2%	2.0%	-1.8%	4.4%
2022 Q4	13.0%	6.5%	2.1%	9.4%	2.6%	-1.1%	5.1%
Q1	13.4%	8.3%	2.6%	11.6%	4.7%	0.5%	7.2%
Q2	13.8%	7.3%	3.1%	9.7%	5.0%	2.1%	6.8%
Q3	14.0%	7.7%	3.5%	10.2%	6.5%	2.9%	8.8%
2023 Q4	14.1%	7.7%	3.8%	10.0%	7.1%	3.9%	9.1%
Q1	14.1%	7.1%	4.1%	8.7%	7.1%	4.2%	8.7%
Q2	14.1%	7.9%	4.4%	9.8%	7.9%	4.5%	9.8%
Q3	14.1%	7.8%	4.6%	9.6%	7.8%	4.7%	9.5%
2024 Q4	14.1%	7.9%	4.8%	9.6%	7.8%	4.8%	9.6%

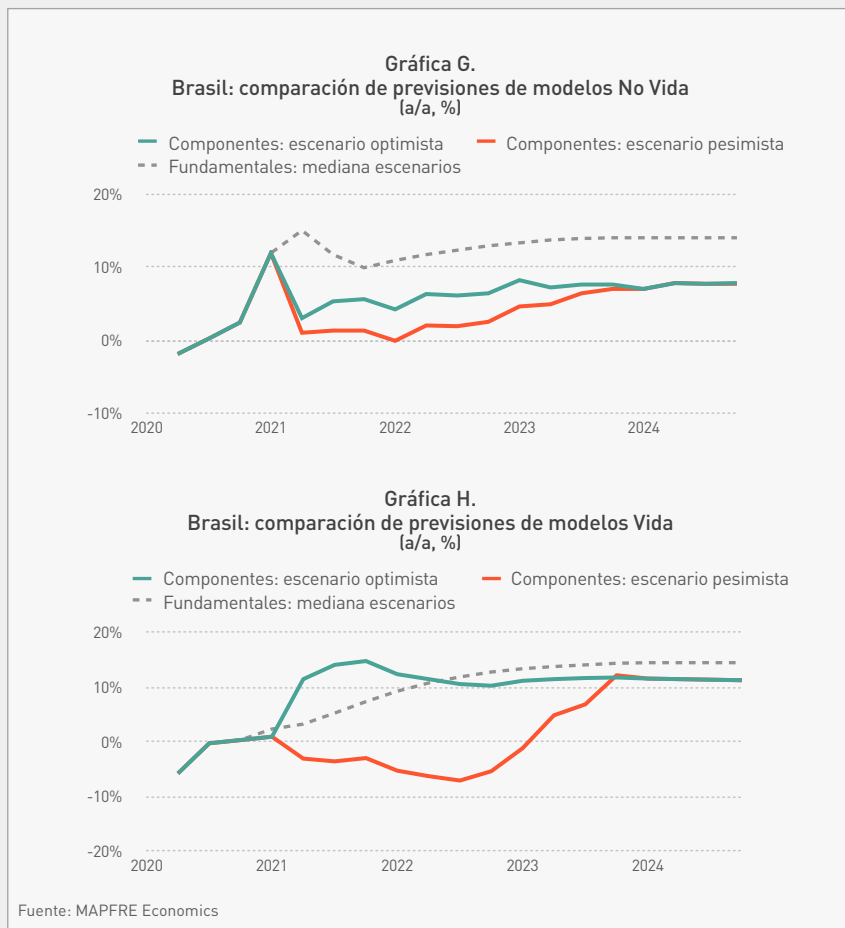
Fuente: MAPFRE Economics
(*1) Datos a febrero de 2021. 1/ Mediana de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos

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

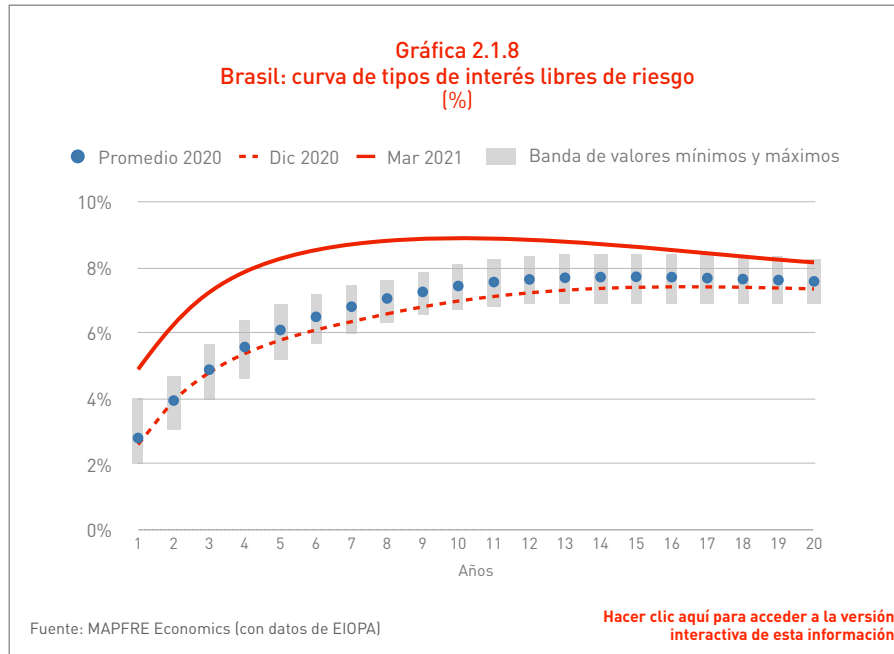
Período	Modelo de fundamentales ¹	Escenario Optimista			Escenario Pesimista		
		Total	VGBL	Individual y colectivo	Total	VGBL	Individual y colectivo
Q2	-5.7%	-5.7%	-7.9%	0.4%	-5.7%	-7.9%	0.4%
Q3	-0.2%	-0.2%	-2.1%	5.2%	-0.2%	-2.1%	5.2%
2020 Q4	0.4%	0.4%	-1.8%	7.0%	0.4%	-1.8%	7.0%
Q1*	2.4%	2.4%	0.8%	7.7%	2.4%	0.8%	7.7%
Q2	3.3%	11.5%	11.7%	5.8%	-3.0%	-3.2%	1.9%
Q3	5.3%	14.1%	14.3%	5.8%	-3.5%	-3.7%	1.0%
2021 Q4	7.4%	14.8%	15.1%	5.8%	-2.9%	-3.0%	0.9%
Q1	9.3%	12.4%	12.6%	5.8%	-5.2%	-5.4%	0.9%
Q2	10.8%	11.5%	11.7%	5.8%	-6.2%	-6.4%	0.9%
Q3	11.9%	10.6%	10.8%	5.8%	-7.0%	-7.2%	0.9%
2022 Q4	12.8%	10.3%	10.5%	5.8%	-5.3%	-5.5%	1.4%
Q1	13.4%	11.2%	11.3%	5.8%	-1.1%	-1.2%	2.4%
Q2	13.8%	11.5%	11.6%	5.8%	4.9%	4.9%	3.9%
Q3	14.1%	11.7%	11.9%	5.8%	6.9%	7.0%	4.4%
2023 Q4	14.4%	11.8%	12.0%	5.8%	12.2%	12.4%	5.8%
Q1	14.5%	11.6%	11.7%	5.8%	11.6%	11.7%	5.8%
Q2	14.5%	11.5%	11.6%	5.8%	11.5%	11.6%	5.8%
Q3	14.5%	11.4%	11.5%	5.8%	11.4%	11.5%	5.8%
2024 Q4	14.5%	11.3%	11.5%	5.8%	11.3%	11.5%	5.8%

Fuente: MAPFRE Economics
(*1) Datos a febrero de 2021. 1/ Mediana de escenarios

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



En el caso del segmento de Vida, a corto plazo (segundo trimestre de 2021) el modelo de componentes predice que las primas crecerán en el espacio de entre -3,0% (escenario pesimista) y 11,5% (escenario optimista), frente al 3,3% que arroja el modelo por fundamentales. A final de 2021, las previsiones por componentes para este segmento de negocio oscilarían entre -2,9% y 14,8% en cada escenario, lo que compara con el 7,4% que arroja el modelo por fundamentales (véase la Gráfica H y la Tabla B).



previos a la pandemia). La única excepción es la línea del negocio de autos, que todavía presenta decrecimientos. La recuperación parcial prevista de la economía mejora las perspectivas y puede ayudar a suavizar el impacto negativo que la fuerte caída del PIB tuvo sobre su sector asegurador, que sufrió un retroceso significativo en términos reales en el año anterior. En el Recuadro 2.1.8 se presentan los ejercicios de previsiones de corto y medio plazo para el sector asegurador en Brasil, tanto para el segmento de Vida como para el de No Vida.

