



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO  
Y SECTORIAL 2025:  
PERSPECTIVAS HACIA  
EL SEGUNDO SEMESTRE

**MAPFRE** Economics



# **Panorama económico y sectorial 2025: perspectivas hacia el segundo semestre**

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

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

MAPFRE Economics - [mapfre.economics@mapfre.com](mailto:mapfre.economics@mapfre.com)

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

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

© De esta edición:

2025, Fundación MAPFRE  
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid  
[www.fundacionmapfre.org](http://www.fundacionmapfre.org)

Julio, 2025.

# MAPFRE Economics

## **Manuel Aguilera Verduzco**

Director General

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

## **Gonzalo de Cadenas Santiago**

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

[gcadene1@mapfre.com](mailto:gcadene1@mapfre.com)

## **Ricardo González García**

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

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

## **José Brito Correia**

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

## **Begoña González García**

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

## **Isabel Carrasco Carrascal**

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

## **Fernando Mateo Calle**

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

## **Rafael Izquierdo Carrasco**

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

## **Eduardo García Castro**

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

## **Johannes Ricardo Rojas Díaz**

[jroja1@mapfre.com](mailto:jroja1@mapfre.com)

**Ikram Khay Laabi**

**Inés Furic Lamas**

**Eduardo Arroyo Samper**



# Contenido

<b>Resumen ejecutivo .....</b>	<b>9</b>	<b>1.2.9</b>	<b>Japón .....</b>	<b>56</b>
		<b>1.2.10</b>	<b>Turquía .....</b>	<b>58</b>
		<b>1.2.11</b>	<b>México .....</b>	<b>58</b>
		<b>1.2.12</b>	<b>Brasil .....</b>	<b>61</b>
		<b>1.2.13</b>	<b>Argentina .....</b>	<b>63</b>
		<b>1.2.14</b>	<b>Colombia .....</b>	<b>65</b>
		<b>1.2.15</b>	<b>Chile .....</b>	<b>67</b>
		<b>1.2.16</b>	<b>Perú .....</b>	<b>67</b>
		<b>1.2.17</b>	<b>China .....</b>	<b>70</b>
		<b>1.2.18</b>	<b>Indonesia .....</b>	<b>73</b>
<b>1. Panorama económico</b>		<b>2. Panorama sectorial</b>		
1.1 El panorama económico global .....	13	2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora .....	75	
1.1.1 Conviviendo con la incertidumbre .....	13	2.1.1 Mercados globales .....	75	
1.1.2 Lectura del frente comercial .....	26	2.1.2 Eurozona .....	77	
1.1.3 Cronificación de los riesgos fiscales .....	28	2.1.3 Alemania .....	79	
1.1.4 Inflación y bancos centrales: prueba de credibilidad .....	31	2.1.4 Italia .....	80	
1.1.5 Escenarios de previsiones y dinámicas regionales .....	32	2.1.5 España .....	81	
1.1.6 Balance de riesgos .....	37	2.1.6 Portugal .....	81	
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas .....	41	2.1.7 Reino Unido .....	82	
1.2.1 Estados Unidos .....	41	2.1.8 Estados Unidos .....	83	
1.2.2 Eurozona .....	43	2.1.9 Brasil .....	85	
1.2.3 España .....	45			
1.2.4 Alemania .....	47			
1.2.5 Italia .....	49			
1.2.6 Francia .....	49			
1.2.7 Portugal .....	52			
1.2.8 Reino Unido .....	54			

2.1.10 México .....	86
2.1.11 Argentina .....	87
2.1.12 Turquía .....	88
2.1.13 China .....	89
2.1.14 Japón .....	90
2.1.15 Reaseguro .....	91
<b>2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión .....</b>	<b>92</b>
2.2.1 Informe de Estabilidad Financiera de EIOPA .....	92
2.2.2 Revisión de Solvencia II .....	94
<b>Apéndice A: previsiones macroeconómicas .....</b>	<b>97</b>
<b>Apéndice B: previsiones de crecimiento de primas .....</b>	<b>103</b>
<b>Índice de gráficas, tablas y recuadros .....</b>	<b>107</b>
<b>Referencias .....</b>	<b>113</b>

# Resumen ejecutivo

## Panorama económico y sectorial 2025: perspectivas hacia el segundo semestre

### Panorama económico

Durante la primera mitad de 2025, la economía global ha mostrado una notable capacidad de adaptación frente a un entorno de incertidumbre marcada por tensiones geopolíticas y comerciales. En el ámbito comercial, empiezan a surgir señales que sugieren un posible alivio y una disminución relativa de la incertidumbre. Se han inaugurado los primeros acuerdos comerciales, como los observados con Reino Unido, Vietnam, Indonesia y Japón. Asimismo, aunque la tasa arancelaria efectiva de Estados Unidos es, hoy en día, más alta que a inicios del año, se espera que en el futuro las condiciones económicas sean menos perjudiciales y con menos fricciones.

Desde el punto de vista geopolítico, tanto el conflicto en Ucrania que permanece encapsulado, como en Oriente Medio con la reciente ofensiva de Israel sobre instalaciones nucleares iraníes, la implicación directa de Estados Unidos en el conflicto y la posterior respuesta de Teherán, han provocado el temor a nuevas interrupciones en la oferta global de petróleo, con un repunte brusco de los precios, elevando de esta forma los riesgos energéticos que parecen contenidos gracias a una tregua frágil y

temporal, y a la decisión de la OPEP de aumentar la oferta de crudo, reforzando de esta forma la idea de que los precios podrán seguir contenidos en el futuro.

A nivel fiscal, las preocupaciones por déficits recurrentes y la insostenibilidad de la deuda a largo plazo siguen latentes, provocando una revalorización del riesgo. En este contexto, los bancos centrales enfrentan un entorno complejo con divergencias en sus políticas monetarias. La Reserva Federal de los Estados Unidos mantiene una postura restrictiva como mecanismo de contención a la espera de nuevos datos, en tanto que el Banco Central Europeo se encuentra en una posición más cómoda, donde la escasa carga arancelaria sobre la inflación ha permitido un avance progresivo hacia la neutralidad, aunque todavía sin condiciones claras para garantizar el paso hacia la acomodación. En las economías emergentes, por su parte, predominan los recortes de tipos de interés, apoyados por una menor preocupación sobre la deuda en comparación con las economías desarrolladas, mostrando un crecimiento superior al esperado y un proceso de desinflación que, en general, avanza consistentemente.

Pese a la incertidumbre, la economía global se ha mantenido estable, con la esperanza de que en el futuro se vaya consiguiendo una normalización gradual similar al estado de equilibrio prepandémico, con una mayor sincronización de ciclos, mejoras en la inflación generalizadas y convergencia en las políticas fiscal y monetaria. Por regiones, en Estados

Unidos, ante la entrada en vigor de los aranceles durante el primer trimestre del año, se registraron adelantos tanto en el consumo como en la inversión, por lo que se esperan que sean menos dinámicos a corto plazo. Sus previsiones de crecimiento del PIB muestran una desaceleración moderada en 2025 y una leve mejoría en el 2026. La Eurozona refleja una mejora puntual, aunque continúa enfrentando desafíos estructurales que limitan la capacidad de alcanzar un crecimiento sostenido. En cuanto a España, muestra un dinamismo económico mayor al de las grandes economías de la zona euro, el cual probablemente se mantendrá a corto y medio plazo, gracias al impulso de los fondos europeos NGEU, al dinamismo del mercado laboral, y a una actividad firme y constante en servicios y manufactura.

Los mercados emergentes siguen mostrando un significativo impulso económico, donde los cambios en el orden económico global podrían estar llevando el papel de los países emergentes hacia un lugar más importante en el crecimiento global. Su actividad económica mantiene buen ritmo, con fundamentos macroeconómicos favorables y una inflación contenida. Aunque el crecimiento sigue siendo moderado, las previsiones para América Latina mejoran, siendo sus principales impulsores Argentina, Brasil y Perú. Con los objetivos económicos acercándose al rango esperado y las políticas monetarias aún restrictivas, los gobiernos disponen de margen para responder ante la desaceleración de la actividad económica.

En Asia, India y el Sudeste Asiático ganan protagonismo como motores del crecimiento económico global, aunque enfrentan riesgos de competitividad ante concesiones comerciales. Su baja inflación y mejor desempeño de sus divisas les otorgan margen suficiente para aplicar políticas monetarias y fiscales que les permitan poder ajustarse a la baja y amortiguar el impacto. Finalmente, China muestra una revisión al alza en sus previsiones de crecimiento económico debido a un entorno regulatorio más flexible, aunque persisten presiones deflacionarias y vulnerabilidades ante las tensiones comerciales y geopolíticas.

Las previsiones macroeconómicas globales se muestran ligeramente al alza, con un crecimiento del 2,9% para 2025 y del 3,0% para 2026, mientras que la inflación se situaría en el 3,4% y 2,9%, respectivamente para esos años. Parece que la economía global podría aproximarse a una suerte de estado de *equilibrio general*, donde los bancos centrales no ejercen una presencia efectiva, con una menor intervención monetaria y una sincronización más clara entre producción, consumo y precios. No obstante, persiste la incertidumbre, lo que podría llevar a una dinámica global diferente, manteniendo la posibilidad de un escenario alternativo sujeto a *shocks* más permanentes y a la manifestación de cambios estructurales.

### Panorama sectorial

La moderación en la incertidumbre, tras el fuerte repunte por la guerra arancelaria, deja un panorama para el sector asegurador a nivel global con una moderada desaceleración económica y cierta disparidad entre las grandes regiones. En cualquier caso, la relativa desaceleración económica viene motivada en mayor medida por el componente de la demanda externa que por el consumo interno, que continúa resistiendo bien ante un contexto geopolítico más complejo. Ello, unido a un entorno adecuado de tipos de interés, seguirá apoyando globalmente el desarrollo del sector asegurador, tanto del segmento de Vida como de No Vida; este último, en el que se prevé una ligera desaceleración, pero con buenas perspectivas en cuanto a su rentabilidad, por unos niveles de inflación más moderados y el apoyo del rendimiento financiero de sus carteras de inversiones.

En la Eurozona, mejora ligeramente la previsión de crecimiento económico, a medida que se siguen trasladando a la economía real los efectos de las bajadas de tipos de interés implementadas por el Banco Central Europeo, en un entorno de inflación controlada. Este entorno sigue ofreciendo buenas perspectivas para su sector asegurador, con unos tipos de interés fuera ya del territorio restrictivo, lo que está

reactivando el crédito al sector privado y un previsible impulso fiscal por el incremento en el gasto en infraestructura y defensa. En los Estados Unidos, sin embargo, la inflación no termina de ceder y se mantiene por encima del objetivo de la Reserva Federal, lo que le ha llevado a mantener su política monetaria en territorio restrictivo, si bien el consumo interno sigue mostrando cierta resistencia y está generando un entorno de intereses reales positivos propicio para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro, con lo que las expectativas para su sector asegurador son de una desaceleración moderada.

Por otro lado, los principales índices de renta variable han tenido un buen comportamiento, especialmente los europeos, que han crecido por encima de los índices estadounidenses y han sufrido una menor volatilidad. Este entorno sigue siendo adecuado para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales pueden beneficiarse también de los tipos de interés de la renta fija superiores a las expectativas de inflación, especialmente en los tramos más largos de la curva.

Por último, en los mercados emergentes, el sector asegurador sigue resistiendo bien el entorno de desaceleración económica, lo que hace mejorar las estimaciones de crecimiento para su actividad aseguradora, tanto de los seguros de No Vida como de Vida, con la ayuda estos últimos de los altos niveles de los tipos de interés que superan ampliamente a la inflación, e incidiendo de forma positiva en los seguros de Vida ahorro y en la rentabilidad del sector asegurador.



# 1. Panorama económico

## 1.1 El panorama económico global

### 1.1.1 Conviviendo con la incertidumbre

La primera mitad del año ha venido sobrecargada por una capa de incertidumbre global proveniente de dos frentes: la política comercial y la geopolítica. No obstante, ambas variables han venido suavizándose recientemente y, aunque se mantienen en niveles elevados, están siendo hasta la fecha razonablemente inocuas a nivel macroeconómico. En esa medida, han construido una dinámica que permite asentar las previsiones anteriores bajo el prisma de una economía global que parece estar aprendiendo a convivir con la incertidumbre.

En el frente comercial, la realidad indica que sigue sin existir una certeza gestionable. Sin embargo, y a pesar de que el nivel de ruido existente sigue siendo elevado, comienzan aemerger ciertas señales de alivio que proporcionan el clima de una aparente menor incertidumbre. Por un lado, se han inaugurado los primeros acuerdos comerciales entre Estados Unidos y algunos socios comerciales, bien de contenido completo o parcial, como los observados con Reino Unido, Vietnam y Japón; factor que sugiere un espectro del proteccionismo más reducido. Por otro lado, y salvo por la excepción de China, se instaura la expectativa generalizada de que no habrá medidas de represalias por parte del resto de socios, circunstancia que disipa el riesgo de escalada

arancelaria y bloquea el escenario alternativo en un entorno de posibilidades más benignas. Además, la superposición de una segunda prórroga otorgada por Estados Unidos hasta el próximo mes de agosto habilita un entorno constructivo para resolver los aspectos más discordantes, al tiempo que ofrece por lo pronto flexibilidad en los plazos y fechas límite. Por lo tanto, y aunque la tasa arancelaria efectiva de Estados Unidos es hoy considerablemente más alta que en enero, las expectativas convergen hacia una previsión en la que el estado final será menos lesivo y friccional para la economía del originalmente anticipado.

Por lo que toca a la geopolítica, sorprende que el conflicto entre Rusia y Ucrania haya permanecido en cierta medida encapsulado, sin un acuerdo a la vista, pero sin mayores impulsores hacia la escalada. Este hecho, proporciona la lectura de que firmar una tregua sigue siendo un escenario plausible, pero también de que el futuro dividendo de la paz lleve aparejado mayores cesiones por parte de Ucrania. Hasta el momento, las demandas rusas para poner fin a la guerra son una promesa "escrita" de no expandir la OTAN, el levantamiento de algunas sanciones y mantener el territorio ya tomado, aunque este último es de naturaleza difusa a medida que los avances se extienden hacia la región de Sumy.

En un tono igualmente preocupante, emergía un nuevo riesgo inflacionario desde Oriente Medio, con la reciente ofensiva de Israel sobre instalaciones nucleares iraníes, la implicación directa de Estados

Unidos en el conflicto y la posterior respuesta de Teherán. Originalmente, estas acciones provocaron el temor a nuevas interrupciones en la oferta global de petróleo (dada la importancia estratégica del estrecho de Ormuz para el transporte de crudo) y desencadenaron un repunte brusco de los precios. No obstante, el riesgo parece contenido bajo una tregua, frágil y temporal, pero respaldada por el deseo del presidente D. Trump de que sea duradera. En la misma línea, para Irán el estrecho de Ormuz representa la vía de flujos para sus propias exportaciones de petróleo (de las que depende una parte importante de sus ingresos), además de la importancia que este también reviste para sus socios comerciales, como China. Por último, y como contrapeso a la prima de riesgo geopolítica del petróleo, la inesperada decisión de la OPEP+ de aumentar la oferta sitúa al mundo en una posición mucho más cómoda que en el pasado, reforzando la idea de que los precios podrán seguir contenidos en el futuro.

En paralelo, los mercados de bonos han seguido reflejando una cierta incomodidad por los desequilibrios fiscales, los déficits recurrentes y la insostenibilidad de la deuda en el largo plazo de los Estados Unidos y de otros países occidentales. Se trata de una dinámica por el momento contenida en los vencimientos más largos, pero que no exime de preocupaciones en tanto a que podrían terminar provocando un cierto desplazamiento de la inversión privada. La atención se centra por ahora en la política fiscal de Estados Unidos a medida que avanza la "One Big Beautiful Bill Act" (véase el Recuadro 1.1.1-a), en el esfuerzo fiscal europeo para reforzar el sector de la defensa y la autonomía estratégica, y en la incapacidad del gobierno japonés para lidiar con el nuevo entorno de tipos de interés, mayor inflación y bajo crecimiento. En este sentido, y asumiendo que los fundamentales tanto del crecimiento económico como de la productividad no han cambiado, y que los tipos de interés neutrales estimados por los principales bancos centrales tampoco, la llamada de atención continúa sugiriendo que el aumento de los rendimientos nominales se debe a un incremento de la prima por plazo, es decir, a una revaluación del riesgo<sup>1</sup>.

El actual entorno está resultando especialmente exigente y desafiante para los bancos centrales, que vienen confirmando una divergencia de políticas monetarias como respuesta a corrientes contrapuestas. Del lado de la Reserva Federal de los Estados Unidos, los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) se encuentran todavía descifrando en clave interna la huella de una economía con más aranceles. La sintomatología de un menor crecimiento parece inexcusable, sin embargo, y en clave de inflación, el signo es todavía incierto, tal como refleja el disenso dentro de los propios miembros del comité. Esta incertidumbre continúa limitando el margen de maniobra disponible y prolongando la necesidad de mantener una postura restrictiva como mecanismo de contención a la espera de nuevos datos. En Europa, no obstante, las preocupaciones por el crecimiento de la economía y la escasa carga arancelaria sobre la inflación, que actualmente gravita en torno al objetivo del 2% del Banco Central Europeo (BCE), han permitido el avance progresivo hacia la neutralidad monetaria de manera menos conflictiva. A pesar de ello, el camino sigue sin mostrarse lo suficientemente despejado como para garantizar el paso hacia la acomodación y, por tanto, es de esperar una pausa prolongada hasta que existan razones de peso para ello (véase el Recuadro 1.1.1-b).

En las economías emergentes, por su parte, el saldo neto hasta la fecha ha sido, en general, de recortes de tipos de interés gracias a la ortodoxia inercial del ciclo de subidas de tipos, pero también a la conveniencia de menores preocupaciones por el aumento de la deuda en comparación con las economías desarrolladas. Esto se debe a que, si bien el *stock* de deuda también aumentó en los años de pandemia, una menor tenencia de esta por parte de los bancos centrales reduce la posibilidad de ajustes abruptos y permite que la atención se centre en los desafíos fiscales e idiosincrasias internas. A su vez, las decisiones en materia de política monetaria se han visto acompañadas de unas cifras de crecimiento económico que, en general, superaron expectativas, así como de un proceso de desinflación que, aunque ha estado ligeramente estancado en los últimos meses, se mantiene bien definido en el horizonte.

**Recuadro 1.1.1-a**  
**Implicaciones económicas y fiscales de la OBBBA**

El Congreso de los Estados Unidos aprobó, el 4 de julio pasado, la ley fiscal “One Big Beautiful Bill Act” (OBBBA), impulsada por el presidente Donald Trump. Esta norma revierte el enfoque del “Inflation Reduction Act” (IRA), eliminando incentivos verdes y priorizando la reindustrialización, la producción energética tradicional y la soberanía fiscal. En general, incluye recortes fiscales permanentes, subsidios a la industria pesada, un refuerzo del gasto en defensa y medidas migratorias más estrictas. En este sentido, aunque busca impulsar el crecimiento y reducir la dependencia exterior, varios analistas alertan sobre desequilibrios fiscales a largo plazo, ante una posible disociación entre la magnitud de los recortes de impuestos y los ajustes en el gasto público.