Por otro lado, el Banco de Brasil se ha visto obligado a endurecer la política monetaria acomodaticia que estaba aplicando para estimular la economía, a consecuencia del repunte de la inflación. En la curva de tipos de interés libre de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8) se observa una

subida significativa respecto del nivel que presentaba la curva a principios del año en todos sus tramos, especialmente en el corto plazo. Mejora, por tanto, el entorno de tipos de interés al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto (prima por plazo), que puede compensar en parte el efecto negativo de la contracción del PIB sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, que todavía no muestra síntomas de recuperación, de acuerdo con la información disponible de los dos primeros meses de 2021.

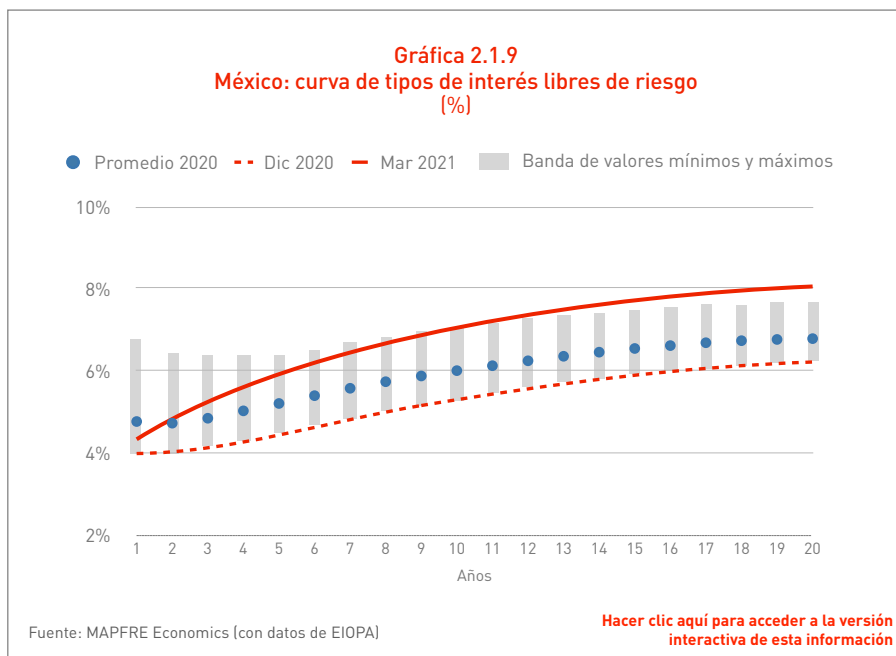
2.1.9 México

El crecimiento económico estimado para México en 2021 se sitúa en un rango entre el 4,9% (escenario base) y el 3,1% (escenario estresado), lo que supone una mejora en las expectativas tras sufrir una profunda caída del PIB en 2020 en torno al -8,5%. La situación de la pandemia se encuentra en una fase compleja y la campaña de vacunación avanza lentamente, con las dificultades que conlleva el menor grado de desarrollo y la saturación de su sistema sanitario. Sin embargo, el precio del petróleo se ha recuperado de los bajos niveles que alcanzó durante los peores momentos de la crisis y mejoran las expectativas de crecimiento de la economía de los Estados Unidos, por los amplios paquetes fiscales que están aplicando, lo que beneficia a la economía mexicana al ser este país su principal socio comercial.

El desarrollo de la pandemia está perjudicando el volumen y la rentabilidad del negocio asegurador. El negocio de No Vida que sufrió un retroceso nominal en el año 2020 cercano al -1%, principalmente motivado por la caída del negocio de autos, en línea con lo que está sucediendo de forma prácticamente generalizada en esta crisis. Sin embargo, la vuelta al crecimiento económico prevista para 2021 ayudará a la recuperación del negocio asegurador con el apoyo del relativamente bajo nivel de penetración de los seguros en su economía, como ocurrió en anteriores crisis económicas, aunque su rentabilidad puede verse todavía

perjudicada por el incremento en la siniestralidad de los negocios de salud y Vida riesgo.

Por otro lado, la política monetaria continúa siendo acomodaticia, aunque la inflación sigue mostrando una tendencia al alza y el tipo de cambio se mantiene estable, manteniendo el Banco de México el tipo de interés oficial en el 4,00% en el mes de marzo, tras la bajada de 25 puntos básicos del mes de febrero. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9) se observa no obstante una subida significativa en los tipos de interés libres de riesgo de mercado, con una curva que gana pendiente positiva en todos sus tramos. Este entorno de tipos de interés es favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias al aumentar la prima por plazo, pudiendo ofrecer tipos garantizados a medio



y largo plazo superiores a los tipos a corto, lo que podría compensar el efecto negativo de la fuerte contracción económica, con un negocio de Vida que se ha ralentizado sin llegar a experimentar retrocesos en términos nominales, pero sí en términos reales. La recuperación económica prevista para 2021 ayudará también al desarrollo de este negocio.

2.1.10 Argentina

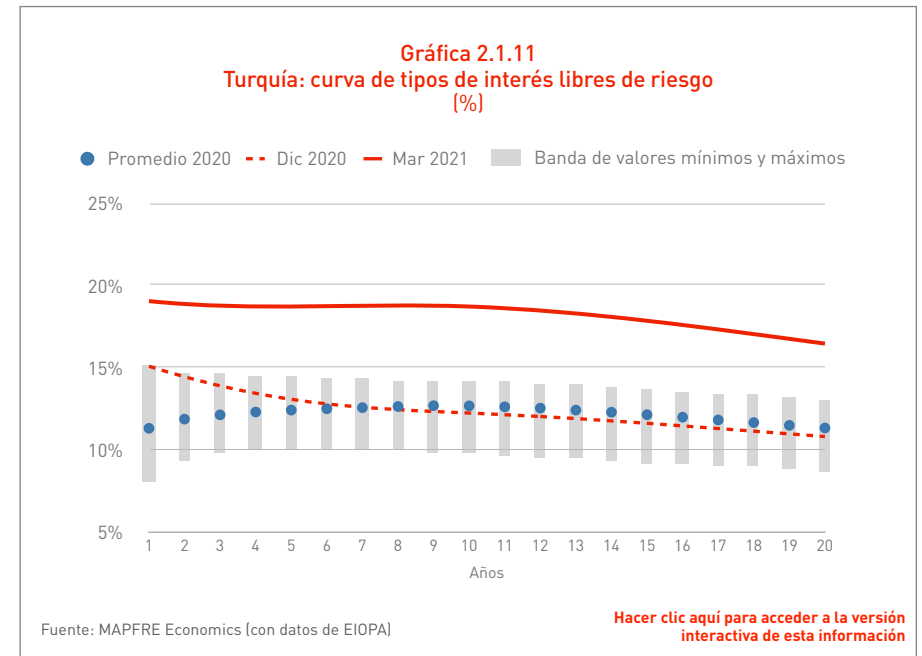
En Argentina, las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 6,0% (escenario base) y el 3,4% (escenario estresado), frente a la caída real estimada en 2020 del -9,7%, a consecuencia de la pandemia. Mejoran las previsiones del anterior informe, tras la fuerte caída sufrida en 2020, pero persisten los desequilibrios estructurales relacionados con la deuda externa y la debilidad de su moneda, la cual continúa depreciándose, lo que unido a los efectos económicos derivados de la pandemia anticipan una recuperación parcial y sujeta a un alto nivel de incertidumbre. Las perspectivas de desarrollo del negocio asegurador continúan marcadas por esta situación, que ya venía sufriendo por la recesión en que se encontraba su economía antes de la pandemia, pero es de destacar que está mostrando resistencia y el negocio de No Vida no ha llegado a sufrir retrocesos en términos reales, a pesar de la abrupta caída del PIB. La recuperación económica prevista para 2021 puede ayudar a recuperar el crecimiento real (principalmente en el segundo semestre del año) si la evolución de la epidemia lo permite, teniendo en cuenta que, si bien el número de contagios y fallecidos en Argentina está descendiendo, todavía es alto y el ritmo de vacunaciones es lento. La inflación continúa elevada (40,6% en el primer trimestre) y la moneda continúa depreciándose, lo que afecta de forma negativa en la rentabilidad de las compañías aseguradoras.

El tipo de interés de referencia del banco central continúa sin cambios en el 38%, con el fin de controlar la inflación y la depreciación de la moneda. Este entorno de tipos de interés podría ser una oportunidad para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro temporales

anuales renovables con vencimientos cortos y renegociación del tipo garantizado en cada vencimiento; no obstante, como se ha señalado en informes anteriores, los límites regulatorios a las inversiones dificultan el desarrollo de este tipo de productos. La recuperación parcial de la economía prevista para este año podría ayudar al segmento de Vida riesgo y llevar a una cierta recuperación del negocio de Vida, que en 2020 se mostró resistente y sufrió solo un ligero retroceso en términos reales a pesar del difícil contexto económico.

2.1.11 Turquía

La economía turca volvió a sorprender de forma positiva, con un desempeño por encima de lo esperado, tras la relajación de las medidas adoptadas frente a la pandemia. Las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 5,2% (escenario base) y el 3,9% (escenario estresado), frente a un crecimiento real estimado en 2020 del 1,6%, incluso por encima de lo estimado en el anterior informe, siendo una de las pocas economías del mundo que no ha sufrido una contracción económica a consecuencia de la pandemia. Turquía se encuentra en una fase aguda de la pandemia en cuanto a contagios y fallecidos, lo que le ha obligado a aplicar restricciones a la movilidad, pero está avanzando con relativa rapidez en la campaña de vacunación. Persisten, no obstante, ciertos desequilibrios estructurales en su economía (principalmente su deuda privada externa en dólares) que le hacen vulnerable a la depreciación de su moneda que continúa débil. Sin embargo, el crecimiento económico se ha visto reflejado en el desarrollo del sector asegurador, que ha experimentado crecimientos reales positivos en 2020 en el negocio de No Vida y, en mayor medida, en el de Vida. La inflación continúa en niveles altos, pero se está estabilizando. El banco central ha vuelto a subir los tipos de interés con el fin de controlarla y en apoyo de su moneda, lo que ayuda a apuntalar la rentabilidad financiera del negocio asegurador.



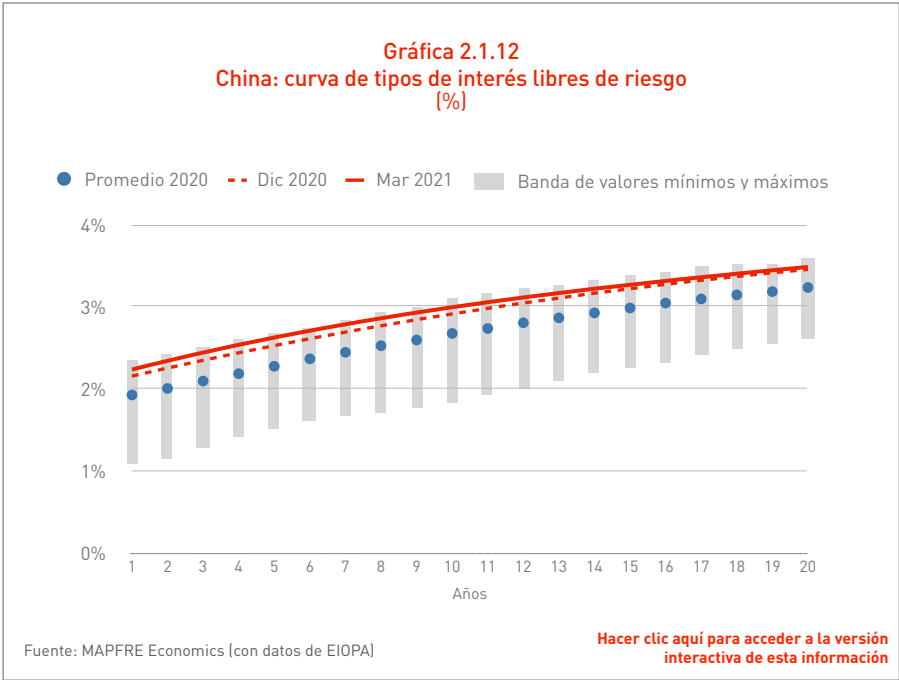
En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11) puede observarse el repunte de los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo con una curva de tipos que se ha aplanado, con una ligera pendiente negativa en sus tramos largos. Este escenario de tipos de interés continúa siendo favorable para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados a corto plazo temporales renovables que permitan la revisión de los tipos garantizados en cada renovación. El cambio de tendencia en el crecimiento económico que se empieza a apreciar favorece igualmente al negocio de Vida, que ha experimentado un significativo crecimiento real en su volumen de primas en 2020 (por encima del 10%, una vez corregido el efecto de la inflación).

2.1.12 China

En China, las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 8,9% (escenario base) y el 7,3% (escenario estresado), frente al crecimiento estimado en 2020 del 2,0%, lo que supone una mejora de las expectativas, con una incidencia mínima en cuanto a contagios y fallecimientos por la pandemia en el último trimestre. La ralentización de su economía en el año previo supuso cuatro puntos porcentuales del PIB, pero fue de las pocas economías del mundo que crecieron en ese año. El fuerte crecimiento económico esperado en 2021 favorecerá al sector asegurador, cuyo negocio puede volver a crecimientos de primas de dos dígitos ayudado por el bajo nivel de

penetración de los seguros en la economía china. Se espera un ligero repunte de la inflación que podría reducir la rentabilidad del negocio de No Vida, pero de forma muy moderada. El negocio de los seguros de Vida, que en anteriores crisis se mostró más sensible al ciclo económico, también se verá beneficiado por la recuperación.