**Contenido general del OBBBA**

En el plano tributario, el componente central de la OBBBA es la expansión de gran parte de las provisiones del Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) de 2017, que incluye el mantenimiento de los recortes al impuesto sobre la renta de personas físicas, la ampliación de la deducción estándar y el mayor umbral para la exención del impuesto de sucesiones a partir del ejercicio fiscal 2026. En paralelo, se amplían los créditos fiscales por hijo, y se generan nuevas deducciones fiscales sobre propinas, horas extra, intereses de préstamos para automóviles y para personas mayores de 65 años sobre su renta imponible. Asimismo, se eleva temporalmente el límite de deducción por impuestos estatales y locales (State and Local Tax, SALT).

En cuanto a incentivos a la inversión, se establece la deducción inmediata y permanente de inversiones en activos de vida corta y en I+D; esta medida es considerada como uno de los elementos con mayor efecto estructural positivo sobre el crecimiento. También se promueven beneficios fiscales a sectores estratégicos, como el carbón metalúrgico (clasificado como “mineral crítico”), a fin de incentivar su producción, y se retrasa diez años la aplicación

de un gravamen sobre las emisiones de metano. En esta misma línea, se eliminan progresivamente los créditos fiscales del IRA para proyectos de energías renovables.

Desde el lado del gasto, la OBBBA considera aumentos en defensa y control migratorio. El gasto en programas sociales, como Medicaid y el Supplemental Nutrition Assistance Program (SNAP), se reducen, aunque esta medida se pospone hasta 2027, después de las elecciones de medio mandato. Por último, se eleva el techo de deuda en 5 billones de dólares, situándolo en 41,1 billones de dólares y evitando una próxima negociación presupuestaria al menos hasta 2027.

**Implicaciones fiscales y de deuda**

La Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) estima que el OBBBA supondrá alrededor de 3,8 billones de dólares adicionales al déficit federal en los próximos diez años, y hasta 4,5 billones de dólares si se incluyen los intereses asociados a la deuda; en este sentido, el volumen de deuda en manos privadas espera que crezca hasta un 118% del PIB, en 2034 (véanse las Gráficas A y B). Este aumento del déficit y de la deuda se explica por la extensión de las provisiones fiscales de la TCJA y las nuevas deducciones introducidas. En contraparte, los recortes al gasto se aplican de forma diferida a partir de 2027, reflejando la estrategia política de estímulo inmediato y consolidación fiscal pospuesta de cara a las elecciones intermedias, pese al mayor riesgo de desequilibrio estructural en el mediano plazo. Además, existe el riesgo que las medidas temporales del OBBBA (como las deducciones ampliadas) se renueven en futuros períodos electorales, propiciando aún más el deterioro fiscal.

En los mercados financieros, el OBBBA ha elevado las expectativas de emisión neta de deuda y ha hecho subir los rendimientos de los bonos del

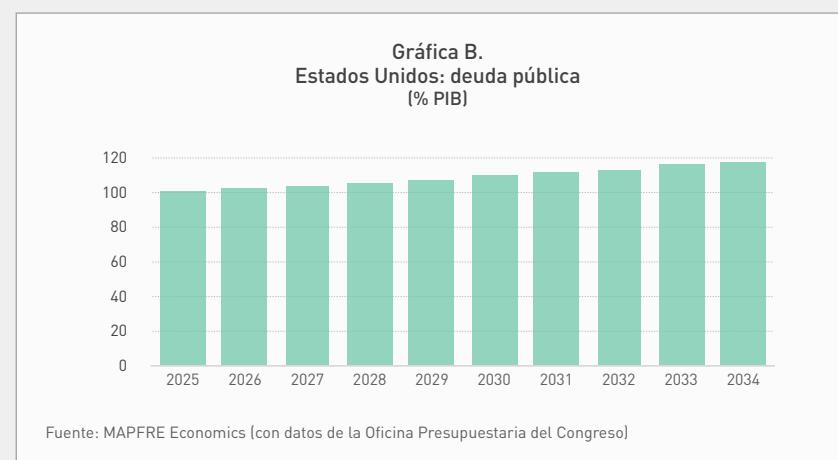
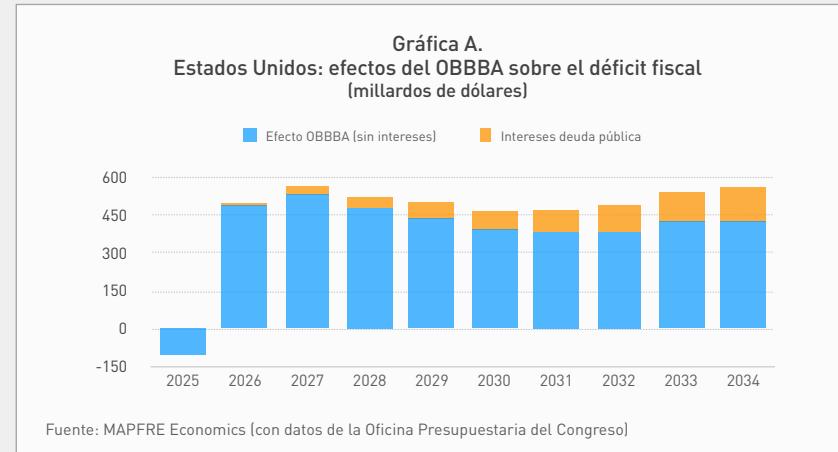
**Recuadro 1.1.1-a (continuación)**  
**Implicaciones económicas y fiscales de la OBBBA (continuación)**

Tesoro. En este sentido, la carga de intereses, ya superior al gasto en defensa, pone en duda la sostenibilidad del endeudamiento. Además, las medidas para limitar la exposición de los bancos comerciales a la deuda pública (la cual se sitúa alrededor del 20% de su total de activos) han sido limitadas, y persiste el riesgo de que los inversores extranjeros diversifiquen fuera del dólar, pese a la eliminación de penalizaciones fiscales, tras dejar sin efecto la Sección 899 del Código de Rentas Internas.

Más allá de los impactos inmediatos por el impulso fiscal a corto plazo, el crecimiento de los intereses asociados a la deuda pública indica una dinámica preocupante. Algunos analistas consideran que se trata de un punto de inflexión estructural en el que el alto nivel de deuda y el aumento sostenido de los tipos reales de interés podría dar lugar a una crisis de confianza de no adoptarse las medidas correctivas necesarias para equilibrar la relación entre deuda y déficit fiscal.

### Conclusión

El OBBBA supone un triunfo legislativo importante para la agenda de la administración Trump, que consolida así varias promesas electorales en materia de reducción fiscal y reindustrialización. No obstante, el coste fiscal es significativo y su diseño compromete en buena medida a la sostenibilidad presupuestaria futura. En un entorno de tipos reales de interés en aumento, incremento del coste de la deuda y fragmentación geopolítica, la credibilidad fiscal de Estados Unidos podría deteriorarse. En consecuencia, el país podría estar acercándose al punto crítico de un ciclo de deuda, en el que los costes del servicio superan los márgenes de maniobra presupuestarios. Aunque una crisis fiscal no es ineludible, evitarla requiere un aumento de ingresos y una racionalización del gasto público que, de momento, no parece estar en los planes de la actual administración.



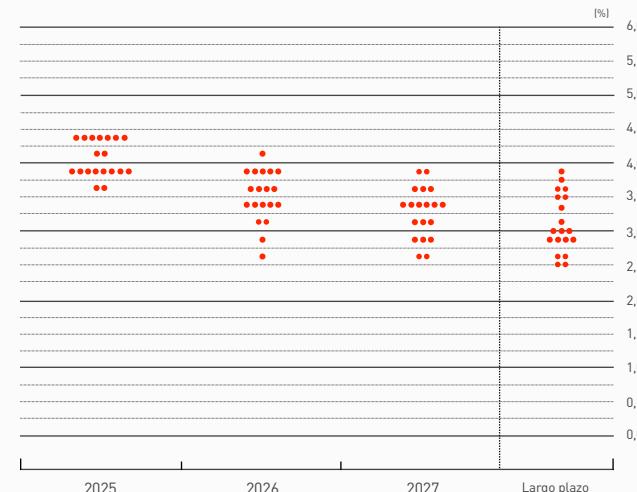
**Recuadro 1.1.1-b**  
**Actualización de política monetaria**

**Reserva Federal**

La Reserva Federal de los Estados Unidos volvió a mantener los tipos de interés de referencia en el rango 4,25%-4,50%, por cuarta vez consecutiva, aunque con un menor consenso entre los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). Por lo que respecta al balance, no se anunciaron cambios, por lo que el ritmo de reducción (QT) continuará según lo previsto, con 5.000 millones de dólares de ventas. Acompañando a la decisión de política monetaria, se ofreció la proyección de los tipos de interés a través del diagrama de puntos (*Dot Plot*), la cual mantiene vigente la perspectiva de 50 puntos básicos (pbs) de recortes en 2025, de 25 pbs para en 2026 (1 menos) y de 25 pbs en 2027; con un tipo de interés de largo plazo que se mantienen en torno al 3% (véase la Gráfica A).

A su vez, la Reserva Federal compartió un nuevo cuadro de previsiones macroeconómicas, las cuales infieren una cierta influencia de los aranceles. En concreto, reflejan una revisión a la baja en las previsiones de crecimiento económico (reduciéndose al 1,4% en 2025 y 1,6% en 2026, frente al 1,7% y 1,8% anteriores), y una mayor inflación (3,0% y 2,4%, respectivamente, a diferencia del 2,8% y 2,2% de su comunicado anterior). En los comentarios posteriores, el comité defendió la necesidad de sostener una actitud paciente y expectante como la mejor de las opciones para la política monetaria, dado el contexto de incertidumbre actual, y orientarla en el futuro según corresponda (véase la Gráfica B). Con un crecimiento de la economía que sigue siendo sólido, un mercado laboral que “no está pidiendo a gritos un recorte de tipos” y una inflación que continúa bajando, pero que se mantiene aún elevada, las dudas se dirigen hacia la necesidad de una mayor claridad en el frente de la política comercial, así como en los posibles efectos que la política arancelaria pueden tener en el futuro. De hecho, el comité reiteró el

**Gráfica A.**  
**Estados Unidos: *Dot Plot* de la Reserva Federal**

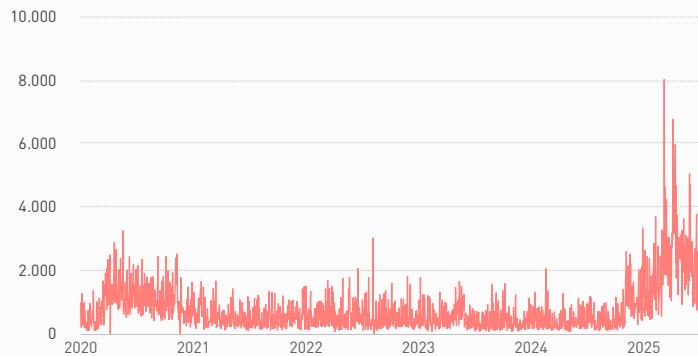


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Reserva Federal)

argumento en el sentido de que “alguien tendrá que pagar el coste de los aranceles”, lo que terminará afectando a la actividad económica y al nivel de precios. No obstante, hasta conocer el efecto real de los mismos, no corresponde comprometerse con ninguna decisión futura.

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

Gráfica B.  
 Estados Unidos: índice de incertidumbre comercial



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

**Valoración**

Los datos más recientes de crecimiento y empleo no sugieren la necesidad de cambios inmediatos en el rumbo de la política monetaria estadounidense; de hecho, parecen haberse habituado a un entorno de tipos de interés relativamente elevados. La inflación, aunque se ha mantenido a la baja, sigue siendo alta y continúa envuelta en la incertidumbre relacionada con los aranceles; argumentos que también incorporan el reciente repunte del petróleo tras el resurgimiento del riesgo geopolítico en Oriente Medio. A partir de este entorno, sumado a otros efectos relacionados con la política

fiscal y de inmigración, un enfoque conservador sigue siendo el más consistente frente a la posibilidad de movimientos preventivos.

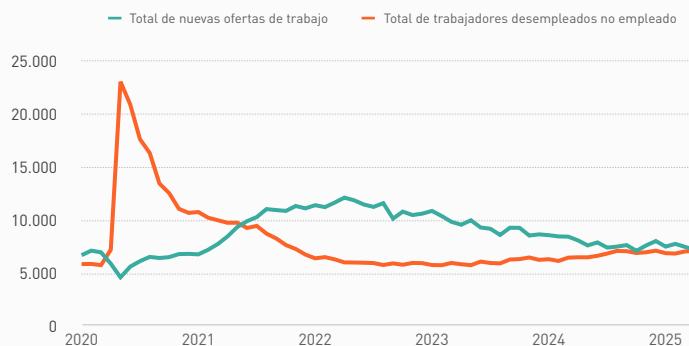
Los datos de empleo de mayo mostraron una tasa de desempleo relativamente estable (4,2%) y una creación de puestos de trabajo todavía positiva (139.000), cifras que convergen con los objetivos de largo plazo y que, por tanto, no alteran los pronósticos de la Reserva Federal. En cuanto a los informes semanales de junio, si bien se observó un ligero deterioro en los datos (con un aumento de las solicitudes continúas de desempleo hasta los 1,9 millones), continúan sin ser magnitudes preocupantes; de hecho, podrían ser sintomáticas de la vuelta a un estado de equilibrio. En la misma línea, el informe JOLTS mostró una estabilización de la tendencia del mercado laboral en lo que se refiere al número de ofertas de empleo para desempleados, la cual se mantuvo en 1,0; es decir, que la oferta y demanda en el mercado laboral se encuentran niveladas (véase la Gráfica C).

Por lo que respecta a la actividad, los últimos datos sugieren que la economía sigue expandiéndose a buen ritmo, pero que este crecimiento podría haber perdido algo de impulso. En el lado positivo, como se ilustra en la Gráfica D, el PMI de servicios subió hasta 53,7 puntos en mayo (desde los 52,3 anteriores), en tanto que el de manufacturas aumentó hasta 52,0 (50,2 anterior). Por el contrario, las ventas minoristas cayeron un 0,9 % en mayo (segundo descenso mensual consecutivo) y la producción industrial un -0,2 %; combinación que llevó a que la estimación GDPNow de la Reserva Federal de Atlanta para el segundo trimestre retrocediera ligeramente, hasta una tasa anualizada del 3,5% (frente al 3,8% anterior).

En cuanto a la inflación (véase la Gráfica E), el IPC general avanzó una décima en mayo, hasta situarse en el 2,4% a/a, gracias principalmente a la caída del índice de energía (-1,0% m/m y -3,5% a/a), a los precios de los bienes que se mantuvieron prácticamente sin cambios (0,1% m/m), y a una

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

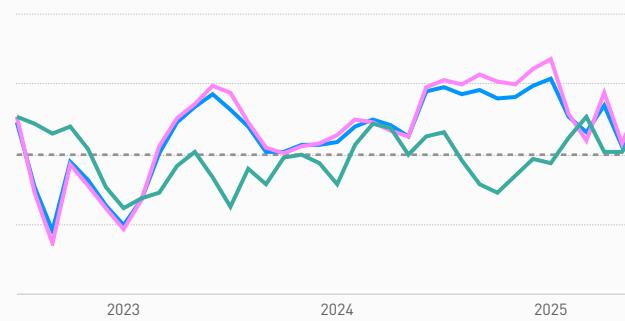
**Gráfica C.**  
**Estados Unidos: datos de informe de empleo JOLTS**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

**Gráfica D.**  
**Estados Unidos: PMIs**

Legend: PMI Manufacturas (Green line), PMI Servicios (Pink line), PMI Compuesto (Blue line), Umbral de contracción (Grey dashed line).

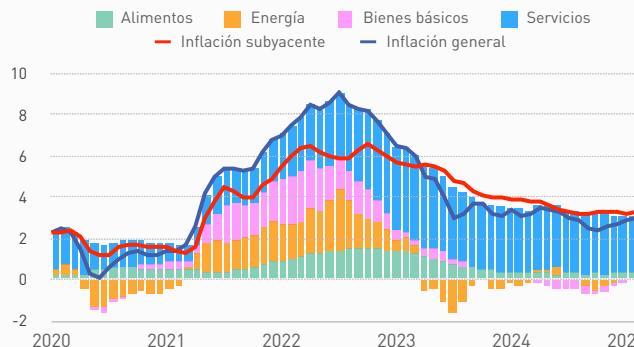


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

nueva moderación en servicios (0,2% m/m) y vivienda (0,3% m/m). La inflación subyacente también registró un avance intermensual del 0,1% (2,8% a/a), y continuó reflejando unas presiones en los precios cada vez más moderadas. En este sentido, y si bien la presión inflacionaria aún no ha desaparecido, la inflación continúa alcanzando nuevos mínimos desde que tuvo lugar el ciclo inflacionario, y continúa sin mostrar algún impacto proveniente del nuevo marco arancelario. Sin embargo, y como muestra el repunte hasta el 2,7% a/a de junio, no sería prudente destacar la falta de efectos, ya que la acumulación anticipada de inventarios y la persistente incertidumbre sobre los aranceles podrían estar retrasando el traslado a los precios finales.

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

**Gráfica E.**  
**Estados Unidos: inflación por componentes (%)**



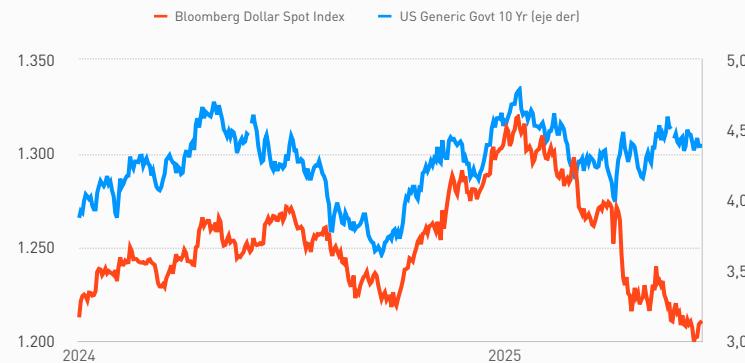
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Adicionalmente, cabe destacar la reciente rebaja de calificación crediticia de Moody's a las emisiones de Estados Unidos, amparándose en una deuda cerca de máximos históricos, así como en unos déficits que presentan una trayectoria insostenible en el largo plazo. Se trata de una situación que contrasta con las actuales pretensiones de la administración Trump por activar un nuevo impulso fiscal bajo la OBBBA y que, tal como muestra el aumento de los intereses de los bonos, enfatiza en las dificultades actuales de la Reserva Federal para equilibrar los riesgos con las decisiones políticas; una situación difícil que probablemente continuará deteriorando en el futuro el entendimiento entre la política fiscal y la monetaria. De hecho, los interrogantes sobre cómo los Estados Unidos superarían ese déficit con crecimiento económico, junto con menores entradas de capital para

financiarse, constituyen una dinámica de riesgo que comienza a consolidarse tanto en los rendimientos del dólar como en los rendimientos reales (véase la Gráfica F).