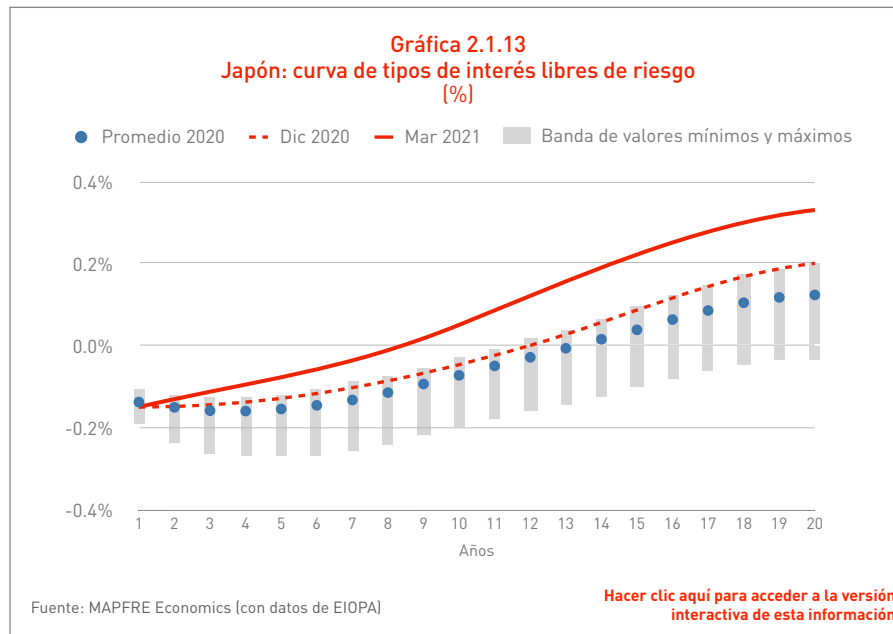
En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12) sigue observándose una cierta recuperación en los tipos de interés, como ya ocurrió en anteriores trimestres, tras la fuerte caída en los momentos álgidos de la pandemia, presentando una pendiente positiva. Este entorno de tipos de interés continúa siendo favorable para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto, lo que se une al efecto positivo que la recuperación de las altas tasas de crecimiento económico previstas tiene sobre este tipo de negocio.



2.1.13 Japón

Las expectativas económicas para 2021 de Japón anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 2,9% (escenario base) y el 1,5% (escenario estresado), dependiendo de la evolución de la pandemia que en ese país ha tenido una menor incidencia y número de fallecidos que en otros países, pero que ha repuntado a partir de mediados de marzo. Este crecimiento contrasta con la fuerte contracción económica estimada en 2020 del -4,9%. Ante este panorama, las autoridades japonesas continúan extendiendo los amplios paquetes de medidas de expansión fiscal, lo que unido a las medidas de expansión monetaria ya adoptadas podría acelerar la recuperación más de lo inicialmente previsto. La mejora de las expectativas económicas ayudará a la recuperación del sector asegurador que puede empezar a recuperarse a lo largo del año, en línea con la reactivación económica.

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



niveles del trimestre anterior, y siguen presentando valores negativos para vencimientos hasta ocho años (frente a trece años del trimestre previo) y un aumento de la prima por plazo a partir de esos vencimientos, lo cual puede favorecer la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias, aunque los niveles de los tipos todavía están muy deprimidos. Este entorno sostenido de bajos tipos de interés, que se estima se prolongará por largo tiempo, continúa siendo perjudicial para el desarrollo de las referidas líneas de negocio, aunque se ha producido una ligera mejoría en el trimestre. El aumento de los tipos de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, que las entidades aseguradoras de Vida niponas vienen utilizando como inversión alternativa para incrementar la rentabilidad de sus carteras les puede beneficiar a efectos del desarrollo de este negocio.

2.1.14 Filipinas

En Filipinas, las expectativas económicas para 2021 anticipan un crecimiento del PIB en un rango entre el 6,8% (escenario base) y el 4,8% (escenario estresado), dependiendo de la evolución de la pandemia que a principios de este año mostraba los peores datos de la crisis sanitaria en este país, con un nivel de vacunación todavía muy bajo. Este crecimiento contrasta con la abrupta contracción económica estimada en 2020 del -9,3%, entre las mayores del mundo. Sin embargo, mejoran las expectativas de la recuperación económica en 2021, lo que ayudará al sector asegurador, particularmente al negocio de No Vida y Vida riesgo, cuyo comportamiento se encuentra muy ligado al ciclo económico.

En relación con los seguros de Vida, el Banco Central de Filipinas ha mantenido el tipo de referencia de la política monetaria en el 2% (tras efectuar tres bajadas en el año 2020, desde el 4%) y la rentabilidad del bono soberano a diez años se situaba en el 2,97% a finales de diciembre (desde niveles por encima del 4%), con lo que la curva de tipos de interés ha vuelto a sufrir un acusado aplanamiento, lo que dificulta la comercialización de los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias en tanto la situación comience a normalizarse.

2.1.15 Reaseguro

De acuerdo con las primeras estimaciones, en 2020 las pérdidas causadas por las catástrofes naturales y provocadas por el hombre ascendieron a 202 millardos de dólares (150 millardos de 2019), de los cuales cerca de 89 millardos fueron cubiertos por las entidades re/aseguradoras. Estas pérdidas fueron causadas por fenómenos meteorológicos extremos que afectaron especialmente a los Estados Unidos, a consecuencia de tormentas, huracanes e incendios, pero también a Australia y a Asia por las inundaciones catastróficas provocadas por los monzones⁸. Lo anterior, unido a la situación provocada por la pandemia, ha puesto de relieve la

importancia de asegurarse contra los riesgos catastróficos, poniendo presión sobre los precios del reaseguro en el mercado.

2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

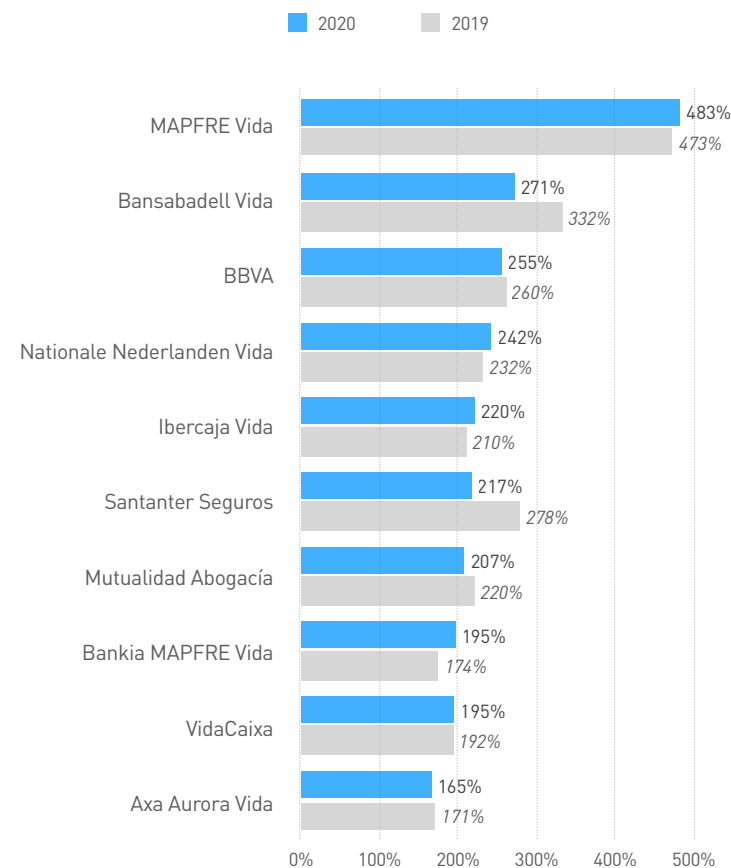
Informes sobre la situación Financiera y de Solvencia del mercado español

En las últimas semanas, gran parte de las principales compañías de seguros que operan en el mercado español han publicado su quinto informe anual público sobre la Situación Financiera y de Solvencia, requerido por la normativa de Solvencia II⁹. A continuación, con propósitos descriptivos generales, se muestran los ratios publicados por las principales aseguradoras que operan en el mercado asegurador español. La información se presenta conforme a lo siguiente:

- las entidades aseguradoras que operan el negocio de Vida (véase la Gráfica 2.2-a y 2.2-b);
- las entidades aseguradoras Mixtas (*Composites*) que operan tanto en Vida como en No Vida (véase la Gráfica 2.2-c y 2.2-e), y
- las entidades aseguradoras que operan fundamentalmente el ramo de No Vida (véase la Gráfica 2.2-d).

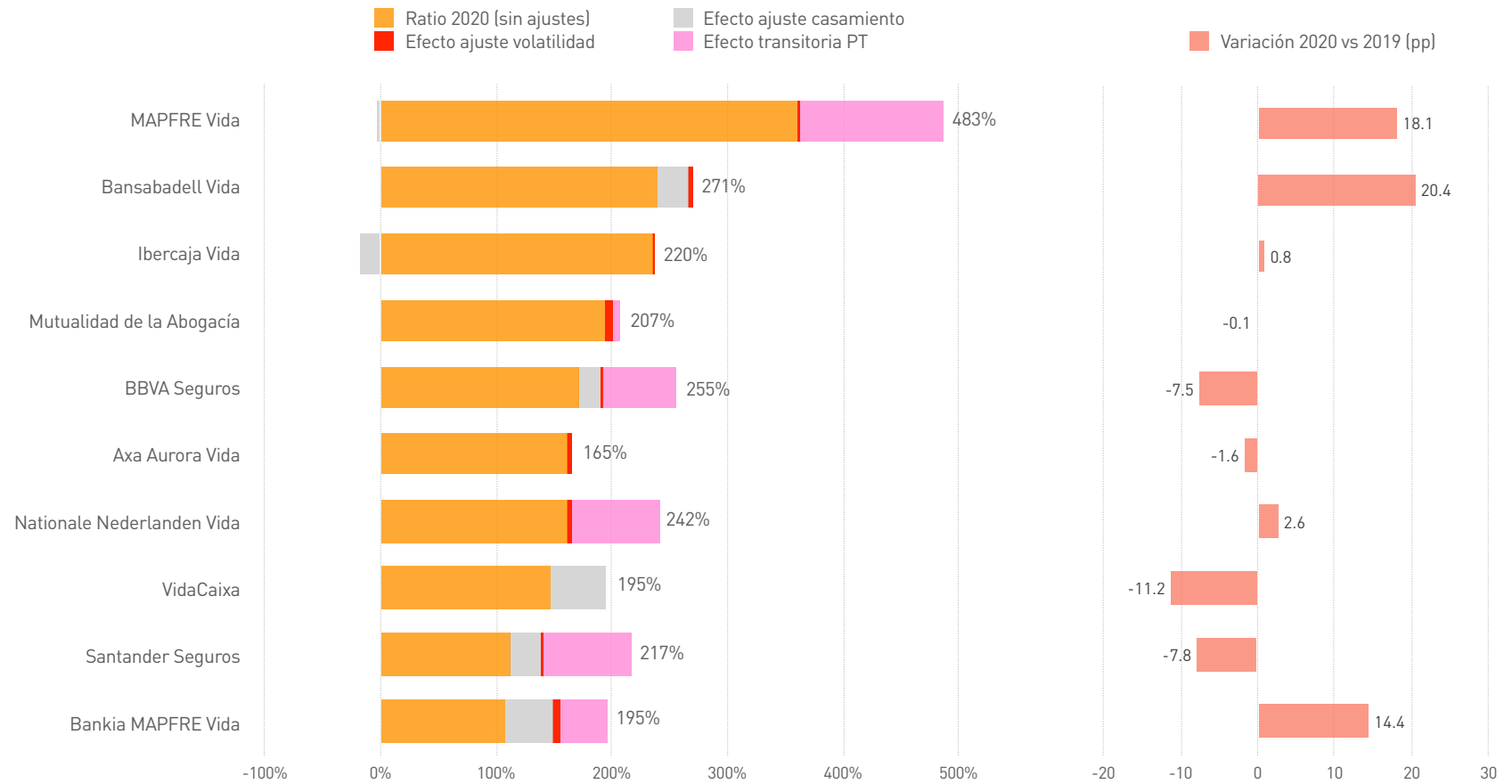
Para las entidades aseguradoras de Vida y Mixtas se muestra, asimismo, una idea del peso que suponen en el ratio de solvencia el uso de las medidas transitorias, así como los ajustes de volatilidad y por casamiento que contempla la Directiva de Solvencia II. En el caso de las entidades aseguradoras que operan fundamentalmente en el ramo de No Vida no se muestran por tener un peso nulo o prácticamente irrelevante.

Gráfica 2.2-a
Vida: ratios de solvencia 2019-2020



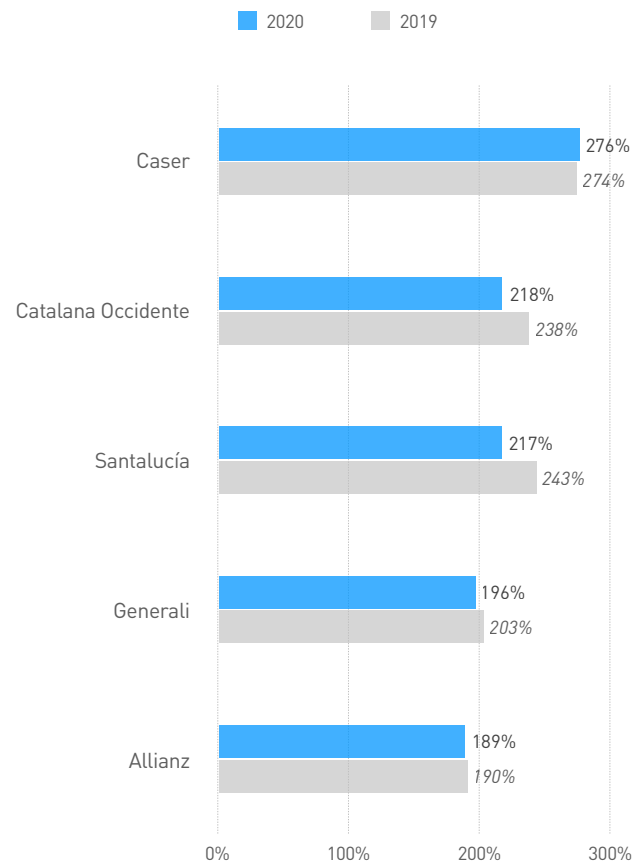
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Gráfica 2.2-b
Vida: efecto de las medidas LTG en los ratios de solvencia 2020 y variación vs 2019



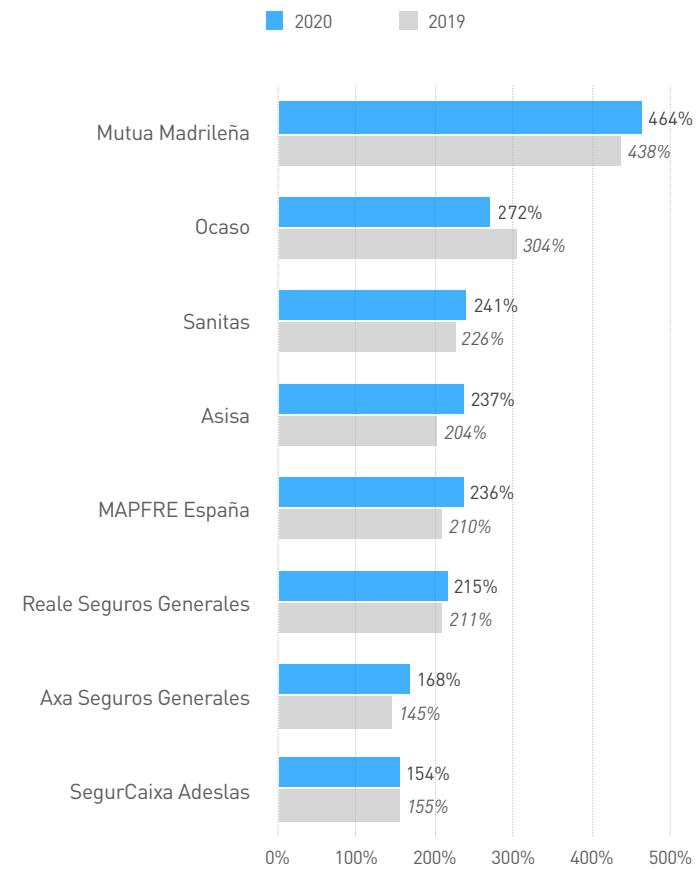
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Gráfica 2.2-c
Mixtas: ratios de solvencia 2019-2020