En resumen, los datos macroeconómicos recientes indican que la economía estadounidense se encuentra en equilibrio, con una inflación que continúa en la senda hacia el objetivo marcado, pero con una relativa falta de claridad en la mayoría de los frentes políticos internos y externos. Este equilibrio continúa viéndose reflejado en la banda de tipos de interés teóricos que proporciona la Regla de Taylor en sus diferentes versiones, que actualmente indica que el tipo efectivo sigue ubicándose dentro del rango teóricamente

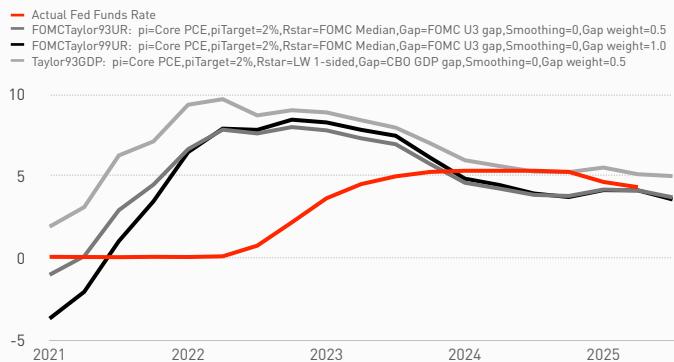
**Gráfica F.**  
**Estados Unidos: tipo de cambio del USD vs bono a 10 años**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

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

**Gráfica G.**  
**Estados Unidos: tipo de interés actual y estimaciones según la regla de Taylor**



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

correcto (véase la Gráfica G). Por lo tanto, la Reserva Federal se encuentra ante la necesidad de ampliar el patrón de espera hasta identificar los verdaderos efectos; más aún, si cabe, al considerar que no existe en la actualidad un consenso claro entre sus miembros. Hasta que eso cambie, la previsibilidad seguirá siendo baja, pero el hecho de que el nuevo diagrama de puntos no esté especialmente alejado respecto a las expectativas del mercado, ofrece una cierta evidencia de que tanto la credibilidad como la independencia en materia de política monetaria siguen todavía intactas (véase la Gráfica H).

**Gráfica H.**  
**Estados Unidos: tipos de interés descontados por los swaps**

Tipo esperado a junio 2025      Tipo esperado a diciembre 2026



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

### Banco Central Europeo

En su reunión de junio, el Banco Central Europeo (BCE) anunció, por octava ocasión consecutiva, un recorte de los tipos de interés de 25 pbs, situando el rango en 2,15% para el marginal de crédito, 2,40% el principal de financiación y 2,00% la facilidad de depósito. En cuanto al balance, no se proporcionó una guía adicional a la presentada en diciembre, y, por tanto, seguirá siendo una variable guiada por el piloto automático durante algún tiempo. En el plano macroeconómico, se presentaron nuevas proyecciones con escasos pero positivos cambios. Para el PIB, las revisiones fueron prácticamente las mismas que en marzo, con estimaciones del 0,9% para

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

2025, del 1,1% para 2026 (frente a 1,2% anterior) y del 1,3% en 2027. En inflación, las revisiones se fueron a la baja (0,3 puntos porcentuales para 2025 y 2026), y prácticamente sin cambios de cara a 2027, siendo el pronóstico para los tres años 2,0%, 1,6% y 2,0%, respectivamente.

Tras prácticamente confirmar sus previsiones anteriores, se expuso una narrativa clara: “el BCE se encuentra en buena posición para navegar las circunstancias actuales y afrontar el futuro”. Calibrar el siguiente paso llevará un tiempo y, por lo tanto, se mantiene la opcionalidad y la cautela desde la comodidad de haber alcanzado dos hitos: devolver la inflación a la meta y, de manera simultánea, alcanzar el tipo de interés neutral desde el que poder maniobrar en el futuro. Además, esta pausa sirve para ganar tiempo con el que decidir cómo responder a un potencial shock comercial que podría ser negativo o positivo, dependiendo del resultado de las negociaciones.

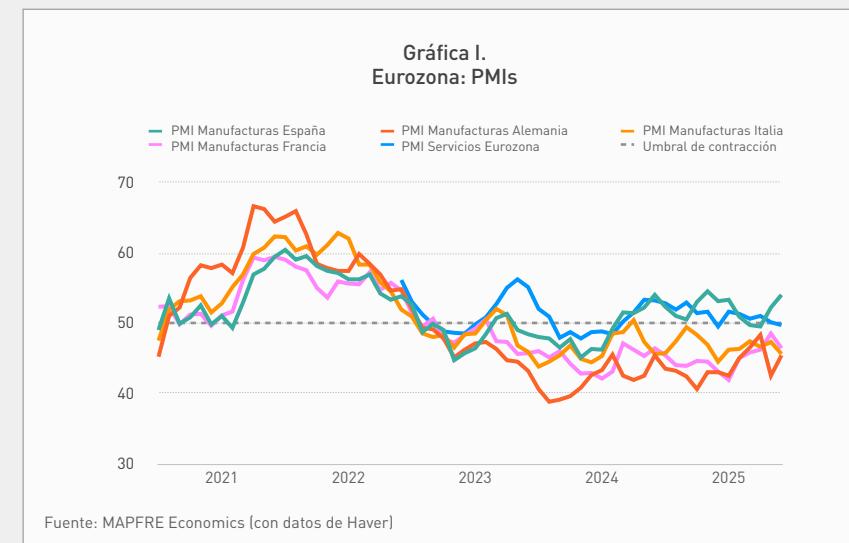
*Valoración*

Los datos para la última bajada de tipos de interés han sido favorables. La recuperación de la actividad económica continúa siendo frágil, la inflación ha traspasado la meta del BCE y, en la práctica, la presión arancelaria como catalizador para el deterioro macroeconómico se encuentra en una fase de pausa. De cara a futuro, el margen de actuación comienza a verse limitado y sujeto a discusiones sobre la idoneidad de mantener la política monetaria anclada al tipo de interés neutral (1,75-2,25 %), o bien dar pequeños pasos hacia una política ligeramente acomodaticia; reflexiones que podrían merecer una pausa hasta ver un saldo de datos más actualizado.

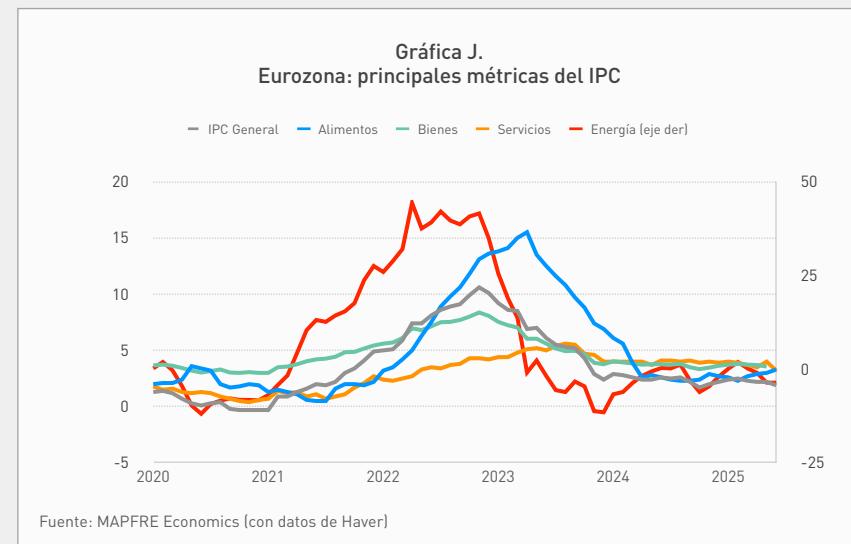
En lo que se refiere a los niveles de actividad económica, los datos del PIB de la Eurozona arrojaron una aceleración del 0,4% t/t (1,2% a/a), con contribuciones positivas tanto del consumo como de la inversión y, en menor medida, por un aumento de las exportaciones. El apoyo del sector privado

podría justificarse, al menos en parte, por el alivio interno de unos tipos de interés más bajos, mientras que el relativo al comercio, podría estar atípicamente afectado por factores externos relacionados con la anticipación de importaciones bajo el nuevo marco arancelario estadounidense (comportamiento inverso al registrado en el PIB de Estados Unidos).

Ahora bien, atendiendo a los datos de alta frecuencia más recientes (véase la Gráfica I), los indicadores PMI evitaron entrar en contracción, a pesar del deterioro del sector servicios, gracias al repunte del sector manufacturero, que comienza a materializarse y anticipa señales de una recuperación más equilibrada en el futuro. Apoyando esta tesis, otros indicadores de sentimien-



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

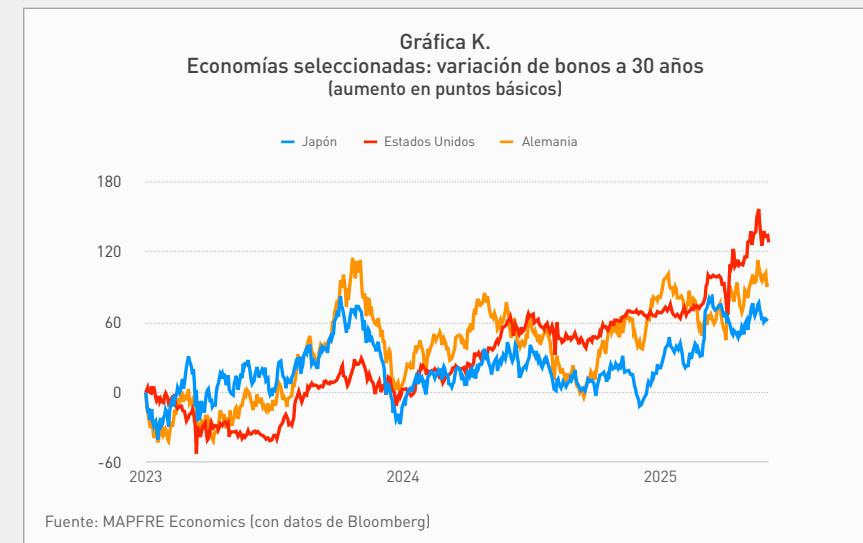


to del consumidor (como el ESI y el GFK) revelaron un impulso en la confianza, lo que podría apuntalar dicha expectativa.

Por lo que respecta a la inflación (véase la Gráfica J), los datos preliminares del último mes confirmaron la caída hasta el 2,0%, gracias a unos aumentos estables en el sector de bienes (0,6% a/a) y una caída de la inflación de los servicios, hasta el 3,2% a/a. La inflación subyacente, por su parte, también se moderó, llegando hasta el 2,3% a/a (frente al 2,7% anterior). Ello es reflejo de la menor capacidad de trasladar precios de las empresas (observadas en las encuestas de PMI) y la influencia de un euro más fuerte. Sin embargo, y desde un enfoque más neutral, parte de la minoración de los servicios se debe al efecto calendario de un retrasado

período de vacaciones de Semana Santa y al comportamiento del tipo de cambio que parece haberse moderado.

Otro factor para considerar es la futura orientación fiscal, ya que, tras ser levemente contractiva en 2024, podría volverse expansiva con la activación de las cláusulas de escape nacionales y el renovado interés por fortalecer las áreas de infraestructura y defensa. Esto desplaza el riesgo hacia el lado de la balanza de menores recortes de tipos de interés, en la medida en que, tal como se observa en otras partes del mundo, hay señales de que el apetito inversor no está tan predisposto a financiar las nuevas emisiones, al menos no en los vencimientos más alejados (véase la Gráfica K). Como se anticipaba



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

a comienzos de este año, estas señales continúan latentes en los mercados de bonos y se ven reflejadas en la amplitud y, en cierta medida desconexión, entre los tramos cortos y los tramos más largos de las curvas de tipos de interés.

Por otro lado, también existen dudas sobre el multiplicador fiscal que tendrá ese gasto, al menos durante los primeros años. Además de ello, se desconocen los efectos que podrían tener unos mayores rendimientos de los bonos sobre la inversión privada, ya que existe el riesgo de ser desplazada bajo efectos de *crowding-out*, es decir, que un nuevo nivel de inversión pública puede elevar el tipo de interés libre de riesgo a niveles que depriman al sector privado, pero también puede impulsar un patrón de consumo que no coincida con el deseado por los agentes económicos.

En suma, el binomio de crecimiento económico e inflación parece estar estabilizándose bajo un *mix* de crecimiento más equilibrado y presiones en los precios contenidas. Además, se abre la puerta para que un renovado estímulo fiscal, particularmente centrado en defensa, infraestructuras y política industrial, favorezca a que la inversión y el consumo públicos participen acti-

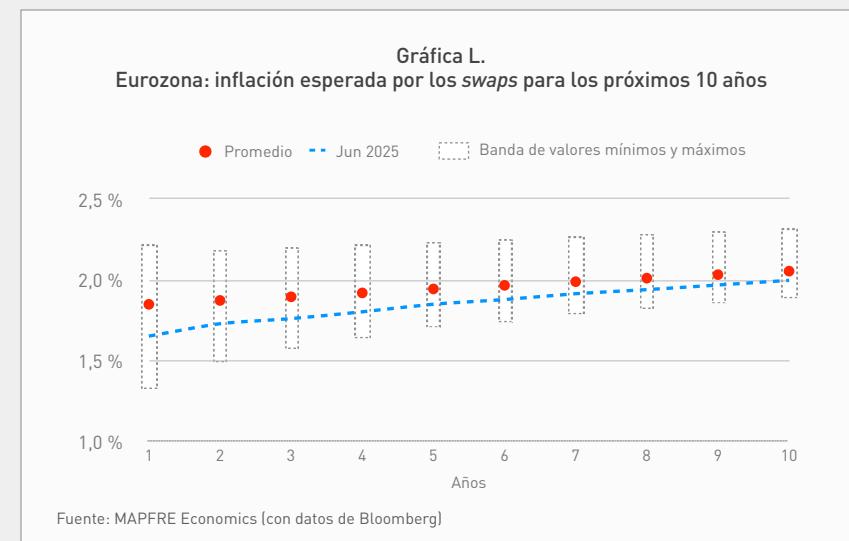
**Tabla A.**  
**Eurozona: probabilidad asignada en mayo de que la inflación media sea inferior o superior al 2 % en los próximos años**

	Inferior al 2%	Superior al 2%
2025	40 %	60 %
2026	50 %	50 %
2027	50 %	50 %
2028	50 %	50 %

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del SMA del BCE)

vamente en dicha expansión. En lo que respecta al entorno exterior, la incertidumbre comercial se mantiene elevada, sin signos clarificadores de que se produzcan avances en las negociaciones, y no cabe esperar un panorama más claro en el plazo inmediato. Ambos factores, internos y externos, sostienen la ausencia de compromiso actual por parte del BCE para comprometerse con la dirección que tomarán los tipos de interés.

De cara a futuro, los argumentos para acometer recortes adicionales de tipos hacia el territorio de la acomodación deberán ser más convincentes. La senda de crecimiento económico es estructuralmente baja, pero cuenta con el paraguas de una política fiscal expansiva, por lo que un tipo de interés

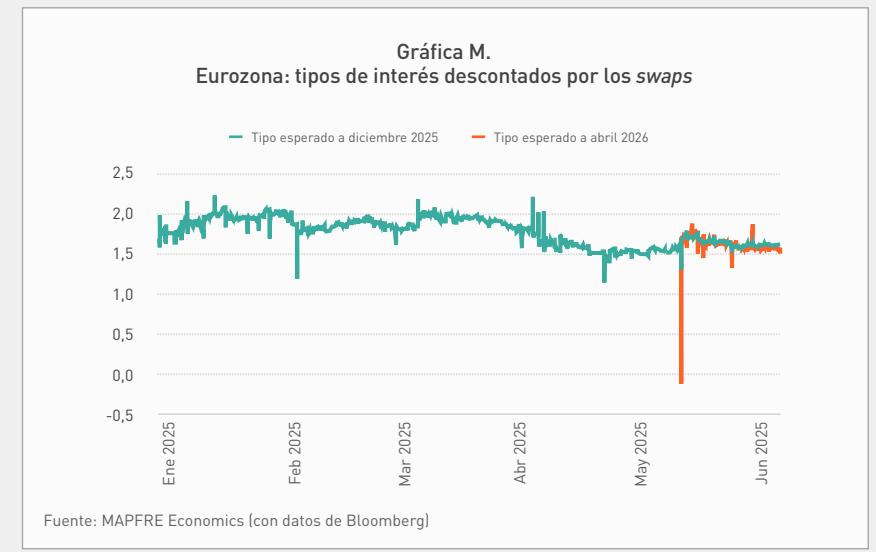


**Recuadro 1.1.1-b (continuación)**  
**Actualización de política monetaria**

acomodaticio sería en parte procíclico. En materia de inflación, las posibilidades de situarse por debajo de la meta todavía no alcanzan para desplazar al riesgo de que se supere (véase la Tabla A), más aún al considerar que el multiplicador fiscal también condiciona este otro lado de la ecuación. En este sentido, el factor diferencial que podría anclar las expectativas sería despejar la niebla comercial que dificulta la previsibilidad de la inflación, tal como muestra la amplitud del rango en el que se han movido los swaps de inflación desde que comenzó el año (véase la Gráfica L).

Por tanto, y de cara a próximas reuniones, el BCE deberá analizar los datos en su conjunto, es decir, tanto de la evolución macroeconómica, como del encaje y/o posible impacto de la política comercial. A la espera de que esta incertidumbre sea pasajera y de tener esa luz verde para flexibilizar la política monetaria, el punto actual de neutralidad puede ser un lugar apropiado para esperar el desarrollo de los acontecimientos de los próximos meses, y desde el cual dar o no validez a las expectativas actuales que apuntan a dos recortes adicionales en la segunda mitad del año (véase la Gráfica M).

Por tanto, la economía global ha conseguido hasta ahora convivir con esta incertidumbre sin demostrar un deterioro claro, con un crecimiento sin una erosión evidente y unas presiones en los precios relativamente benignas. De hecho, mientras el panorama macroeconómico sigue anclado en la resiliencia, las llegadas a la meta de inflación han seguido sucediéndose en más países y regiones, con tasas cómodamente cercanas al promedio histórico y aspiraciones a seguir contenidas dentro de ese rango. De cara a futuro, es esperable que el comportamiento de la economía global continúe atemperándose y, en cierta medida,



asemejándose al estado de equilibrio prepandémico, con una mayor sincronización de ciclos, mejoras generalizadas en la inflación, y convergencia en las políticas fiscal y monetaria. Esto arroja la expectativa de unas previsiones que se mantienen estables, pero también expone la fragilidad del equilibrio a *shocks* que van más allá de la macroeconomía y que parece seguirán en juego.