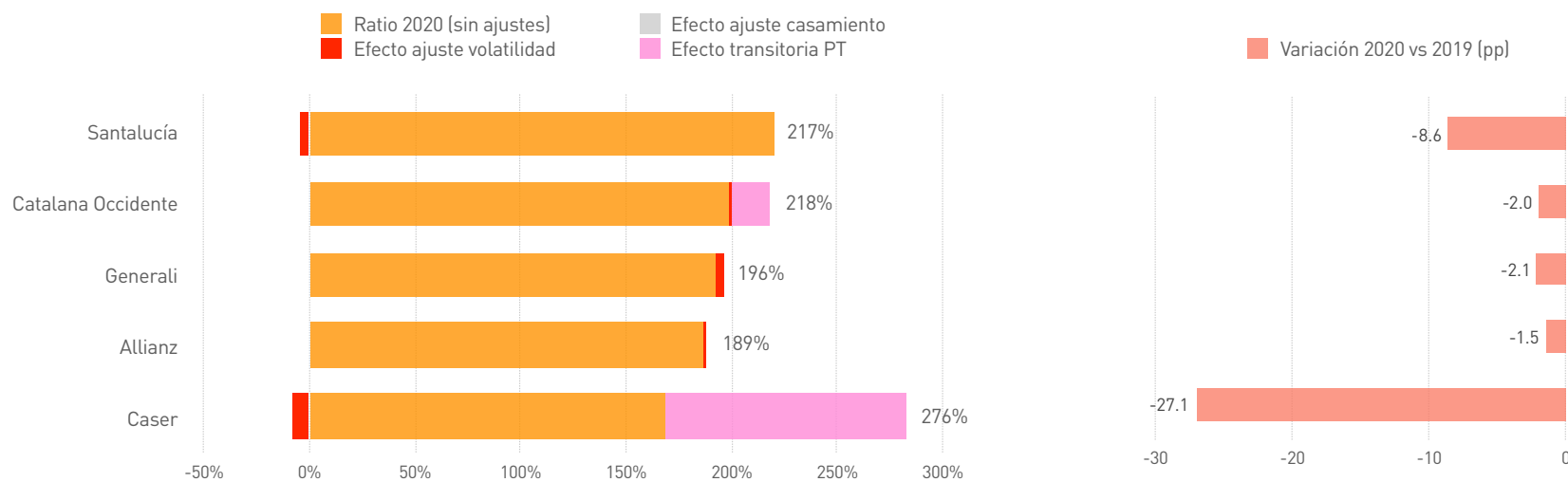
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Gráfica 2.2-d
No Vida: ratios de solvencia 2019-2020



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

Gráfica 2.2-e
Mixtas: efecto de las medidas LTG en los ratios de solvencia 2020 y variación vs 2019



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

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
Estados Unidos	2.3	3.0	2.2	-3.5	6.6	3.3	2.3	3.0	2.2	-3.5	4.0	0.6
Eurozona	2.7	1.9	1.3	-6.8	4.0	4.1	2.7	1.9	1.3	-6.8	2.1	1.0
Alemania	2.9	1.3	0.6	-5.3	3.5	3.7	2.9	1.3	0.6	-5.3	1.9	0.2
Francia	2.3	1.8	1.5	-8.1	5.6	4.0	2.3	1.8	1.5	-8.1	2.6	1.4
Italia	1.7	0.8	0.3	-8.9	4.7	4.2	1.7	0.8	0.3	-8.9	3.0	1.3
España	3.0	2.4	2.0	-10.8	6.0	5.0	3.0	2.4	2.0	-10.8	3.6	1.7
Reino Unido	1.7	1.3	1.4	-9.8	5.1	5.2	1.7	1.3	1.4	-9.8	2.7	2.2
Japón	1.7	0.6	0.3	-4.9	2.9	2.2	1.7	0.6	0.3	-4.9	1.5	0.2
Mercados emergentes	4.8	4.5	3.6	-2.2	6.7	5.0	4.8	4.5	3.6	-2.2	4.7	2.0
América Latina¹	1.3	1.2	0.2	-7.0	4.6	3.1	1.3	1.2	0.2	-7.0	3.8	1.7
México	2.3	2.2	-0.1	-8.5	4.9	3.1	2.3	2.2	-0.1	-8.5	3.1	0.4
Brasil	1.6	1.7	1.4	-4.4	3.6	2.8	1.6	1.7	1.4	-4.4	2.0	0.8
Argentina	2.8	-2.4	-2.1	-9.7	6.0	3.2	2.8	-2.4	-2.1	-9.7	3.4	0.9
Emergentes europeos²	4.1	3.4	2.4	-2.0	4.4	3.9	4.1	3.4	2.4	-2.0	1.5	1.1
Turquía	7.4	3.3	0.8	1.6	5.2	3.5	7.4	3.3	0.8	1.6	3.9	0.5
Asia Pacífico³	6.6	6.4	5.3	-1.0	8.6	6.0	6.6	6.4	5.3	-1.0	4.9	1.8
China	7.0	6.8	6.0	2.0	8.9	5.2	7.0	6.8	6.0	2.0	7.3	2.6
Indonesia	5.1	5.2	5.0	-2.0	5.0	5.4	5.1	5.2	5.0	-2.0	3.0	2.1
Filipinas	6.9	6.3	6.0	-9.3	6.8	7.1	6.9	6.3	6.0	-9.3	4.8	4.9
Mundo	3.8	3.6	2.8	-3.3	6.0	4.4	3.8	3.6	2.8	-3.3	3.7	1.3

Fuente: MAPFRE Economics

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)
Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

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

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
Estados Unidos	2.1	1.9	2.3	1.4	2.7	1.5	2.1	1.9	2.3	1.4	3.5	2.3
Eurozona	1.4	1.9	1.0	-0.3	2.2	0.9	1.4	1.9	1.0	-0.3	2.9	2.2
Alemania	1.4	1.6	1.5	-0.3	2.8	1.1	1.4	1.6	1.5	-0.3	3.6	2.5
Francia	1.2	2.1	1.3	0.5	1.3	1.1	1.2	2.1	1.3	0.5	1.9	2.1
Italia	0.9	1.1	0.5	-0.2	2.0	0.7	0.9	1.1	0.5	-0.2	2.8	1.9
España	1.1	1.2	0.8	-0.5	1.6	0.9	1.1	1.2	0.8	-0.5	2.3	2.0
Reino Unido	2.7	2.0	1.3	0.8	1.8	1.5	2.7	2.0	1.3	0.8	2.6	2.8
Japón	0.6	0.9	0.5	-0.8	-0.0	-0.1	0.6	0.9	0.5	-0.8	-0.4	0.4
Mercados emergentes	4.4	4.9	5.1	5.1	4.9	4.4	4.4	4.9	5.1	5.1	5.4	5.8
América Latina ¹	6.3	6.6	7.7	6.4	7.2	6.6	6.3	6.6	7.7	6.4	13.3	11.2
México	6.8	4.8	2.8	3.2	3.8	2.8	6.8	4.8	2.8	3.2	5.0	4.2
Brasil	2.9	3.7	4.3	4.5	4.7	3.4	2.9	3.7	4.3	4.5	6.3	5.0
Argentina	23.3	47.4	52.2	36.1	44.5	29.9	23.3	47.4	52.2	36.1	50.8	31.6
Emergentes europeos ²	5.6	6.4	6.6	5.4	6.5	5.4	5.6	6.4	6.6	5.4	5.6	5.9
Turquía	11.9	20.3	11.8	14.6	14.9	9.2	11.9	20.3	11.8	14.6	20.2	11.9
Asia Pacífico ³	2.4	2.7	3.3	3.1	2.3	2.7	2.4	2.7	3.3	3.1	2.8	4.0
China	1.8	2.2	4.3	0.1	2.6	1.9	1.8	2.2	4.3	0.1	3.7	3.3
Indonesia	3.5	3.3	2.7	1.6	2.6	2.5	3.5	3.3	2.7	1.6	4.5	4.6
Filipinas	3.0	5.9	1.5	3.1	3.6	2.3	3.0	5.9	1.5	3.1	6.1	4.0
Mundo	3.2	3.6	3.5	3.2	3.5	3.2	3.2	3.6	3.5	3.2	4.0	3.8

Fuente: MAPFRE Economics

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)
 Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
Estados Unidos	2.40	2.69	1.92	0.93	1.82	2.08
Eurozona	1.13	1.17	0.32	-0.19	0.25	0.38

Escenario Estresado (EE)					
2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
2.40	2.69	1.92	0.93	2.58	3.83
1.13	1.17	0.32	-0.19	2.18	2.51

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
USD-EUR	0.83	0.87	0.89	0.81	0.86	0.84
EUR-USD	1.20	1.15	1.12	1.23	1.17	1.19
GBP-USD	1.35	1.28	1.32	1.36	1.37	1.40
USD-JPY	112.90	110.83	109.12	103.54	111.49	108.23
USD-CNY	6.51	6.88	6.99	6.52	6.57	6.55

Escenario Estresado (EE)					
2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
0.83	0.87	0.89	0.81	0.85	0.87
1.20	1.15	1.12	1.23	1.17	1.15
1.35	1.28	1.32	1.36	1.35	1.32
112.90	110.83	109.12	103.54	105.64	105.58
6.51	6.88	6.99	6.52	6.72	6.81

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
Estados Unidos	1.50	2.50	1.75	0.25	0.20	0.20
Eurozona	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
China	3.25	3.30	3.25	2.95	2.69	2.50

Escenario Estresado (EE)					
2017	2018	2019	2020(e)	2021(p)	2022(p)
1.50	2.50	1.75	0.25	0.99	2.90
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3.25	3.30	3.25	2.95	2.82	3.66

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 23 abril 2021.

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

Índice de gráficas, tablas y recuadros

Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Global: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción	11
Gráfica 1.1.1-b	Desarrollados y emergentes: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción	12
Gráfica 1.1.1-c	Países seleccionados: índice de restricción vs aplicación de vacunas	12
Gráfica 1.1.1-d	Global: comportamiento de los PMIs	22
Gráfica 1.1.1-e	Global: comercio global (índice de coste medio del transporte).....	22
Gráfica 1.1.1-f	Global: variación en el precio de materias primas.....	22
Gráfica 1.1.1-g	Global: oferta y demanda de crudo.....	23
Gráfica 1.1.1-h	Global: inventarios de crudo comparados con históricos	23
Gráfica 1.1.1-i	Global: aversión al riesgo (VIX) y especulación (Bitcoin)	23
Gráfica 1.1.1-j	Mercados emergentes: flujos de inversión de cartera.....	23
Gráfica 1.1.1-k	Mercados emergentes: prima de riesgo emergente.....	24
Gráfica 1.1.1-l	Estados Unidos y Eurozona: ciclo y política económica	24
Gráfica 1.1.1-m	Economías seleccionadas: recuperación del PIB en trimestres, escenario base.....	30
Gráfica 1.1.1-n	Economías seleccionadas: recuperación del PIB en trimestres, escenario estresado	30
Gráfica 1.1.2	Vulnerabilidades y riesgos globales	31
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	34
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	34
Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva	36
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	37
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	37
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva	39
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB.....	40
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	40
Gráfica 1.2.3-c	España: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva	41

Gráfica 1.2.4-a Alemania: descomposición y previsiones del PIB43

Gráfica 1.2.4-b Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica43

Gráfica 1.2.4-c Alemania: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva44

Gráfica 1.2.5-a Italia: descomposición y previsiones del PIB45

Gráfica 1.2.5-b Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica45

Gráfica 1.2.5-c Italia: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva46

Gráfica 1.2.6-a Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB48

Gráfica 1.2.6-b Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica48

Gráfica 1.2.6-c Reino Unido: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva49

Gráfica 1.2.7-a Japón: descomposición y previsiones del PIB50

Gráfica 1.2.7-b Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica50

Gráfica 1.2.7-c Japón: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva51

Gráfica 1.2.8-a Turquía: descomposición y previsiones del PIB53

Gráfica 1.2.8-b Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica53

Gráfica 1.2.8-c Turquía: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva54

Gráfica 1.2.9-a México: descomposición y previsiones del PIB56

Gráfica 1.2.9-b México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica56

Gráfica 1.2.9-c México: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva57

Gráfica 1.2.10-a Brasil: descomposición y previsiones del PIB58

Gráfica 1.2.10-b Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica58

Gráfica 1.2.10-c Brasil: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva59

Gráfica 1.2.11-a Argentina: descomposición y previsiones del PIB61

Gráfica 1.2.11-b Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica61

Gráfica 1.2.11-c Argentina: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva62

Gráfica 1.2.12-a China: descomposición y previsiones del PIB63

Gráfica 1.2.12-b China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica63

Gráfica 1.2.12-c China: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva64

Gráfica 1.2.13-a Indonesia: descomposición y previsiones del PIB66

Gráfica 1.2.13-b Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica66

Gráfica 1.2.13-c Indonesia: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva67

Gráfica 1.2.14-a Filipinas: descomposición y previsiones del PIB68

Gráfica 1.2.14-b Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica68

Gráfica 1.2.14-c Filipinas: contagios diarios Covid-19, índice de restricción y avance en la inmunidad colectiva69

Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	72
Gráfica 2.1.6	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo.....	84
Gráfica 2.1.7	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	85
Gráfica 2.1.8	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo.....	97
Gráfica 2.1.9	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	98
Gráfica 2.1.11	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	99
Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	100
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo.....	101
Gráfica 2.2-a	Vida: ratios de solvencia 2019-2020.....	102
Gráfica 2.2-b	Vida: efecto de las medidas LTG en los ratios de solvencia 2020 y variación vs 2019	103
Gráfica 2.2-c	Mixtas: ratios de solvencia 2019-2020.....	104
Gráfica 2.2-d	No Vida: ratios de solvencia 2019-2020	104
Gráfica 2.2-e	Mixtas: efecto de las medidas LTG en los ratios de solvencia 2020 y variación vs 2019	105

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	34
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	37
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos.....	40
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	43
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos.....	45
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	48
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	50
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	53
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	56
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos.....	58
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos.....	61
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	63
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos.....	66
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos.....	68

Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto	107
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación.....	108
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	109
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio	109
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia	109

Recuadros

Recuadro 1.1.1-a	China: hacia un mundo tripolar	13
Recuadro 1.1.1-b	Actualización de política monetaria	18
Recuadro 1.1.1-c	El retorno de la inflación: ¿repunte temporal o estructural?	25
Recuadro 2.1.5	Desempeño del sector asegurador español: previsiones de crecimiento de primas	74
Recuadro 2.1.8	Desempeño del sector asegurador brasileño: previsiones de crecimiento de primas	86

Referencias

1/ Véase: MAPFRE Economics (2021), *Panorama económico y sectorial 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.

2/ Véase la sección interactiva “[Respuesta institucional a la crisis Covid-19 y efectos en el crecimiento esperado](https://app.klipfolio.com/published/caccb158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/respuesta-institucional-a-la-crisis-covid19-y-efectos-en-el-crecimiento-esperado)” elaborado por MAPFRE Economics, en: <https://app.klipfolio.com/published/caccb158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/respuesta-institucional-a-la-crisis-covid19-y-efectos-en-el-crecimiento-esperado>

3/ Se interpreta “a la Frederic Mishkin (1973)”; es decir, que no es necesario que realmente se materialice como tal.

4/ MAPFRE Economics (2021), *Panorama económico y sectorial 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE, pp. 38-41.