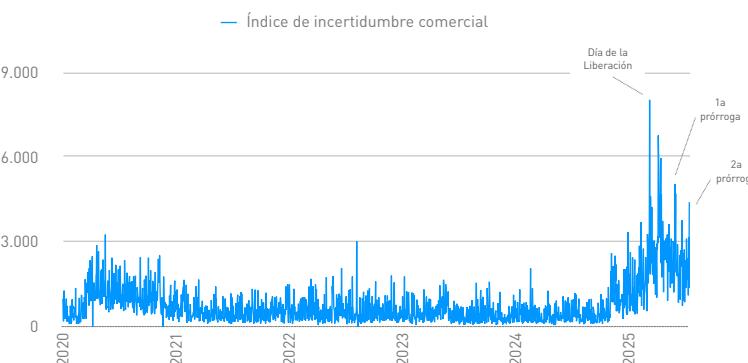
## 1.1.2 Lectura del frente comercial

Desde el pasado 2 de abril, y una vez expirada la primera tregua de 90 días planteada por el gobierno de los Estados Unidos, el mensaje que se desprende es el de un ruido e incertidumbre que continúan siendo elevados, pero con ciertas señales de alivio en cuanto a que: (i) no hay evidencias de una disrupción real como producto de los aranceles; (ii) no se han generalizado medidas de represalia; (iii) se esgrime un cierto patrón que tiende hacia la negociación, y (iv) los tipos efectivos de los aranceles que van tomando forma son, en la práctica, más bajos que los propuestos inicialmente (véase la Gráfica 1.1.2-a). Por lo tanto, y si bien es evidente que el panorama continúa siendo complejo, se incorpora la expectativa de que sigue habiendo espacio para la negociación en el futuro. En este sentido, el escenario base considerado en este informe descansa en la expectativa de que continuarán sucediéndose avances en las conversaciones y que, en caso de no prosperar, la reimposición de

aranceles será de forma selectiva y bajo plazos escalonados que faciliten más acuerdos que represalias.

Hasta la fecha, el efecto de los aranceles ha sido limitado. Esto se debe en parte a los movimientos preventivos del sector privado, que respondió con una anticipación de compras atípica y una ampliación de los inventarios. Así lo muestra la volatilidad de los datos macroeconómicos por el saldo comercial de Estados Unidos y de sus principales socios en lo relativo a las cifras de importaciones y exportaciones; ello en respuesta a unas expectativas razonablemente distorsionadas por el shock inicial que elevaba el tipo medio efectivo de los aranceles pagados por encima del 20%. Además, las exenciones posteriores a ciertos sectores, en combinación con la llegada de los primeros acuerdos comerciales, han permitido aliviar ciertos eslabones de las cadenas de suministro y liberar algunas prácticas de transbordo, es decir, movimientos comerciales para contrarrestar los efectos de los aranceles gracias a la transferencia de cargas en los servicios

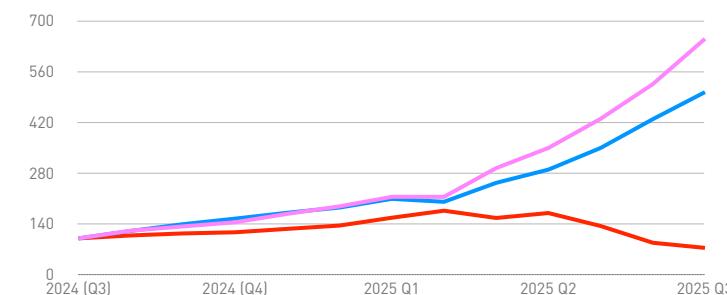
**Gráfica 1.1.2-a**  
Global: incertidumbre comercial



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

**Gráfica 1.1.2-b**  
Economías seleccionadas: cambio de los volúmenes comerciales en Asia

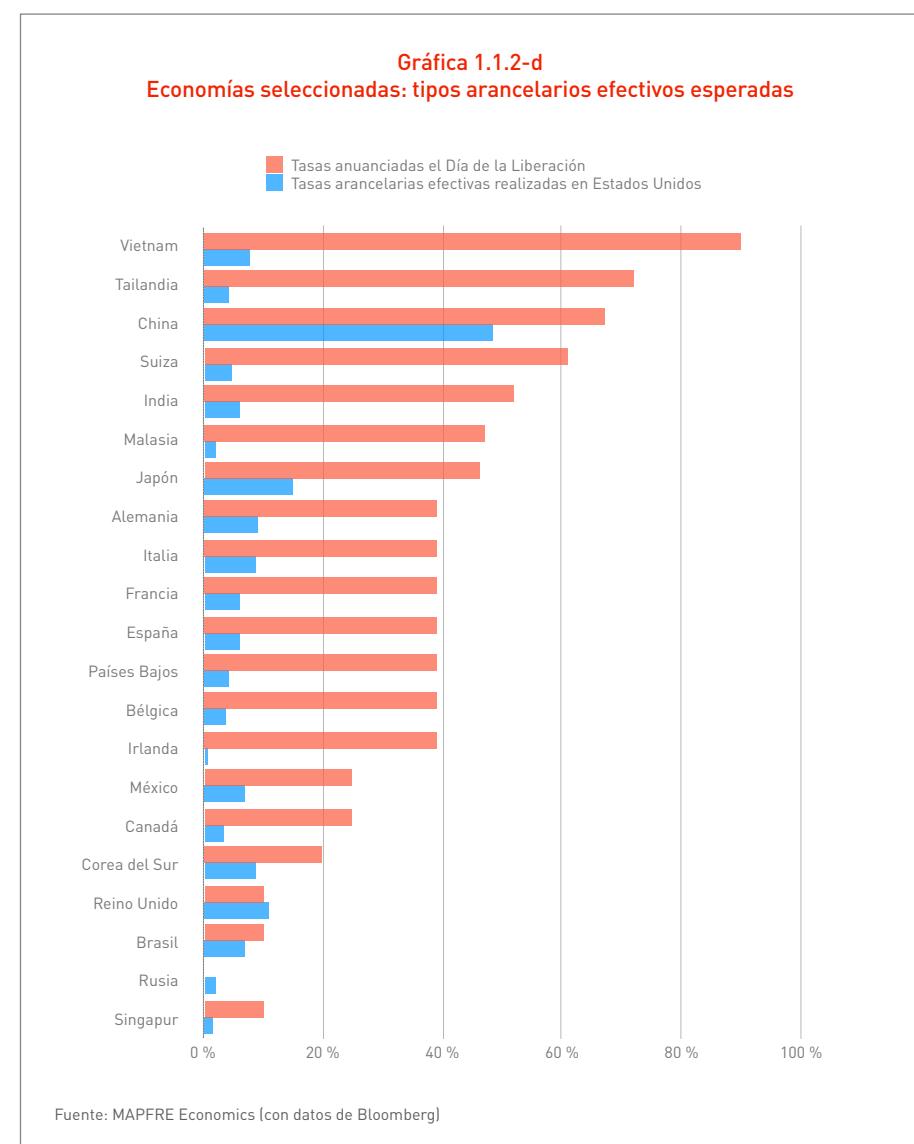
Exportaciones chinas a Vietnam  
Exportaciones totales de Vietnam  
Exportaciones chinas a los Estados Unidos



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

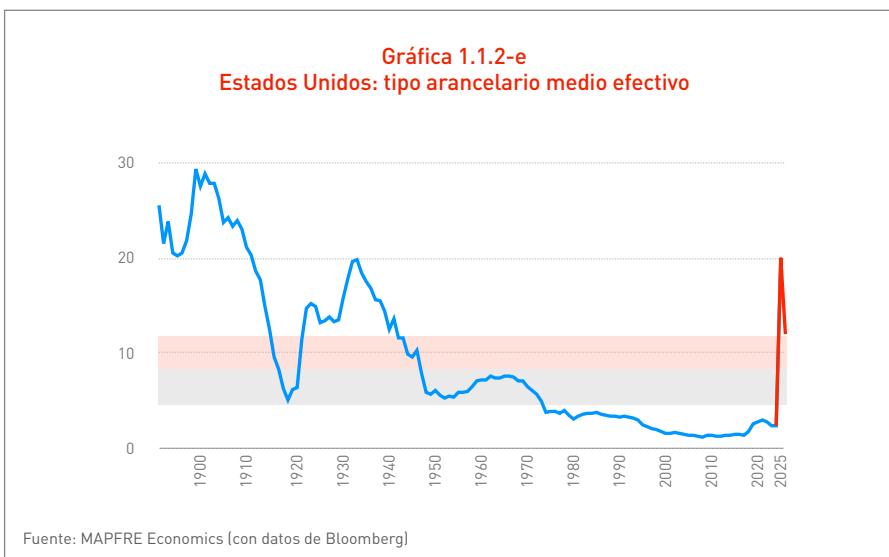
aduaneros, aprovechando así el tratamiento arancelario más beneficioso de terceros países (véase la Gráfica 1.1.2-b).

La segunda y tercera derivadas son la falta de represalias arancelarias hasta la fecha y la extensión de un cierto patrón sesgado hacia la negociación y con el objetivo final de plasmar acuerdos. En él, se esgrime un nivel de coerción inicial que hace referencia a los aranceles preliminares, posteriormente se procede a la apertura de un tiempo de negociación y, finalmente, se encara una recta final en la cual se exponen de nuevo los riesgos en un ejercicio de una presión adicional, tal y como se muestra en el patrón de las cartas enviadas (“Estos aranceles pueden ser modificados, al alza o a la baja, dependiendo de nuestra relación con su país”). Además de ello, en cada una de esas cartas se señala que el margen de negociación debe en todo caso ser favorable para la administración estadounidense (“...los aranceles podrían reducirse si los países abren sus mercados y reducen las barreras arancelarias y no arancelarias, enfatizando que los déficits comerciales



persistentes representan «una amenaza importante» para la seguridad económica y nacional de Estados Unidos). Por lo tanto, la suposición en este momento es que los acuerdos comerciales seguirán sucediéndose a corto plazo, pero que, en su fase final, lo que los participantes podrán conseguir será algo cercano a un arancel universal del 10% que cumpla con el objetivo original de los mismos (véase la Gráfica 1.1.2-c).

Por último, la lectura más reciente del frente comercial expone que los tipos efectivos de los aranceles que van tomando forma son, en la práctica, más bajos que los propuestos inicialmente. Fruto de esos acuerdos, bien completos o parciales, cabe destacar el caso de China, cuyo tipo arancelario efectivo sobre las importaciones ha caído a alrededor del 40%, frente al 54% del 2 de abril. En el caso del Reino Unido, se mantienen tasas del 10% y, en el de Vietnam, aunque no ha sido aceptado formalmente por el gobierno, apunta a tasas del 20% sobre exportaciones y del 40% sobre las mercancías sujetas a las políticas

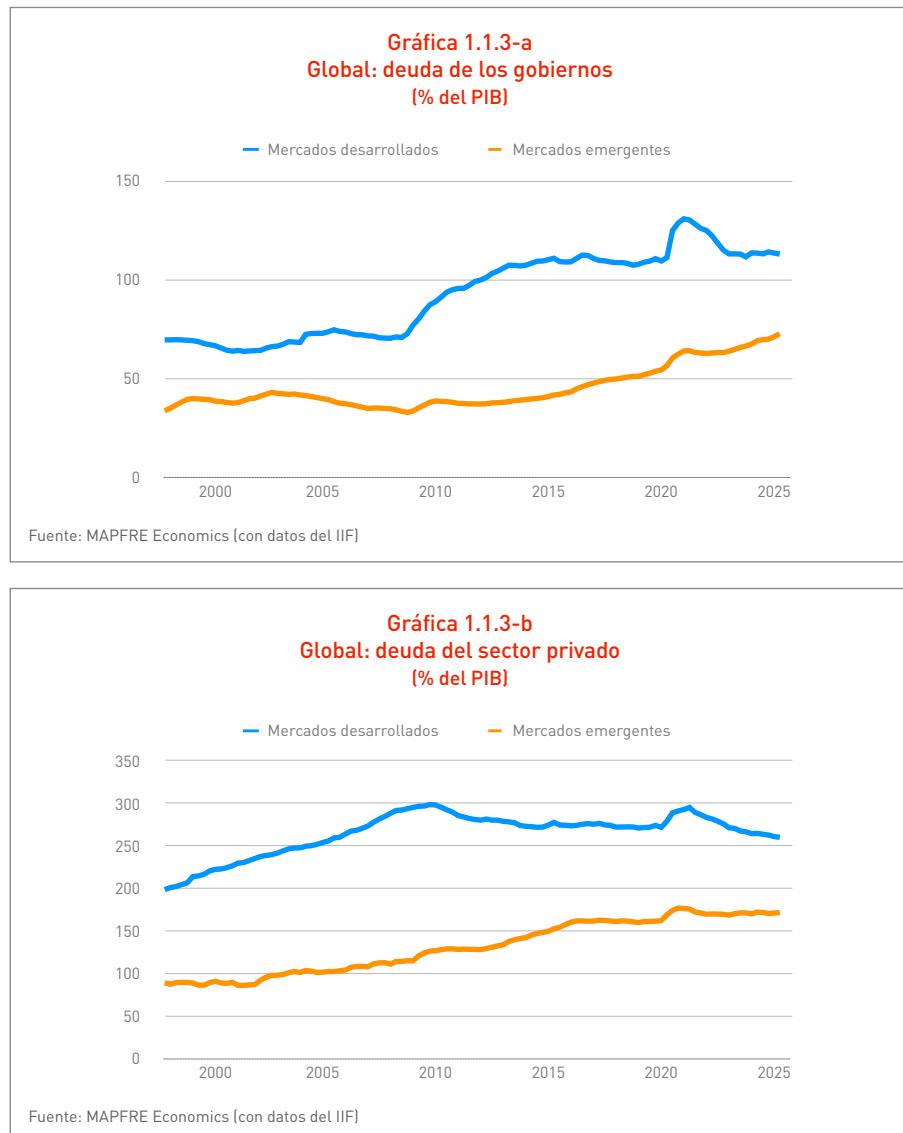


de transbordo anteriormente mencionadas. A pesar de que todavía quedan acuerdos importantes por firmar, parece afianzarse la tesis de que se están sentando las bases para que los acuerdos pendientes disminuyan la carga inicialmente prevista, así como también de que la sensación de fatiga arancelaria retroceda en los próximos meses (véanse las Gráficas 1.1.2-d y 1.1.2-e).

### 1.1.3 Cronificación de los riesgos fiscales

A medida que avanza el año, en buena parte de las economías desarrolladas los mercados de deuda han seguido experimentando, de manera altamente correlacionada, el fenómeno de aumentos en los rendimientos de sus bonos de mayor plazo. En Japón, esta dinámica responde a la normalización de las políticas monetarias del Banco de Japón, a un aumento en las expectativas de inflación y al aumento de la "prima por plazo" (la rentabilidad adicional que exigen los inversores para asumir el riesgo de prestar al gobierno durante períodos más largos), lo que refleja un mayor temor tanto por los desafíos fiscales futuros, como por un contexto macroeconómico más incierto y difícil de descontar y traer a valor presente. Argumentos similares emergen en Estados Unidos y en Europa (déficits fiscales, elevados niveles de deuda e incertidumbre), a los que se suman el efecto de la aprobación de la "One Big Beautiful Bill" (OBBB) y el futurable ReArm Europe Plan, aunque sometidos al escrutinio de un entorno marco claramente alejado del tono ultra acomodaticio de la última década. Este nuevo contexto, si bien no supone un riesgo inmediato, destapa un mayor protagonismo de los fundamentales macroeconómicos, a medida que los inversores privados vuelven a asumir un papel más importante en el descubrimiento de precios al tomar el relevo de los bancos centrales.

Específicamente, el obstáculo de los niveles de deuda surge al observar que el valor de la deuda pública a corto plazo viene determinado por el valor presente y futuro de los déficits, por la certidumbre sobre el equilibrio entre la actividad económica y los niveles de precios, así como

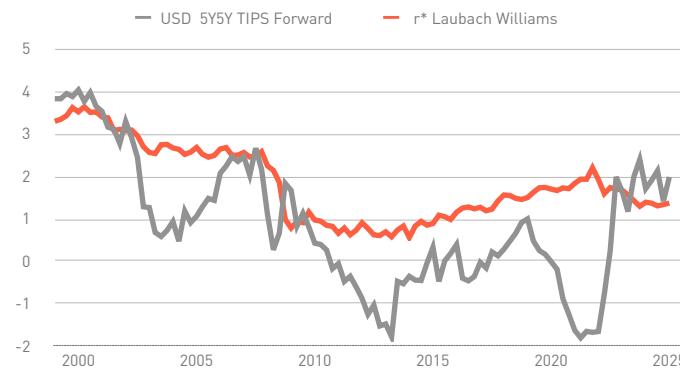


por los intereses sobre los que grava este binomio. A todo lo demás constante, y dados los altos niveles actuales, la visión consensuada de mayores déficits implica un aumento de la deuda gubernamental en el futuro. Por lo tanto, la prima por plazo también lo hace reflejando la mayor compensación que exigen los inversores por mantener los bonos a largo plazo y asumir ese riesgo de duración (véanse las Gráficas 1.1.3-a y 1.1.3-b).

Profundizando en el factor económico, los rendimientos deben de estar alineados con el contexto macroeconómico y sus perspectivas a futuro, lo que desde la visión de la teoría económica justifica el hecho de que esta prima de riesgo por plazo varíe con el tiempo para adaptarse y reflejar de la mejor manera posible el momento cíclico. No obstante, la elevada incertidumbre actual sobre las perspectivas económicas y sobre los efectos de las políticas futuras, podrían estar justificando también la exigencia de una mayor compensación, debido a la dificultad extra de valorar dicho riesgo y poner, en cierta medida, un precio más alto a la propia incertidumbre, sobre todo en lo que se refiere al factor de la inflación.

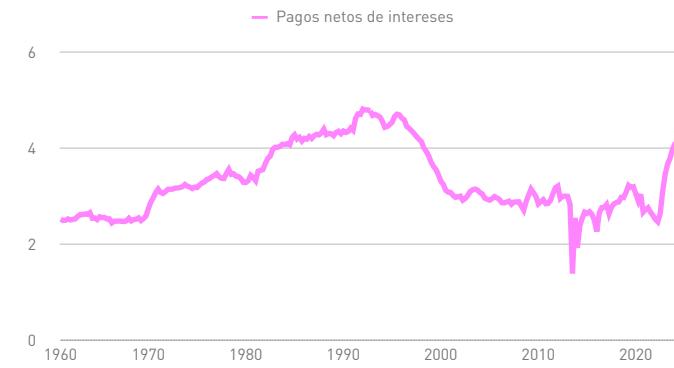
De hecho, y para observar cómo la compensación por riesgo se ve impulsada por los ciclos, los bancos centrales tienden a observar el conocido como “tipo de interés real” e inferir teóricamente el conocido como “tipo de interés neutral o natural”, que sirve de base para articular la política monetaria y equilibrar a corto y largo plazo la función entre la tasa de crecimiento del producto en la economía y la inflación. Un ejemplo de cambio de esta dinámica se encuentra en el comportamiento de los bonos del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS) a 5 años y a plazo a 5 años (tipo de interés real), y su estrecha relación con el conocido tipo de interés neutral o natural ( $r^*$ ), es decir, el tipo de interés que no obstaculiza ni estimula el crecimiento económico o la inflación. A pesar de haber mantenido una correlación históricamente estable y positiva, en los últimos meses el rendimiento *forward* de los TIPS a 5 años ha ido subiendo y desanclándose de su referencia, lo que refuerza

**Gráfica 1.1.3-c**  
Estados Unidos: tipos de interés reales vs tipo neutral estimado (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg y la Reserva Federal de Nueva York)

**Gráfica 1.1.3-e**  
Estados Unidos: intereses de la deuda pública (% del PIB)



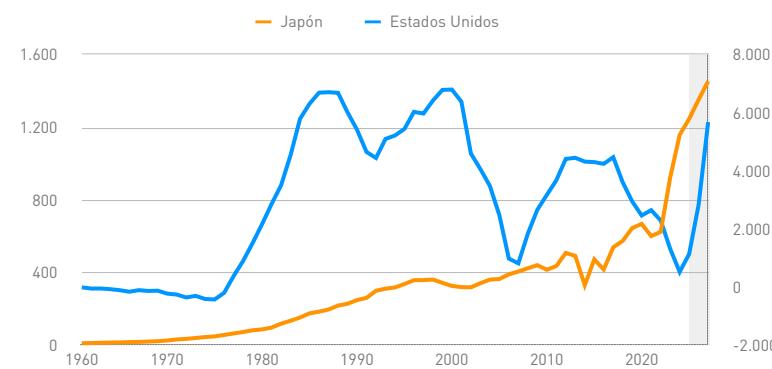
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.1.3-d**  
Economías seleccionadas: bono a 30 años (aumento en puntos básicos)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.1.3-f**  
Estados Unidos y Japón: deuda del sector privado (unidades en millardos)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la OCDE)

la idea de que la manifestación de la mayor prima de plazo se expresa para cubrir el riesgo de tipos reales (véanse las Gráficas 1.1.3-c y 1.1.3-d).

Por lo tanto, al introducir la política fiscal en este razonamiento y reducir en paralelo el efecto estabilizador de una política monetaria menos activa, el mercado y los inversores privados emergen, en cierta medida, como un mecanismo de disciplina para evitar posibles situaciones de dominancia fiscal. Hasta el momento, la hemorragia se ha contenido en los tramos más largos, que se encuentran menos influenciados por los tipos de interés de corto plazo que dictan los bancos centrales y por las expansiones cuantitativas encapsuladas en sus balances. Sin embargo, a medida que estos *stocks* de deuda vuelven de nuevo al mercado y que los gobiernos refinancian y emiten nueva deuda, se evidencia una revalorización del riesgo normalizada, es decir, una puesta en precio que debería haberse producido hace mucho tiempo de no ser por las políticas monetarias no convencionales. Esto no implica necesariamente un evento de estrés a corto plazo, sino más bien una nueva realidad de valoraciones en las que la demanda de pasivos estatales y la oferta (entendida como las necesidades de financiación gubernamentales) se cruzan en un punto más neutral, lo que permite evidenciar la capacidad para seguir aumentando la deuda y manejar al mismo tiempo los costes por intereses (véanse las Gráficas 1.1.3-e y 1.1.3-f).

#### 1.1.4 Inflación y bancos centrales: prueba de credibilidad

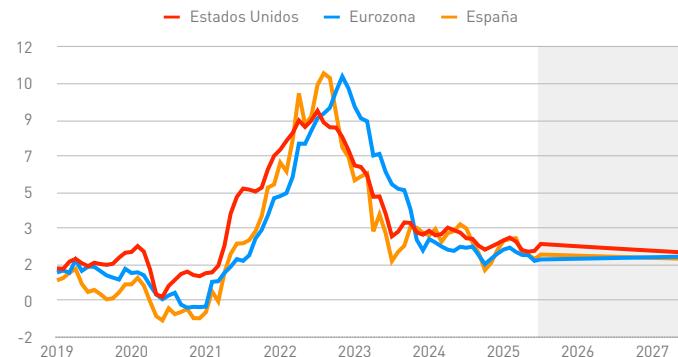
En lo que va de año, la desaceleración de la inflación ha seguido su curso sin evidenciar que los aranceles hayan provocado un efecto económico significativo. Ello sugiere que, hasta la fecha, su transmisión a los precios al consumidor es limitada y que, por tanto, las llegadas a la meta marcadas por los bancos centrales continuarán sucediéndose en los próximos meses. Por lo tanto, la incomodidad de las políticas monetarias restrictivas continúa ganando tracción para seguir suavizándose hacia entornos cada vez más neutrales. No obstante, la

dinámica de la inflación y las futuras decisiones de los principales bancos centrales continúan siendo una incógnita supeditada, al menos en parte, a la forma final que tomarán los distintos acuerdos comerciales en materia de aranceles y al posible recrudescimiento de las tensiones geopolíticas, con especial atención a los acontecimientos en Oriente Medio y a sus efectos sobre el precio del petróleo, aunque hasta ahora permanecen contenidas. De esta forma, la vuelta al *statu quo* se espera continúe, pero la elevada incertidumbre seguirá poniendo a prueba la credibilidad para los diferentes bancos centrales.

En Estados Unidos, la inflación continúa la senda hacia el objetivo marcado, pero aún no ha desaparecido, siguiendo con la dinámica constructiva de los últimos meses, aunque lastrada por las dudas que se ciernen sobre la necesidad de obtener una mayor claridad en el frente comercial. En apoyo de esta perspectiva, no se han observado aumentos en los precios medidos por el IPC, aunque sí se ha revelado a través del Libro Beige de la Reserva Federal la expectativa de las empresas de comenzar a trasladar los efectos de los aranceles en el corto plazo. Por lo tanto, la conveniencia de sostener una pausa en las decisiones de tipos de interés adoptada por la Reserva Federal puede considerarse como acertada, al tiempo que refuerza su papel de independencia, superponiéndose así a las presiones políticas que actualmente brotan de la administración federal estadounidense. Esta dinámica, sin embargo, bien podría cambiar de la mano de un frente comercial más benigno y que permita activar el dominó de recortes de tipos de interés para adecuarlos a un escenario de mayor certidumbre económica y predictibilidad.

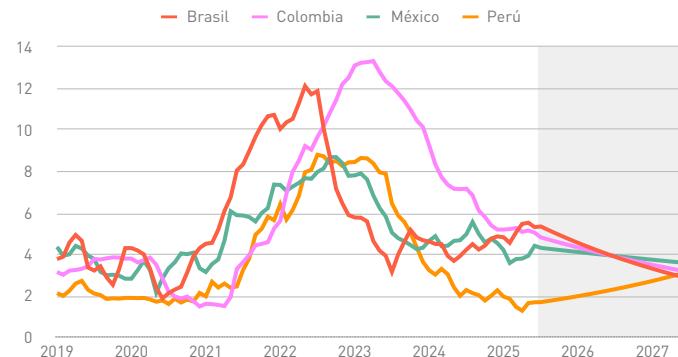
Por su parte, en Europa, la hoja de ruta presenta una lectura más despejada, con la inflación que ha traspasado la meta del 2% y un comportamiento hacia el futuro que, *a priori*, parece muchos menos conflictivo y difuso. Ciertas fuerzas inflacionarias subsisten, sobre todo en el sector servicios, pero muestran unas presiones más tenues. Al mismo tiempo, algunas de las fuerzas deflacionarias del pasado parecen

**Gráfica 1.1.4-a**  
Economías desarrolladas seleccionadas: previsiones de inflación (%)



Fuente: MAPFRE Economics

**Gráfica 1.1.4-b**  
Economías emergentes seleccionadas: previsiones de inflación (%)



Fuente: MAPFRE Economics

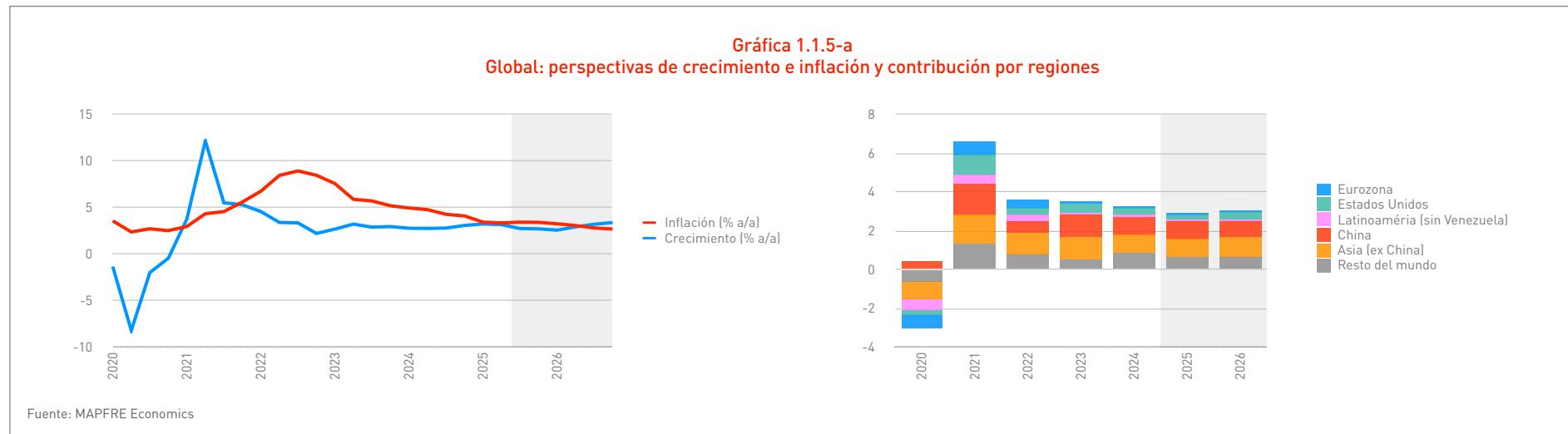
volver a ser visibles, por lo que se espera una dinámica y un comportamiento mucho más predecible en el futuro. De esta forma, el BCE se encuentra en una posición mucho más cómoda, con un tipo de interés neutral, el objetivo de inflación alcanzado de manera anticipada y algo de crecimiento económico, por lo que no es de esperar grandes movimientos, sino más bien ligeros ajustes en el futuro (el rango del tipo de interés neutral se estima en el 1,75-2,25%). A medio plazo, si bien existe la posibilidad de contemplar pequeños pasos hacia una política ligeramente acomodaticia, esta sigue siendo una reflexión prospectiva que merece una pausa y un mayor consenso que el actual entre los miembros del consejo.

En los mercados emergentes la disminución de los riesgos inflacionarios ha seguido asentándose, con un proceso de desinflación más rápido en Asia que en Latinoamérica, en donde muchas economías ya están en límite inferior de los rangos objetivo de los bancos centrales y, por tanto, el saldo neto hasta la fecha ha sido de recortes de tipos de interés (véanse las Gráficas 1.1.4-a y 1.1.4-b). Entre los factores a destacar están la ortodoxia inercial del ciclo de subidas de tipos de interés que ayudó a mantener las expectativas bien ancladas, la bajada en los precios de las materias primas y la reciente erosión del dólar, que proporciona un alivio adicional a los países con pasivos externos. En este contexto, y aunque la cautela será el sesgo predominante ante el riesgo arancelario, es de prever que seguirá habilitándose el espacio para ofrecer una mayor acomodación en el futuro.

## 1.1.5 Escenarios de previsiones y dinámicas regionales

### Escenario base

Las previsiones de crecimiento a nivel global en el *escenario base* mantienen un cierto equilibrio respecto a las presentadas en nuestro informe previo<sup>2</sup>, aunque con un ligera mejoría que responde más bien a ajustes específicos y no tanto a cambios de la dinámica general. En



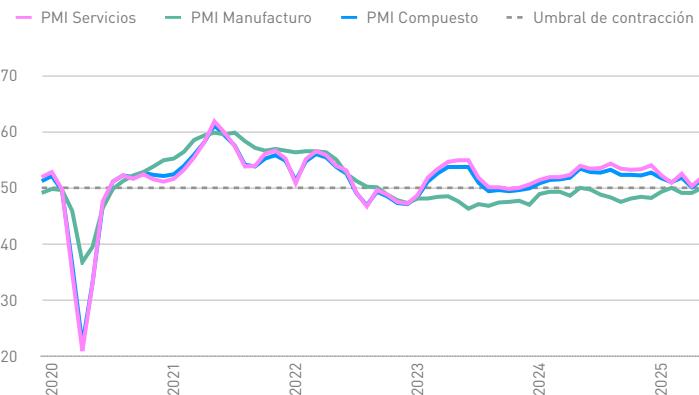
concreto, el avance del PIB global del 2,9% para 2025 y del 3,0% para el año próximo (frente al 2,7% y 3,0% anteriores), supone una lectura más benigna en términos macroeconómicos para el año en curso mientras que se preserva la visión de 2026 (véase la Gráfica 1.1.5-a). Por el lado de la inflación, las previsiones a nivel agregado se mantienen intactas y continúan dibujando una senda progresiva de vuelta al *statu quo*, manifestándose una sintomatología que continúa remitiendo y una mejor convivencia con los objetivos de los bancos centrales. No obstante, continúa pesando una serie de factores e incertidumbres con el potencial de debilitar la fiabilidad del signo que tomará en el futuro.

Bajo este enfoque, descansa la idea de que la economía global parece estar asentándose sobre un punto de equilibrio similar al que se plantea desde la teoría económica, en donde producción, consumo y formación de precios se sincronizan (véanse las Gráficas 1.1.5-b y 1.1.5-c). Mientras los excedentes de demanda se han visto suavizados por la vía de políticas monetarias restrictivas, la producción y los déficits de oferta han seguido el camino contrario hacia la recuperación, diluyendo

los obstáculos a la correcta formación de precios que se encontraba distorsionada desde 2020. De esta forma, la economía ha ido recuperando el centro de gravedad hacia su tendencia natural y señalizando un estado de equilibrio en el que los tipos de interés naturales se vuelven neutros, es decir, alcanzado un resultado óptimo en el que los bancos centrales no ejercen una presencia efectiva y no se encuentran en la necesidad de estimular o restringir la economía, ya que esta sigue la corriente hacia la propia tendencia secular.

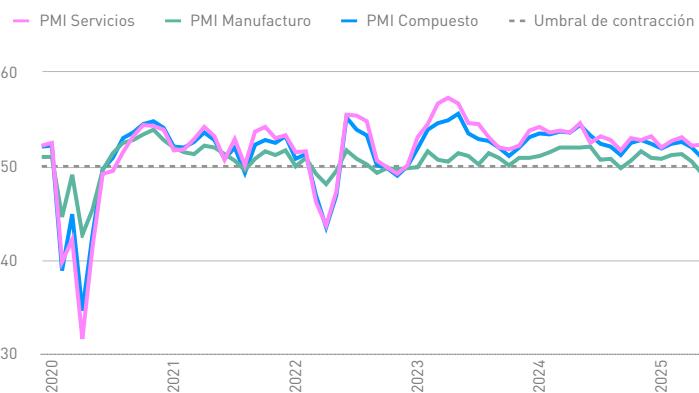
Los elementos centrales de esta previsión en el escenario central se sostienen en que los cambios en las políticas comerciales y fiscales, así como los *shocks* geopolíticos, no terminan de reflejarse con claridad en los datos macroeconómicos, justificando la tesis de un momento cíclico que aspira a mantenerse en el rango actual y a aproximarse a ese estado de equilibrio. Sin embargo, la incertidumbre que subyace de todos estos factores extiende la posibilidad de afrontar una dinámica multipolar alternativa, que amenace la perdurabilidad del ciclo económico actual, e imponga un escenario alternativo sujeto a

**Gráfica 1.1.5-b**  
Mercados desarrollados: PMIs



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.1.5-c**  
Mercados emergentes: PMIs



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

shocks más permanentes y a la manifestación de cambios de naturaleza más estructural.

### Escenario estresado

Por otra parte, el escenario *estresado* (escenario alternativo) considerado en las previsiones que se ofrecen en este informe, asume como factor principal de estrés a los aranceles impuestos por Estados Unidos. Despues del anuncio el 2 de abril de imposición de aranceles, la administración estadounidense se vio obligada a suspenderlos por 90 días y, posteriormente, por un mes adicional debido, entre otros factores, a la alta volatilidad que había generado en los mercados de deuda y de acciones. Aunque no se conoce aún la configuración final de los acuerdos respectivos, para efecto de contemplar un escenario adverso en las previsiones, se ha considerado como escenario de riesgo el que no se consigue, en general, llegar a acuerdos de aranceles moderados y que, por tanto, entran en vigor unos aranceles más altos. En concreto, la tasa efectiva de aranceles agregada para todas las importaciones se quedaría en el 33%; el arancel para China se quedaría en 120%, para Europa en el 24%, para Canadá del 15% y para México del 17,5%.

Estos aranceles tendrían un efecto inflacionario en los Estados Unidos de aproximadamente 4 décimas en 2025 y 2 décimas en 2026; impacto que desaparecería una vez estabilizados en el tiempo. La renta variable estadounidense se situaría un 30% por debajo del nivel del escenario base para 2026, en tanto que los rendimientos de los bonos del Tesoro subirían inicialmente 25 puntos básicos (pbs) por encima del escenario base y el dólar se depreciaría en torno a un 5% adicional frente a las principales divisas. En este escenario alternativo, el efecto en inflación a nivel global sería de aproximadamente medio punto en los próximos dos años, aunque el efecto no sería homogéneo, ya que habría reorientaciones de los flujos de exportaciones que, en algunos casos, podría incluso ser desinflacionario.

Por lo que se refiere al petróleo, el efecto guerra de Israel-Irán ha sido temporal, habiendo subido más de 10 USD hasta 77 USD/bl, pero se moderó con la tregua y se volvió a situar en niveles de 68 USD/bl. Por ello, se mantiene un estrés limitado de cara a los próximos años, con una senda de descenso hasta niveles del 55 USD/bl, lo que se justificaría por un debilitamiento de la demanda y por una producción que ha sido elevada por parte de la OPEP. El efecto en la actividad económica global en 2025 podría situarse cerca de 3 décimas por debajo de los niveles de actividad base en 2025 y 8 décimas menos en 2026 previstas en el escenario base. Asimismo, en este escenario alternativo, los bancos centrales dejarían los tipos de interés más altos ante la expectativa de unas inflaciones más altas. Así, las condiciones financieras contienen un aumento de la tensión, delimitado en 1,5 desviaciones estándar y una respuesta de activos de riesgo similar a ejercicios anteriores, donde la corrección media se sitúa en el 15% para la renta variable global (ex Estados Unidos), y la ampliación de diferenciales en 150 pbs, activándose un *flight to quality* que favorecería a los activos de seguros y de calidad.

### Dinámicas regionales

En Estados Unidos, las previsiones de crecimiento reflejan una desaceleración hacia un entorno más moderado en 2025 y una modesta mejoría de cara a 2026. El apoyo del consumo y la inversión se espera algo menos dinámico a corto plazo, debido a que tanto empresas como consumidores adelantaron parte de compras antes de la entrada en vigor de los aranceles en el primer trimestre del año. La contribución exterior también se podría debilitar y seguiría mostrando fluctuaciones atípicas debido a los cambios de dirección de la política comercial estadounidense, por lo que el estado final de los acuerdos despejará una variable crucial para las perspectivas. Por otro lado, el proyecto de ley fiscal ya estaba incorporado en las previsiones, por lo que, salvo aprobación de paquetes adicionales, no se asumen mayores efectos de los considerados anteriormente. En el lado de la inflación, nuestras suposiciones arancelarias mantienen la visión de una mayor presión de

precios en el futuro, pero a falta de ver los efectos concretos es prudente mantener el rango actual como más probable y ajustar los efectos de la traslación de costes solo en el escenario alternativo.

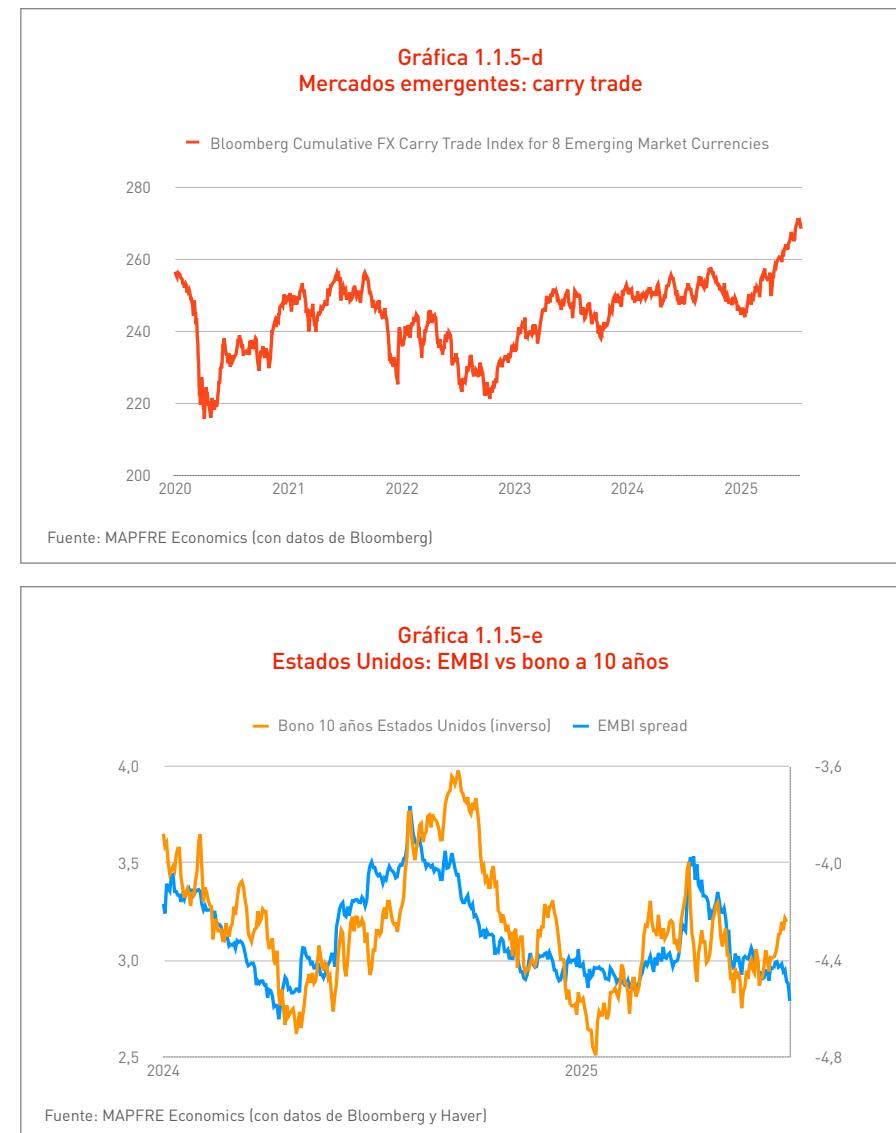
Para la Eurozona, el crecimiento ha sido ligeramente mejor de lo esperado en lo que va del año, pero se sigue considerando que la debilidad y la atonía serán los patrones más frecuentes. Los desafíos estructurales se mantienen en el horizonte y limitan la capacidad de que la reaceleración cíclica se convierta en estructural. El contexto actual es favorable para que una economía abierta como la europea dé un paso al frente para ocupar el espacio vacío que deja el proteccionismo de Estados Unidos y aumentar su crecimiento potencial, además cuenta con el respaldo de unos tipos de interés más bajos y la sintonía de un impulso fiscal en ciernes. Sin embargo, el riesgo de implementación sigue siendo significativo de no producirse avances en la fragmentación interna, la integración de los mercados de capitales y una mayor flexibilidad regulatoria; claves para mejorar la productividad, la competitividad y la autonomía estratégica si se calibran y ejecutan adecuadamente. Además, los datos de inflación más recientes sugieren que la vuelta al *statu quo* del 2% es firme, lo que, sumado a un euro mucho más fuerte, tamiza los riesgos tanto de la expansión fiscal como de un acuerdo comercial que no cumpla las expectativas. En este sentido, se mantiene la visión central de que un peor marco arancelario tendría un efecto desinflacionario en Europa, al menos en el corto plazo, debido a la combinación de un *shock* negativo de demanda sobre las exportaciones y un probable *shock* positivo de oferta proveniente de las importaciones asiáticas.

Poniendo el foco en España, el rendimiento relativamente superior debería continuar a corto y medio plazo, impulsado por los fondos NGEU, el dinamismo del mercado laboral y una resiliente actividad productiva tanto en el sector servicios como en el sector manufacturero. Además, la economía española puede ser menos sensible al desafío comercial (solo el 5% de sus exportaciones de bienes se dirigen a los Estados Unidos),

aunque los cambios en el entorno exterior podrían retraer parte de su contribución al crecimiento.

Respecto a los mercados emergentes, se refuerza la convicción de que pueden seguir superando las expectativas, en la medida en que los cambios en el orden económico global pueden estar impulsando el papel de los países emergentes hacia un lugar más importante en el crecimiento global. Los indicadores de alta frecuencia sugieren que el impulso de la actividad económica se mantiene y que el margen para continuar expandiéndose todavía es amplio. Unos fundamentos macroeconómicos favorables y una inflación que se mantendrá en general contenida vaticinan un ciclo de flexibilización que podría ser menos intenso, pero la flexibilización ya expuesta, junto a la debilidad del dólar y una menor correlación entre los tipos de interés oficiales de los mercados desarrollados y los costes de financiación locales, proporcionan una posición más cómoda para navegar la incertidumbre. Reforzando esta perspectiva, los flujos de capital se han mantenido con entradas positivas y, a diferencia del pasado donde solían predominar las inversiones clásica impulsadas por las materias primas, los compromisos parecen tener el trasfondo más estructural de establecer cadenas de suministro más diversificadas y confiables.

Con relación a América Latina, se revisan al alza las previsiones, pero se mantiene la dinámica de fondo de un crecimiento económico moderado. La incertidumbre pesa sobre las perspectivas, pero se mantiene la convicción de que puede sorprender positivamente. Los principales impulsores de esta mejora son Argentina, cuya recuperación económica se torna más vigorosa, así como, en menor medida, Brasil, donde el impulso inercial parece más favorable de lo previsto, y Perú, donde los indicios de la desaceleración están resultando ser más moderados. Con el cumplimiento de los objetivos de inflación aproximándose al rango objetivo y con una política monetaria en la mayoría de los casos aún restrictiva, las autoridades cuentan con margen de actuación para hacer frente a la ralentización de su actividad económica. A esta mejora cíclica



se le suma una situación geopolítica menos incierta, tanto desde el frente comercial como en el relacionado con los conflictos en Europa y Oriente Medio. Estos factores justifican el buen desempeño de sus divisas y el renovado interés en el *carry trade* de las principales divisas latinoamericanas; movimientos en el que los inversores piden prestado en una divisa de bajo rendimiento e invierten en donde los tipos son más altos (véanse las Gráficas 1.1.5-d y 1.1.5-e).

En Asia emergente, India y el Sudeste Asiático continúan tomando el relevo de China y ejerciendo de motores del crecimiento con la relocalización de las manufacturas. No obstante, las concesiones comerciales pueden erosionar el diferencial de competitividad actual, al considerar que se trata de economías con superávits comerciales crónicos. En compensación, la menor apreciación de sus divisas y una inflación más moderada que en el resto de mundo sugieren que la política monetaria tiene un amplio margen de maniobra para ajustarse a la baja y amortiguar el impacto de la posibilidad de introducir medidas fiscales.

En el caso de China, la inercia positiva de los datos más recientes, un panorama arancelario menos severo y la posibilidad de estímulos bien dirigidos, dictaminan una revisión al alza de las previsiones. Sin embargo, las presiones deflacionarias parecen cada vez más arraigadas, tanto en los consumidores como en las empresas. Como catalizadores positivos se espera un entorno regulatorio más flexible y una mayor fluidez del crédito, pero estructuralmente se sigue dibujando una trayectoria más lenta en el horizonte secular y mayor vulnerabilidad a las tensiones comerciales y geopolíticas.

En resumen, la mayor incertidumbre es innegable, pero la economía parece estar adaptándose a convivir en este entorno. Además, y pesar de no existir un consenso claro sobre los efectos finales de los aranceles, el hecho fundamental es que hasta la fecha no hay evidencias de que estén causando una desaceleración económica representativa o un aumento de

la inflación significativo. Fruto de ello, la identificación del ciclo económico permanece en una fase intermedia en la que el crecimiento continúa apegado a su ritmo potencial, y en la que los precios siguen dispuestos a seguir la dirección correcta hacia el nivel objetivo de las autoridades monetarias. Este binomio, que compone una suerte de *equilibrio general*, perfil a un estado teóricamente óptimo que permite a los bancos centrales volver sobre sus diferentes tipos de interés neutrales o naturales. Desafortunadamente, y citando a George Shackle, “el equilibrio se refiere a un mundo sin incertidumbre”, por lo que, como exponen otros como David Ricardo o Frank Knight, “la gestión de la incertidumbre es una especialización en sí misma y por tanto una ventaja competitiva”. De esta forma, en un mundo en estado de cambio hacia un nuevo orden multipolar y normas más proteccionistas y mercantilistas, el *arte de negociar* seguirá representando el eje central para preservar dichas ventajas.

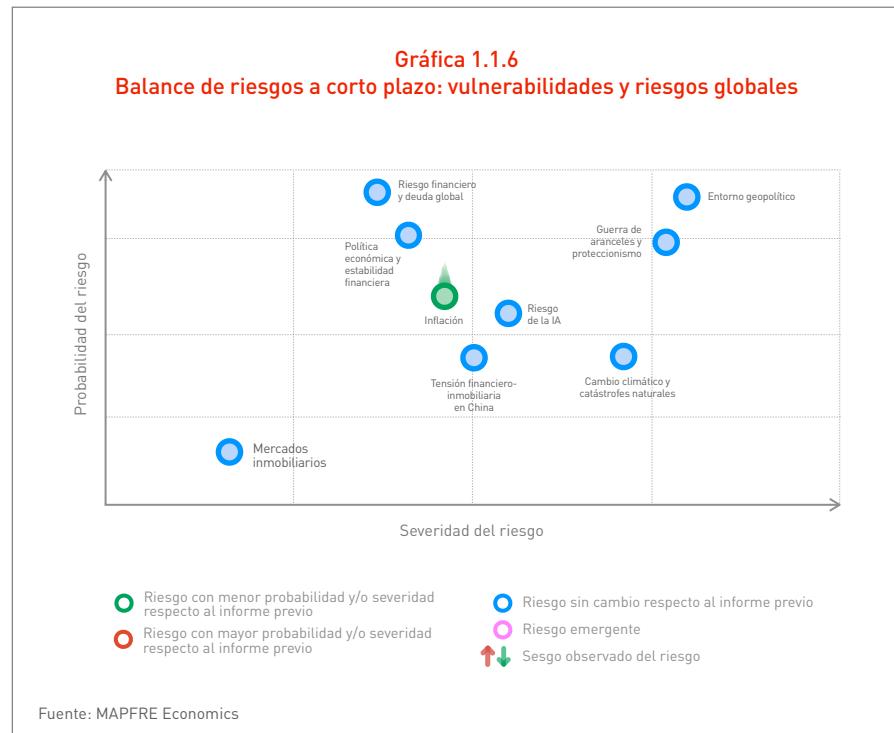
### 1.1.6 Balance de riesgos

Con relación al balance de riesgos de corto plazo, se presenta a continuación la actualización respecto a la valoración del conjunto de aspectos que podrían afectar el desempeño de la economía global en lo que resta de 2025, los cuales se ilustran en el mapa de riesgos de la Gráfica 1.1.6.

#### Riesgo financiero y deuda global

Los altos niveles de deuda pública y privada siguen siendo uno de los principales riesgos para la estabilidad financiera global. Actualmente, la deuda mundial supera el 256% del PIB global, con un incremento tanto en economías avanzadas como en mercados emergentes. Esta situación se ve agravada por el reciente aumento de los rendimientos de los bonos gubernamentales a largo plazo, lo que ha llevado a un encarecimiento en el servicio de la deuda para muchos países. En Estados Unidos, el rendimiento del bono a 10 años en los últimos meses oscila en torno al

4,40%, niveles no vistos en los últimos quince años. El gasto del servicio de la deuda estadounidense este año se estima triplique su monto respecto al de hace un par de años. El problema es que, de persistir los altos tipos de interés, el gobierno, a medida que vayan tocando renovaciones, tendrá que refinanciar la deuda a tipos más altos, aumentando significativamente los costes anuales del servicio de la deuda. Este escenario pone mayor presión sobre el déficit fiscal, que ya ronda el -6,5% del PIB. Aunque este nivel de déficit es alarmante, la nueva administración ha dejado claro que no planea aumentar impuestos directos a los contribuyentes. En su lugar, ha propuesto



generar ingresos adicionales a través de la imposición de tarifas arancelarias a las importaciones.

En Europa, por su parte, aunque la deuda pública promedio ha mostrado cierta reducción desde los niveles alcanzados durante la pandemia, el aumento de los rendimientos también está afectando los costes de financiación de los gobiernos. Países con altos niveles de deuda, como Italia y Grecia, o en el caso de Francia con un déficit fiscal del 5,8% y crecientes dudas sobre la sostenibilidad de sus cuentas públicas, están viendo cómo el coste de su deuda aumenta ante el menor apetito al riesgo de los inversores. Por otro lado, los mercados emergentes están enfrentando también dificultades, ya que gran parte de su deuda está denominada en dólares. Los mayores tipos de interés en el mundo están generando mayores costos de servicio de la deuda, particularmente en países como Turquía y Argentina, que ya enfrentan problemas estructurales en sus finanzas públicas.

En resumen, el aumento de los rendimientos de los bonos gubernamentales a largo plazo está ejerciendo presión tanto en economías avanzadas como en emergentes. La necesidad de consolidación fiscal y estrategias más robustas de gestión de deuda será clave para mitigar los riesgos. Reponer las reservas fiscales de una manera positiva para el crecimiento y reforzar la gobernanza fiscal son acciones fundamentales para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y la estabilidad financiera.

### Guerra de aranceles y protecciónismo

La política proteccionista de Estados Unidos por vía de imposición de aranceles tiene como objetivo reducir el déficit comercial y, a la vez, aumentar los ingresos del gobierno. Despues del anuncio de los aranceles el 2 de abril, estos han sido temporalmente suspendidos quedando en vigor una tasa genérica del 10%, a la espera de que se concreten negociaciones bilaterales. Una fecha inicial para tener los

acuerdos cerrados era el 9 de julio, pero todo indica que se han concedido algunas semanas más tras el anuncio que pospone la entrada en vigor a agosto.

El coste de los aranceles se espera que la asuman, en una parte, los consumidores y, en otra, los fabricantes. El objetivo de reducir el déficit comercial no es fácil de conseguir, ya que muchos productos importados no se pueden fabricar en Estados Unidos, o solo con un coste mucho más elevado. Sin embargo, se espera que en determinadas industrias, como el acero o el automóvil, se consiga movilizar cierta parte de la fabricación a ese país. La imposición de aranceles, aunque tiene el objetivo de revitalización de las industrias estadounidenses, conlleva elevados riesgos a corto plazo, como la desaceleración del consumo en ese país, así como la desaceleración de las industrias exportadoras y manufactureras en los países de origen. Esto es particularmente visible en el caso de México, cuya industria manufacturera está muy vinculada a las exportaciones a Estados Unidos y los índices de gestores de compras (PMI) ya están apuntando a la desaceleración en las manufacturas.

### **Inflación**

Se han logrado avances significativos en la reducción de la inflación global, con la mayoría de las economías avanzadas mostrando descensos sostenidos en los índices de precios. No obstante, el objetivo del 2%, fijado por muchos bancos centrales, está resultando más difícil de alcanzar. Los datos recientes indican un ligero repunte en la inflación en algunas regiones, lo que genera preocupaciones sobre la persistencia de las presiones inflacionarias. Este rebote se explica, en buena medida, por la resistencia de los mercados laborales, que permanecen fuertes y con tasas de desempleo cercanas a mínimos históricos. Esta fortaleza está otorgando a los trabajadores mayor capacidad de negociación salarial, lo que alimenta efectos de segunda ronda, como el incremento de los costes laborales para las empresas. Los bancos centrales enfrentan el desafío de mantener políticas monetarias restrictivas sin

asfixiar el crecimiento económico, mientras evalúan cuidadosamente los riesgos de prolongar estas condiciones.

### **Política monetaria y estabilidad financiera**

Los bancos centrales de los países del G7 han iniciado un ciclo de reducción de tipos de interés, impulsados por los avances en el control de la inflación. La excepción es Estados Unidos, que los ha mantenido en 2025 a la espera de poder evaluar el impacto de los aranceles. Una inflación más persistente y el aumento de los rendimientos de los bonos de gobiernos, aumentan el riesgo de que tanto los gobiernos como el sector privado deban refinanciar sus deudas a tasas más elevadas; una financiación más cara produce una moderación de la demanda de crédito y, por tanto, unos menores niveles de inversión y actividad económica.

Destaca el aumento de la inflación en Japón y las consecuentes subidas de los tipos de interés (el bono japonés a 10 años pasó de rentabilidades negativas en 2019 a cerca del 1,50% actualmente), ya que tiene implicaciones para los mercados de inversión mundiales. En primera instancia, porque los mercados financieros japoneses proveían liquidez a todo el mundo (gracias al *carry trade*) y eso tenderá a reducirse. En segundo lugar, porque la inversión de los propios japoneses tenderá a quedarse "en casa", en vez de invertir en el exterior (impacto para los bonos del Tesoro estadounidense). Y, en tercer lugar, porque hay entidades financieras japonesas (aseguradoras, entre ellas) que tienen grandes minusvalías latentes en las carteras de bonos, con posibles implicaciones para la liquidez, lo que es un riesgo a vigilar por sus implicaciones para los mercados financieros mundiales. El aumento de los rendimientos de los bonos gubernamentales provoca minusvalías no realizadas en muchas carteras en todo el sistema financiero, lo que puede ser un riesgo para la estabilidad financiera. Cabe señalar que este fenómeno no está limitado a Estados Unidos y Japón, sino a más mercados de bonos.

## Entorno geopolítico

En el panorama geopolítico, después de los ataques de Estados Unidos a las instalaciones nucleares iraníes, el petróleo llegó a tocar máximos de cinco meses. A pesar de ello, a los pocos días, con el alto el fuego (aunque precario y sin gran negociación) el petróleo Brent ha vuelto a situarse en la zona de los 70 USD/bl. Asimismo, el conflicto de Gaza y el de Ucrania siguen sin resolverse y continúan siendo dramas humanos, aunque parece que la economía del resto del mundo sigue su curso. Aparentemente, Europa ha conseguido encontrar fuentes alternativas al gas y petróleo ruso, aunque no está claro que lo siga comprando en parte indirectamente. Otro aspecto para vigilar es la creciente influencia de los BRICS, que defienden una gradual reducción del uso del dólar en las transacciones internacionales; aspecto que tiene al orden establecido post-segunda guerra mundial, con el dólar como moneda dominante, moviendo las piezas del ajedrez, incluso con amenazas de mayores aranceles para defender el *status quo*.

## Tensión financiero-inmobiliaria en China

El sector inmobiliario chino se enfrenta a desafíos significativos. Las ventas de viviendas nuevas han disminuido y los precios de las propiedades siguen a la baja. Algunos observadores del mercado esperan que las ventas caigan un 12% en 2025, con una disminución notable en los precios de las viviendas. Las dificultades en el sector inmobiliario chino pueden afectar tanto a la economía nacional como a la estabilidad financiera global. Estas tensiones en el mercado inmobiliario incrementan el riesgo de incumplimiento de deuda entre los promotores, lo que podría repercutir en el sistema bancario debido a la exposición significativa de las instituciones financieras al sector. Además, la desaceleración económica de China se ve agravada por la disminución de las exportaciones hacia Estados Unidos, influenciada por políticas arancelarias y una demanda externa debilitada. Esta combinación de

factores podría limitar el crecimiento económico de China y aumentar las tensiones financieras internas.

## Mercados inmobiliarios

En los mercados desarrollados, el sector residencial ha mostrado resiliencia, con incrementos notables en los precios de la vivienda. Sin embargo, el sector inmobiliario comercial y de oficinas enfrenta desafíos significativos tanto en Estados Unidos como en Europa. La pandemia aceleró tendencias como el teletrabajo, reduciendo la demanda de espacios de oficina y aumentando las tasas de vacancia. Además, el aumento de los rendimientos de los bonos gubernamentales ha encarecido los costos de financiación inmobiliaria, lo que puede afectar negativamente la valoración de los inmuebles y aumentar el riesgo de inestabilidad financiera. Este entorno plantea riesgos para la estabilidad financiera, ya que la depreciación de los activos inmobiliarios podría afectar a las instituciones financieras expuestas al sector. Es esencial que los inversores y reguladores monitoreen de cerca estas dinámicas para mitigar posibles impactos en el sistema financiero global.

## Riesgos de la IA

La inteligencia artificial (IA) representa una herramienta con un enorme potencial para el crecimiento económico global, pero también introduce riesgos significativos para la estabilidad financiera y social. En los mercados financieros, el uso de algoritmos de *trading* automático ha generado preocupación por su capacidad de amplificar la volatilidad en períodos de estrés. Estos algoritmos, diseñados para ejecutar transacciones en fracciones de segundo, pueden desencadenar reacciones en cadena que agravan caídas de los mercados, como ya ocurrió en eventos como el "flash crash" de 2010. La falta de supervisión y transparencia en la programación de estos algoritmos podría intensificar estos riesgos, especialmente si interactúan con otros factores de inestabilidad económica.

## Cambio climático y catástrofes naturales

En 2024, las pérdidas económicas globales derivadas de desastres naturales alcanzaron los 368 millardos de dólares, superando en un 14% el promedio del siglo XXI. Las pérdidas aseguradas a nivel global sumaron 145 mil millones de dólares, el sexto año más costoso en la historia para las aseguradoras, con el 78% de dichas pérdidas concentradas en Estados Unidos. El cambio climático continúa amplificando la severidad de los eventos meteorológicos extremos. En 2024, las temperaturas globales alcanzaron un aumento sin precedentes de 1,55°C, por encima de los niveles preindustriales, el año más cálido registrado hasta ahora. Este aumento ha intensificado fenómenos como olas de calor, ciclones e inundaciones, subrayando la necesidad urgente de medidas de adaptación<sup>3</sup>.

## 1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

### 1.2.1 Estados Unidos

#### Incertidumbre en todos los ámbitos, pero se mantiene la inercia positiva

La economía de los Estados Unidos creció a un ritmo anual del 2,1% (a/a) (-0,2% t/t anualizado) en el primer trimestre de 2025. Este crecimiento tiene por singularidad un aumento de las importaciones del 13,6% (42,6% anualizado) y el cambio de inventarios (que se multiplicó por 8), en anticipación a la entrada en vigor de los aranceles. El consumo privado creció un 2,9%, el gasto del gobierno federal 2,6%, las inversiones 2,7%, exportaciones 3,2%. El PMI (índice de gestores de compras) compuesto se situó en 52,9 puntos en junio, señalando expansión en el sector privado; el PMI manufacturero y el de servicios se situaron ambos también en 52,9, indicando que, por ahora, la actividad se mantiene en crecimiento. Por su parte, el indi-

cador de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan de junio, mejora al 60,7, en tanto que el índice de indicadores adelantados de la *Conference Board* anticipa otro panorama y está en terreno negativo (-4). El PIB del segundo trimestre se espera que repunte, en contraposición de lo ocurrido el trimestre previo, que se ha visto mermado por el repunte de las importaciones, en anticipación de la entrada en vigor de los aranceles. En este entorno, se prevé un crecimiento del PIB de los Estados Unidos del 1,7% en 2025 y en torno al 1,8% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

Por otra parte, la inflación CPI se situó en 2,7% en junio, con la subyacente en 2,9%. La inflación medida por el Índice de Precios de Gastos de Consumo Personal (PCE) de mayo se quedó en 2,3%. En la reunión de enero de la Reserva Federal, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) decidió dejar sin tocar el tipo de interés de referencia, situándolo en un rango objetivo de 4,25%-4,50%. Asimismo, se mantiene la reducción del balance, por un importe de 5.000 millones al mes. Según el comunicado del comité, los cambios en las políticas comercial, de inmigración, fiscal y reguladora siguen evolucionando, mientras que sus efectos sobre la economía siguen siendo inciertos. Los efectos de los aranceles dependerán, entre otras cosas, de su nivel definitivo. Las expectativas sobre ese nivel, y por tanto sobre los efectos económicos relacionados, alcanzaron un máximo en abril y desde entonces han disminuido. Aun así, es probable que el aumento de los aranceles este año haga subir los precios y afecte a la actividad económica.

#### Estados Unidos

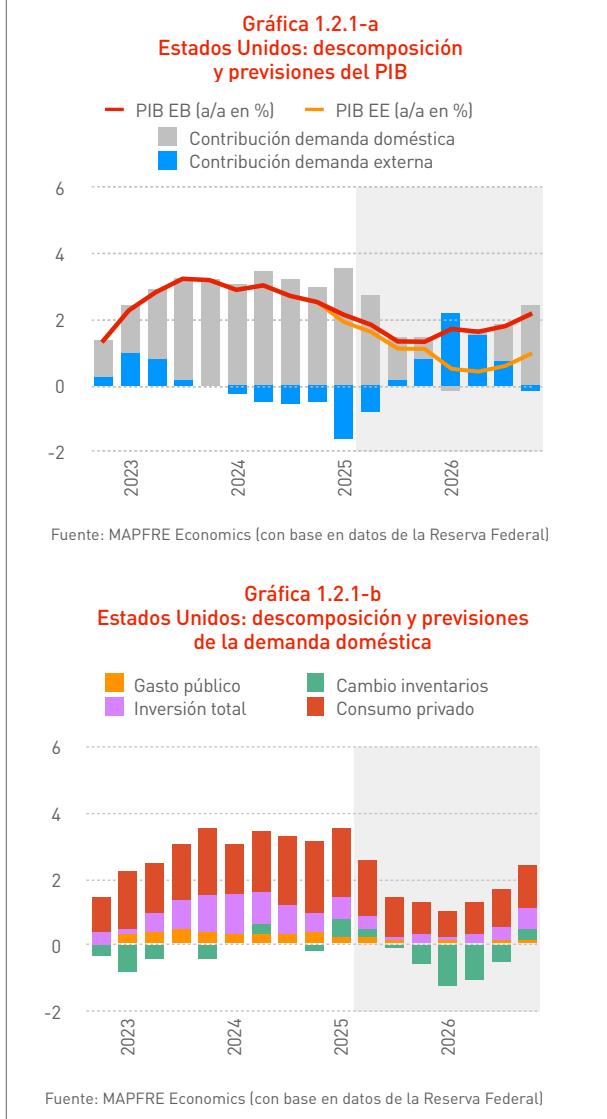
- Tensión geopolítica, petróleo, aranceles y One Big Beautiful Bill.
- Tipos de interés altos a la espera de mayor certidumbre.
- Corrección del déficit y estabilización de deuda, desafíos para los próximos años.
- La previsión de crecimiento del PIB para 2025 se sitúa en el 1,7%.

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

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	1,7	1,8	1,5	0,6
Contribución de la demanda doméstica	-2,0	7,3	2,9	2,4	3,2	2,1	0,9	1,9	0,4
Contribución de la demanda externa	-0,2	-1,3	-0,5	0,5	-0,4	-0,4	1,1	-0,4	0,2
Contribución del consumo privado	-1,7	5,9	2,1	1,7	1,9	1,5	1,0	1,4	0,3
Contribución de la inversión total	-0,2	1,2	0,4	0,7	0,9	0,4	0,3	0,3	0,1
Contribución del gasto público	0,4	0,1	-0,1	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,0
Consumo privado (% a/a)	-2,5	8,8	3,0	2,5	2,8	2,2	1,5	1,3	0,2
Gasto público (% a/a)	3,0	0,4	-1,1	2,9	2,5	1,3	1,1	1,3	0,4
Inversión total (% a/a)	-0,8	5,4	2,0	3,2	4,3	1,6	1,5	0,4	-1,5
Exportaciones (% a/a)	-13,1	6,5	7,5	2,8	3,3	-0,2	-1,2	-0,7	-7,4
Importaciones (% a/a)	-9,0	14,7	8,6	-1,2	5,3	2,8	-7,6	2,0	-10,3
Tasa de paro (%), último trimestre	6,8	4,2	3,6	3,8	4,1	4,4	4,3	4,9	6,2
Inflación (% a/a, media)	1,3	4,7	8,0	4,1	3,0	3,0	2,6	3,4	2,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,2	6,8	7,1	3,2	2,7	3,5	2,0	4,8	2,3
Balance fiscal (% PIB)	-14,9	-11,8	-4,0	-7,5	-7,6	-6,5	-7,1	-6,0	-7,3
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,8	-3,7	-3,9	-3,3	-3,9	-4,0	-2,8	-4,0	-2,4
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,25	4,50	5,50	4,50	4,00	3,25	4,25	3,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,24	0,21	4,77	5,59	4,42	4,21	3,39	4,03	1,93
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,93	1,52	3,88	3,88	4,58	4,77	4,37	4,93	4,26
Tipo de cambio vs USD (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,14	1,14	1,19	1,18
Crédito privado (% a/a, media)	6,4	15,5	-1,8	5,4	8,5	4,9	6,1	4,7	4,5
Crédito familias (% a/a, media)	3,3	7,9	8,1	3,6	2,4	4,0	6,9	3,9	6,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	8,6	4,4	9,7	3,1	2,0	2,9	3,9	2,9	3,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,7	4,9	9,8	5,5	0,3	2,3	2,0	2,4	2,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	15,1	11,1	3,0	4,7	4,5	4,0	4,3	4,1	6,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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



Entre los principales riesgos de corto plazo para la economía estadounidense está el aumento del coste de financiación por una reducción del apetito por los bonos estadounidenses. El déficit fiscal cerró 2024 en 6,9% del PIB y, en 2025, se espera que se quede en 6,5%, según la oficina de presupuestos del Congreso. La trayectoria fiscal es insostenible según reconocen el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, la Oficina de Presupuestos del Congreso, el Fondo Monetario Internacional y las agencias de calificación crediticia. Esto podría estar detrás de los recientes repuntes de las rentabilidades de la deuda. Como se apuntó, la Reserva Federal dejó los tipos estables, está reduciendo su balance, y considera que hay que esperar para ver los efectos de las políticas económicas.

En el tema de aranceles, los aranceles a China se mantienen en un nivel general del 10% hasta el 12 de agosto, después de un acuerdo al que han llegado en las negociaciones de mayo en Ginebra. Desde principios de abril, Estados Unidos aplicó un arancel del 20% a las importaciones europeas (que es recíproco), pero se suspendieron parcialmente, aplicando un 10% hasta el 9 de julio (cifra que se eleva al 30% tras la última prorroga). En cuanto al paquete de medidas fiscales, el llamado "One Big Beautiful Bill" (OBBB), fue aprobado por el Congreso el 3 de julio. El paquete incluye buena parte de las promesas en materia de política fiscal del presidente D. Trump. Así, considera deducciones fiscales a las horas extra trabajadas, a las propinas, contribuciones a la seguridad social, y aumento de gasto en defensa y control de la inmigración. Los incentivos a la compra de coches eléctricos se eliminan, así como la reducción gradual de otros créditos fiscales previstos en la Inflation Reduction Act (IRA). Se anticipan recortes también en el Medicaid, el programa de asistencia médica a las personas de bajos ingresos. Este paquete fiscal ha dado origen a muchas críticas por el aumento del déficit, ya que refuerza la insostenibilidad de la trayectoria fiscal. La Oficina de Presupuestos del Congreso calcula que la OBBB puede añadir entre 2,4 y 3 billones de dólares al déficit en la próxima década (véase el antes referido Recuadro 1.1.1-a), mientras que el ejecutivo defiende que el crecimiento económico que generarán estas

medidas compensará el efecto con ingresos adicionales de 4,1 billones de dólares.

## 1.2.2 Eurozona

### Bajo crecimiento por la atonía en sus mayores economías

En el primer trimestre de 2025, la economía de la Eurozona experimentó un crecimiento del 1,6% a/a y del 0,6% t/t. Por componentes, el consumo creció un 1,3% a/a, el consumo público 2,1% a/a, la inversión un 3,5%, las exportaciones 2,3%, las importaciones aumentaron un 3,2%. El PMI compuesto de junio subió ligeramente, hasta 50,6 puntos, el manufacturero se situó en 49,5 (aún en zona de contracción), mientras que el de servicios subió al 50,5. La confianza del consumidor bajó al -15,3 y todavía no ha recuperado los niveles de 2019, en tanto que las ventas al por menor de mayo decrecieron un -0,7%, y la producción industrial bajó un -2,4% en abril. En este contexto, la previsión de crecimiento del PIB de la Eurozona se sitúa en el 1,0% en 2025 y con una reactivación marginal en 2026 al 1,1% (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

La inflación de la Eurozona en junio se situó en 2,0%, subiendo 1 décima. La inflación subyacente, que excluye los precios de alimentos y energía, subió un 2,4%. En la reunión de junio, el Banco Central Europeo (BCE) decidió bajar los tipos de interés en 25 puntos básicos (pbs), situando el

**Tabla 1.2.2**  
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-6,2	6,3	3,6	0,6	0,8	1,0	1,1	0,8	0,3
Contribución de la demanda doméstica	-5,6	4,9	3,7	0,3	0,4	1,5	1,4	1,4	0,7
Contribución de la demanda externa	-0,6	1,4	0,0	0,3	0,4	-0,5	-0,3	-0,6	-0,4
Contribución del consumo privado	-4,2	2,4	2,6	0,3	0,5	0,7	0,7	0,7	0,4
Contribución de la inversión total	-1,3	0,8	0,4	0,4	-0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
Contribución del gasto público	0,3	1,0	0,3	0,3	0,5	0,3	0,2	0,3	0,1
Consumo privado (% a/a)	-7,9	4,7	5,0	0,6	1,1	1,3	1,4	1,3	1,2
Gasto público (% a/a)	1,2	4,3	1,2	1,5	2,5	1,2	1,1	1,2	1,1
Inversión total (% a/a)	-6,0	3,7	2,1	1,8	-1,8	1,5	0,5	1,3	-1,5
Exportaciones (% a/a)	-9,0	11,4	7,7	-0,5	1,0	0,6	0,2	0,3	-1,9
Importaciones (% a/a)	-8,5	9,0	8,6	-1,4	0,1	1,7	1,0	1,7	-0,4
Tasa de paro (%, último trimestre)	8,3	7,2	6,7	6,6	6,2	6,4	6,4	6,5	6,8
Inflación (% a/a, media)	0,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,0	1,8	2,1	1,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,3	4,6	10,0	2,7	2,2	1,9	1,8	1,8	1,6
Balance fiscal (% PIB)	-7,0	-5,1	-3,5	-3,5	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,4
Balance fiscal primario (% PIB)	-5,5	-3,7	-1,8	-1,8	-1,2	-1,0	-0,9	-1,0	-1,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,8	2,7	-0,2	1,6	2,7	2,6	2,5	2,6	2,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	1,75	1,75	1,75	1,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,71	1,55	2,07	1,53	1,44
Tipo de interés a 10 años (final período)	-0,19	0,32	3,39	2,79	3,00	3,23	3,45	3,36	3,33
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,14	1,14	1,19	1,18
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,5	4,0	4,4	1,4	0,6	2,6	3,9	2,6	3,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	4,8	4,0	6,3	2,2	1,3	3,2	3,9	3,1	3,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-4,0	1,4	9,3	0,2	0,5	0,9	1,8	0,9	1,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	19,4	17,3	13,6	14,2	15,3	15,0	14,8	15,0	14,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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

tipo de depósito en 2,00% y el tipo de las operaciones principales de financiación en 2,15%. Los programas APP (Programa de Compras de Activos) y PEPP (Programa de Compras de Emergencia Pandémica) continuarán disminuyendo a un ritmo mesurado y predecible, dado que han dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo. Especialmente en el contexto actual de excepcional incertidumbre, el BCE aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión. Un precio del petróleo más alto y alteraciones en las cadenas de suministro suben las expectativas de inflación y limitarán el margen para bajadas de tipos adicionales.

La economía de la Eurozona tiene en estos momentos varios factores que condicionan su desempeño. Por un lado, están los factores externos, como el estallido de la guerra entre Israel e Irán, que de entrada ya ha hecho subir el precio del petróleo en 10 USD/bl, hasta niveles de 75 USD/bl, pero que podría llegar a afectar más aún si Irán deja de poner petróleo en el mercado o si la guerra escala y hay peligro para el tráfico marítimo petrolero en la región. Por otra parte, Irán, como principal proveedor de petróleo a China, puede afectar a la economía de esta, con repercusiones inflacionarias para el resto del mundo.

En cuanto al acuerdo arancelario, se sigue renegociando. La Unión Europea busca que se mantenga en el nivel general del 10%, aunque es de esperar que sea más alto según los sectores, como el acero, aluminio, automóvil, con exenciones en algunos productos como farmacéuticos y microprocesadores. Se prevé que el mantenimiento de aranceles altos a las exportaciones chinas a Estados Unidos pueda provocar un desvío de los productos hacia la Unión Europea, lo que provoque un efecto deflacionario en bienes. Asimismo, deben tenerse en consideración otros factores internos limitantes para el crecimiento en la Unión Europea: el cada vez mayor peso de los Estados miembros en las economías respecto al sector privado, el alto endeudamiento público que limita la capacidad de inversión en infraestructuras, el envejecimiento poblacional y la pérdida de competitividad por elevada

regulación, costes laborales y energéticos altos. La Comisión Europea tiene importantes expectativas en el plan de rearmamento como una vía para el estímulo económico, pero por ahora es un tema en el que no hay una visión uniforme ni entre los Estados miembros ni dentro de estos.

### 1.2.3 España

#### La economía española sigue destacando en el contexto europeo.

En el primer trimestre de 2025, la economía española creció un 2,8% a/a, un 0,6% t/t; una fortaleza que contrasta con las tres mayores economías de la Eurozona que apenas crecen. El consumo privado aumentó un 3,4%, el consumo público creció un 3,1%, y la inversión un 4,1%. Asimismo, las exportaciones crecieron un 2,1% y las importaciones aumentaron un 3,6%. Los datos de junio del índice de gestores de compras (PMI) sitúan al compuesto en 52,1 puntos, al manufacturero en 51,4 y al de servicios en 51,9.

Las ventas minoristas crecieron un 4,5% en mayo, en tanto que la producción industrial, aunque con oscilaciones, está relativamente estable desde 2021 (al contrario de Alemania donde está en contracción). Asimismo, el índice de indicadores adelantados de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) está en territorio de expansión (100,2), con una mínima desaceleración en los últimos meses. La confianza del consumidor se sigue recuperando, pero continúa sin alcanzar

#### España

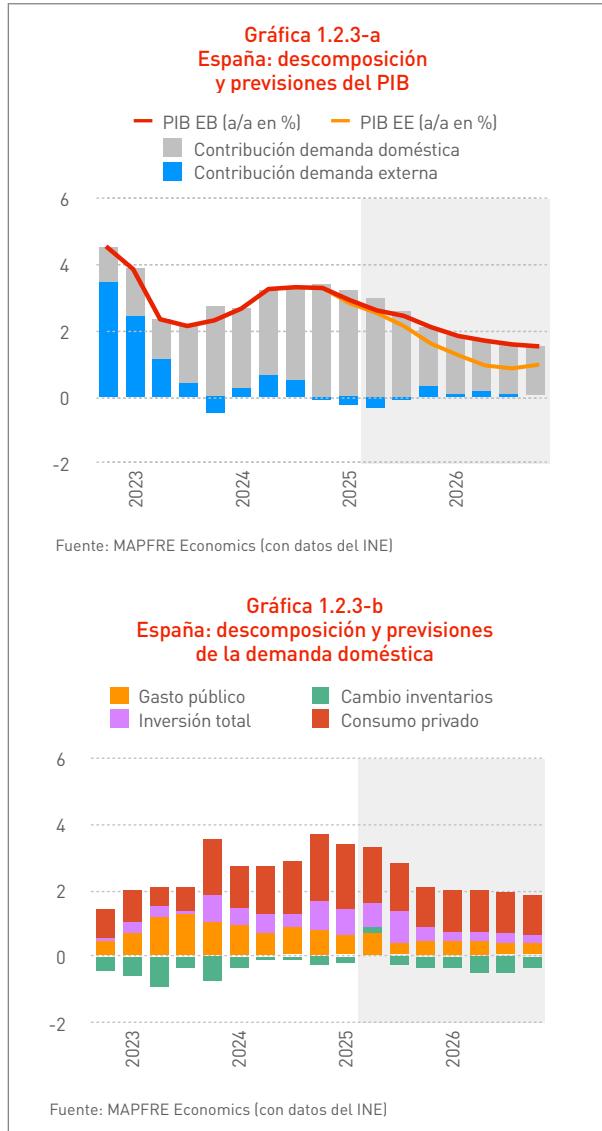
- **El consumo privado y la inversión se mantienen fuertes.**
- **La inflación se ha beneficiado de la bajada de los combustibles, pero hay tensión de precios en coste de la vivienda, alimentación, hoteles y restauración.**
- **Notable resiliencia económica; los riesgos vienen dados por el contexto externo.**
- **La previsión de crecimiento del PIB español se sitúa en el 2,5% para 2025.**

**Tabla 1.2.3**  
España: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-10,9	6,7	6,2	2,7	3,1	2,5	1,7	2,3	1,0
Contribución de la demanda doméstica	-8,7	6,9	4,0	1,8	2,8	2,6	1,6	2,6	1,1
Contribución de la demanda externa	-2,2	-0,3	2,2	0,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,1
Contribución del consumo privado	-6,9	4,0	2,7	1,0	1,6	1,6	1,3	1,5	1,1
Contribución de la inversión total	-1,8	0,5	0,6	0,4	0,6	0,7	0,3	0,7	0,0
Contribución del gasto público	0,7	0,8	0,1	1,0	0,8	0,5	0,4	0,5	0,4
Consumo privado (% a/a)	-12,1	7,1	4,8	1,8	2,9	2,9	2,3	2,8	2,0
Gasto público (% a/a)	3,5	3,6	0,6	5,2	4,1	2,6	2,1	2,6	2,1
Inversión total (% a/a)	-8,9	2,6	3,3	2,1	3,0	3,8	1,4	3,6	0,0
Exportaciones (% a/a)	-20,1	13,4	14,3	2,8	3,1	1,5	1,5	1,3	-0,2
Importaciones (% a/a)	-15,2	15,0	7,7	0,3	2,4	2,4	1,3	2,3	0,1
Tasa de paro (%, último trimestre)	16,1	13,4	13,0	11,8	10,6	10,8	10,8	11,0	11,3
Inflación (% a/a, media)	-0,3	3,1	8,4	3,5	2,8	2,3	1,8	2,4	1,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,7	5,8	6,6	3,3	2,4	2,2	2,0	2,2	1,7
Balance fiscal (% PIB)	-9,9	-6,7	-4,6	-3,5	-3,2	-3,0	-3,0	-3,1	-3,2
Balance fiscal primario (% PIB)	-7,6	-4,4	-2,2	-1,1	-0,7	-0,6	-0,4	-0,6	-0,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,8	0,8	0,3	2,7	3,0	2,5	2,7	2,6	2,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	1,75	1,75	1,75	1,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,71	1,55	2,07	1,43	1,52
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,06	0,60	3,66	3,00	3,07	3,39	3,68	3,55	3,57
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,14	1,14	1,19	1,18
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-1,0	0,2	0,8	-1,9	-0,6	1,1	2,1	1,1	2,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,9	2,4	0,8	-0,2	0,7	-4,9	3,7	-5,1	1,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,9	5,9	-1,6	-0,1	-4,0	-0,3	3,5	-0,2	3,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	17,8	14,3	9,0	12,0	13,6	13,2	13,2	13,3	13,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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



los niveles de 2019. Considerando los anteriores elementos, se prevé que el PIB español crezca al 2,5% en 2025, con una desaceleración en 2026 que lo situaría en torno al 1,7% (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b). Por otra parte, la inflación en España, en junio, fue del 2,2% a/a, con la subyacente también en 2,2%, beneficiándose del coste del transporte. Por componentes, la vivienda y energía han subido un 4,2%, los hoteles y restaurantes 4,1%, y el sector de transporte ha bajado un -0,8%.

La economía española ha demostrado una notable resiliencia ante la desaceleración europea, así como ante los costes energéticos altos y las condiciones financieras que hasta hace unos meses eran estrictas. El sólido desempeño de las exportaciones de servicios (entrada de 93,8 millones de turistas con un incremento del 10,1%) y el consumo (sólido comparado con otros países de la Unión Europea) han sido los principales impulsores del crecimiento. El sólido desempeño económico y del mercado laboral, junto con la reducción de la deuda, han puesto la economía española en una situación comparativamente más solvente, lo que se refleja en el rendimiento de los bonos, que ahora están más bajos que los de Francia. Los riesgos para el crecimiento a corto plazo podrían venir por el lado de las exportaciones, tanto por la desaceleración de los socios europeos como por la guerra arancelaria de Estados Unidos, aunque la exposición de España a las exportaciones hacia este país es relativamente limitada. Asimismo, el nivel de deuda del gobierno ha estado reduciéndose desde 2023 y no es preocupación a corto plazo. Los riesgos a medio plazo están relacionados con una posible afectación del crecimiento por el envejecimiento poblacional o la disponibilidad de mano de obra de mayor valor añadido.

#### 1.2.4 Alemania

##### Economía en estancamiento después de dos años de contracción.

En el primer trimestre de 2025, la economía alemana se quedó estancada, con un 0,0% (a/a) ajustada de estacionalidad y un -0,2% no ajustada.

Por componentes, el consumo privado aumentó un 1,2% (a/a), el consumo público creció un 2,6%, la inversión creció un 1,7%, las exportaciones se contrajeron un -1,1% y las importaciones crecieron un 2,5%. Los últimos PMIs de junio sitúan el compuesto en 50,4 puntos, el manufacturero en 49,0, aún en zona de contracción, y el de servicios en 49,7. Las ventas minoristas aumentaron un 3,6% en mayo, y la producción industrial recuperó un 1,2%, aparentando querer romper la tendencia de caída iniciada en 2017. Por su parte, la confianza del consumidor del GfK, se situó en -20,3, y sigue muy por debajo de los niveles de 2019. En este entorno, se prevé un crecimiento del PIB de apenas el 0,2% en 2025, y con un repunte al 0,9% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b). Por su parte, la inflación en junio se ha situado en el 2,0% (2,1% en mayo) y en el 2,5% la inflación sin energía. Por componentes, la alimentación, transporte y energía crecieron un 2,7%, 1,6% y -2,8%, respectivamente (combustibles, un -8,2%). La caída de los precios de la energía para el hogar y en carburantes benefició la inflación general.

La economía alemana se contrajo en 2023 y 2024, y en 2025 todo indica a que seguirá prácticamente estancada. El desmantelamiento de las centrales nucleares, la última en abril de 2023, y el gradual cierre de plantas a carbón, ha pasado factura al precio de la energía eléctrica. A esto hay que añadir la subida del precio del gas, tras las explosiones en el gasoducto Nordstream 2. Ello ha influido en la pérdida de competitividad de las exportaciones alemanas, las cuales son intensivas

#### Alemania

- La producción industrial alemana está en declive desde 2017.
- La imposición de aranceles por parte de Estados Unidos causa incertidumbre para 2025.
- Hay una apuesta por la inversión en infraestructuras y defensa .
- Se prevé que el PIB alemán crezca 0,2% en 2025.

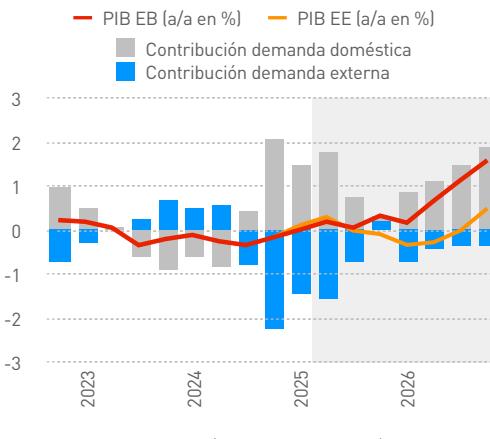
**Tabla 1.2.4**  
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-4,5	3,6	1,4	-0,1	-0,2	0,2	0,9	0,1	0,0
Contribución de la demanda doméstica	-3,3	2,8	2,7	-0,2	0,3	1,0	1,3	1,0	0,4
Contribución de la demanda externa	-1,2	0,8	-1,2	0,2	-0,5	-0,9	-0,4	-1,0	-0,4
Contribución del consumo privado	-3,7	1,1	2,8	-0,1	0,1	0,6	0,7	0,6	0,5
Contribución de la inversión total	-0,8	0,1	0,0	-0,1	-0,5	0,1	0,3	0,0	-0,2
Contribución del gasto público	1,0	0,8	0,0	0,0	0,7	0,3	0,4	0,3	0,1
Consumo privado (% a/a)	-7,0	2,3	5,6	-0,2	0,2	1,1	1,4	1,1	1,1
Gasto público (% a/a)	4,9	3,4	0,1	-0,1	3,2	1,2	1,8	1,2	1,8
Inversión total (% a/a)	-3,8	0,5	0,0	-0,7	-2,5	0,4	1,3	0,2	-0,9
Exportaciones (% a/a)	-10,3	9,8	3,2	0,2	-1,7	-1,2	-0,5	-1,5	-2,8
Importaciones (% a/a)	-8,7	8,9	7,1	-0,3	-0,6	1,0	0,7	1,0	-0,9
Tasa de paro (%, último trimestre)	6,1	5,2	5,5	5,8	6,1	6,3	5,8	6,4	6,2
Inflación (% a/a, media)	0,6	3,1	6,9	5,9	2,3	2,1	1,8	2,2	1,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,1	4,7	8,6	3,5	2,3	1,9	1,8	1,9	1,5
Balance fiscal (% PIB)	-4,4	-3,2	-2,2	-2,5	-2,7	-2,3	-2,7	-2,3	-3,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-3,7	-2,6	-1,4	-1,6	-1,7	-1,2	-1,5	-1,2	-1,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	6,3	7,0	3,9	5,6	5,7	5,5	5,1	5,5	4,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	1,75	1,75	1,75	1,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,71	1,55	2,07	1,43	1,52
Tipo de interés a 10 años (final período)	-0,58	-0,18	2,57	2,03	2,36	2,73	2,91	2,69	2,70
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,14	1,14	1,19	1,18
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	3,7	5,2	5,0	1,9	0,5	1,6	5,1	1,6	5,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,2	5,2	9,3	4,4	2,1	3,5	4,8	3,5	4,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	10,1	10,0	12,7	6,3	9,3	-2,1	2,4	-2,0	2,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	16,1	14,3	10,4	10,4	11,3	10,8	11,2	10,8	11,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

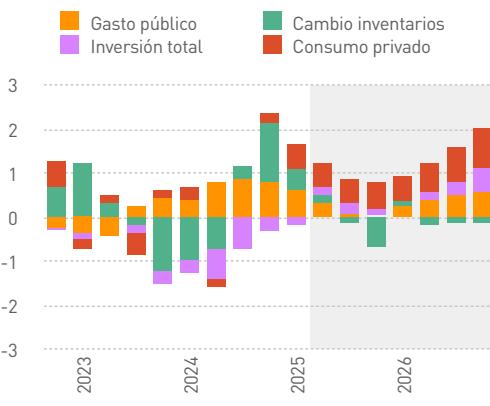
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de DESTATIS)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de DESTATIS)

en energía (como la química y la fabricación automóvil). En el caso de la industria del automóvil, debe añadirse el efecto sobre la competitividad de las marcas chinas. Los riesgos de corto plazo son elevados, especialmente ante la incertidumbre de aplicación de aranceles por parte de Estados Unidos a la Unión Europea, siendo Alemania un importante exportador de automóviles. El gobierno pretende reactivar la economía mediante la inversión en infraestructura y en armamento. A corto y medio plazo, los principales riesgos para la economía alemana son la desindustrialización por relocalización de industrias a países con energía y mano de obra más barata, y el envejecimiento poblacional que quitará potencial de crecimiento en el medio plazo.

### 1.2.5 Italia

#### La economía crece poco, en parte impulsada por los fondos de recuperación.

En el primer trimestre de 2025, la economía italiana creció un 0,7% a/a y un 0,3 t/t. El consumo privado aumentó un 0,6% a/a y el público un 0,7% a/a, en tanto que la inversión crece un 1,4% ayudada por los Fondos de Recuperación y Resiliencia, las exportaciones 0,8% y las importaciones 4,3%. Los PMI de junio sitúan el compuesto en 51,1 puntos, el manufacturero empeora a 48,4 y el de servicios a 52,1. Las ventas minoristas decrecieron un -0,4% en mayo, con una caída del -1,1% en alimentación y sin cambio en

#### Italia

- Los fondos de recuperación y resiliencia, claves en mantener la economía creciendo.
- La menor inflación debe leerse en el contexto de hogares que han reducido su gasto en alimentación.
- El elevado nivel de deuda es un riesgo, aunque el déficit mejoró significativamente.
- Se prevé que el PIB italiano se incremente 0,5% en 2025 y 0,7% en 2026.

otras ventas al por menor. La producción industrial decreció un -0,7%, y el índice de indicadores adelantados se ha estabilizado en el entorno de 100. En este contexto, la previsión de crecimiento del PIB italiano se sitúa en 0,5% en 2025 y 0,7% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b). La inflación acumulada desde 2019 ha sido del 19%. En junio, se situó en 1,7% a/a, con la subyacente en el 2,1%. Las componentes de alimentación, transporte y energía crecieron un 3,7%, -0,9% y 0,6%, respectivamente.

La economía italiana crece modestamente y, en parte, con la ayuda de los fondos de recuperación de la Unión Europea. El empleo aumentó junto con la actividad real, y las condiciones financieras se han relajado un poco, pero siguen siendo estrictas. Se prevé que la inversión siga creciendo bajo el Plan de Recuperación y Resiliencia (PRR) financiado por la Unión Europea. Con independencia de lo anterior, Italia sigue necesitando ajustes estructurales para moderar los riesgos de la alta deuda pública, que alcanzó 135% del PIB en 2024. El rendimiento de los bonos italianos se ha moderado, hasta el 3,50%, después de haber alcanzado el 4,0% en marzo. El déficit presupuestario se ha moderado significativamente en 2024, desde el -7,2% de 2023 al 3,5% de 2024, y se espera que siga mejorando. Para seguir creciendo y apartar los temores de una crisis de deuda, la economía necesita aumentar la productividad, una ejecución completa y oportuna del PRR, con un plan de seguimiento de inversiones públicas críticas en infraestructura y, en general, una mejora del clima empresarial.

### 1.2.6 Francia

#### La rentabilidad de los bonos franceses revela preocupación por la situación fiscal.