5/ La Gráfica 2.1.2 muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2020, así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de diciembre de 2020 y marzo de 2021. Estas curvas de tipos de interés libres de riesgo pueden visualizarse en otros meses y divisas en el [gráfico interactivo producido por MAPFRE Economics con base en información de EIOPA](#).

6/ Datos de ICEA, extraídos de una muestra de 143 entidades con una cuota de mercado del 96,2%.

7/ De acuerdo con los datos recopilados por la Universidad Johns Hopkins a 22 de abril de 2021 (Coronavirus Resource Center, By Region) <https://coronavirus.jhu.edu/> ; <https://coronavirus.jhu.edu/region/united-kingdom>

8/ A partir de datos de Swiss Re, en: <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2021-01.html>

9/ Los “Informes sobre la Situación Financiera y Solvencia” que se refieren en este informe fueron consultados en los siguientes enlaces. Para los informes correspondientes a 2019:

VidaCaixa: <https://www.vida caixa.es/documents/51066/149093/ISFS+VidaCaixa+Individual+2019.pdf/b7825860-ad3e-3702-6185-9ad207aec9d4>

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

Bankia MAPFRE Vida: <https://www.mapfre.com/media/accionistas/2019/2019-sfcr-bankia-mapfre-vida.pdf>

BBVA Seguros: <http://www.bbvasseguros.com/informacion-societaria/situacion-financiera-y-de-solvencia/>

Zurich Vida (Sabadell): <https://www.zurich.es/es-es/conocenos/grupo-zurich/informes>

Ibercaja Vida: <https://www.ibercaja.com/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera>

Axa Aurora Vida: <https://www.axa.es/axa-espana/informes-sfcr>

Axa Vida: <https://www.axa.es/axa-espana/informes-sfcr>

Mutualidad de la Abogacía: <https://www.mutualidadabogacia.com/wp-content/uploads/2016/11/informe-de-gestion-2016.pdf>

Nationale Nederlanden Vida: <https://www.nnseguros.es/mas-info/informe-situacion-financiera-y-solvencia>

Allianz: https://www.allianz.com/en/investor_relations/results-reports/sfcr.html#tabpar_7217_3Tab

Generali España: <https://www.generali.es/quienes-somos/espana/datos-economicos>

Caser: <https://www.caser.es/conocenos/informacion-legal>

Catalana Occidente: <https://www.seguroscatalanaoccidente.com/esp/informacion-corporativa>

Santalucía: <http://www.santalucia.es/situacion-financiera-solvencia-santalucia.pdf>

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

AXA Seguros Generales: <https://www.axa.es/axa-espana/informes-sfcr>

SegurCaixa Adeslas: <https://www.segurcaixaadeslas.es/es/informacion-corporativa/informe-de-solvencia>

Sanitas: <http://corporativo.sanitas.es/sala-de-comunicacion/informes-y-publicaciones/>

Asisa: <https://www.asisa.es/informacion/solvencia>

Mutua Madrileña: <https://www.grupomutua.es/corporativa/informes-regulatorios.jsp>

Reale Seguros Generales: <https://www.reale.es/es/quienes-somos/la-compania/informacion-economica>

Ocaso: <https://www.ocaso.es/es/corporativa/datos-economicos/2019>

Santander Seguros Generales: https://www.santanderseguros.es/san/sansegueros/informacion-financiera-solvencia!/ut/p/z1/jZFtT8lwEMc_zfo02skENGnMQJkDIiE6NvbGdF3XjYwW2201fno75Y2JT00uvfvfXe6X05jCBKaCdBUntSUFqW28T8fPYXAVBnPPfdhMVrfi323Xi2Xw6KKJC-NfCxCC6X_60Q_P_7N_CVNey-wT1RfZaMphqljBFFPDVlm5bJqTvnaQg4wxQy4lr9mQaQfZ7I0muAGKNvgAXjBgWlGsgZatogwblgGaY3cKKMmx0hDQEls5BR3LMSJltLozB1p7KvK8p8wv4_XmUq7uk8lyJkJvXvrXPAjNzAA7CH9Q007Id9yLRW89jCailSjNsjPeKql7LJuy8vk7631UiUKql6H2LoOiEkTQiiKy0LLumPUtnObY33Q7YtDVltP8uGPeWi2rVy320akYfLegUuoGJL_2Ak_HKHlbs_gdtE4d6w!!/

Y para los informes correspondientes a 2020, los enlaces son los siguientes:

VidaCaixa: <https://www.vidacaixa.es/informacion-corporativa/informe-de-situacion-financiera-y-de-solvencia>

MAPFRE Vida: <https://www.mapfre.com/solvencia/>

MAPFRE Bankia Vida: <https://www.mapfre.com/solvencia/>

BBVA Seguros: <http://www.bbvasseguros.com/informacion-societaria/situacion-financiera-y-de-solvencia/>

Zurich Vida (Sabadell): <https://www.zurich.es/conocenos>

Ibercaja Vida: <https://www.ibercajavidia.com/>

Axa Aurora Vida: <https://www.axa.es/axa-espana/informes-sfcr>

Axa Vida: <https://www.axa.es/axa-espana/informes-sfcr>

Mutualidad de la Abogacía: <https://www.mutualidadabogacia.com/institucional/empresa/informe-gestion/>

Nationale Nederlanden Vida: <https://www.nnseguros.es/mas-info/informe-situacion-financiera-y-solvencia>

Allianz: <https://www.allianz.es/descubre-allianz/allianz-seguros>

Generali España: <https://www.generali.es/quienes-somos/espana/datos-economicos>

Caser: <https://www.caser.es/conocenos/informacion-legal>

Catalana Occidente: <https://www.seguroscatalanaoccidente.com/esp/informacion-corporativa>

Santalucía: <https://www.santalucia.es/sobre-santalucia/publicaciones>

MAPFRE España: <https://www.mapfre.com/solvencia/>

AXA Seguros Generales: <https://www.axa.es/axa-espana/informes-sfcr>

SegurCaixa Adeslas: <https://www.segurcaixaadeslas.es/es/informacion-corporativa/informe-de-solvencia>

Sanitas: <http://corporativo.sanitas.es/sala-de-comunicacion/informes-y-publicaciones/>

Asisa: <https://www.asisa.es/informacion/solvencia>

Mutua Madrileña: <https://www.grupomutua.es/corporativa/informes-regulatorios.jsp>

Reale Seguros Generales: <https://www.reale.es/es/quienes-somos/la-compania/informacion-economica>

Ocaso: <https://www.ocaso.es/es/corporativa/datos-economicos>

Santander Seguros Generales: https://www.santanderseguros.es/san/sanseguros/informacion-financiera-solvencia!/ut/p/z1/jZFtT8lwEMc_zfo02skENGNMQJkDliE6NvbGdF3XjYwW2201fno75Y2JT00uvfvfXe6X05jCBKaCdBUntSUFqW28T8fPYXAVBnPPfdhMVrfi323Xi2Xw6KKJC-NfCxCC6X_60Q_P_7N_CVNey-wT1RfZaMphqljBFFPDVIm5bJqTvnaQg4wxQy4lr9mQaQfZ7I0muAGKNvgAXjBgWlGsgZatogwblgGaY3cKKMmx0hDQELs5BR3LMSJltLozB1p7KvK8p8wv4_XmUq7uk8lyJkJvXvrxPAjNzAA7CH9Q007ld9yLRW89jCaiSJnSjPeKql7LJuy8vk7631UiUKql6H2LoOiEkTQiiky0LLumPUtnObY33Q7YtDVltP8uGPeWI2rVy320akYfLegUuoGJl_2Ak_HKHLbs_gdtE4d6w!!/

Otros informes de MAPFRE Economics

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

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

MAPFRE Economics (2021), *Panorama económico y sectorial 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2020), *El mercado asegurador latinoamericano en 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2020), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

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

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

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

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

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

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

AVISO

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

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

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

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

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid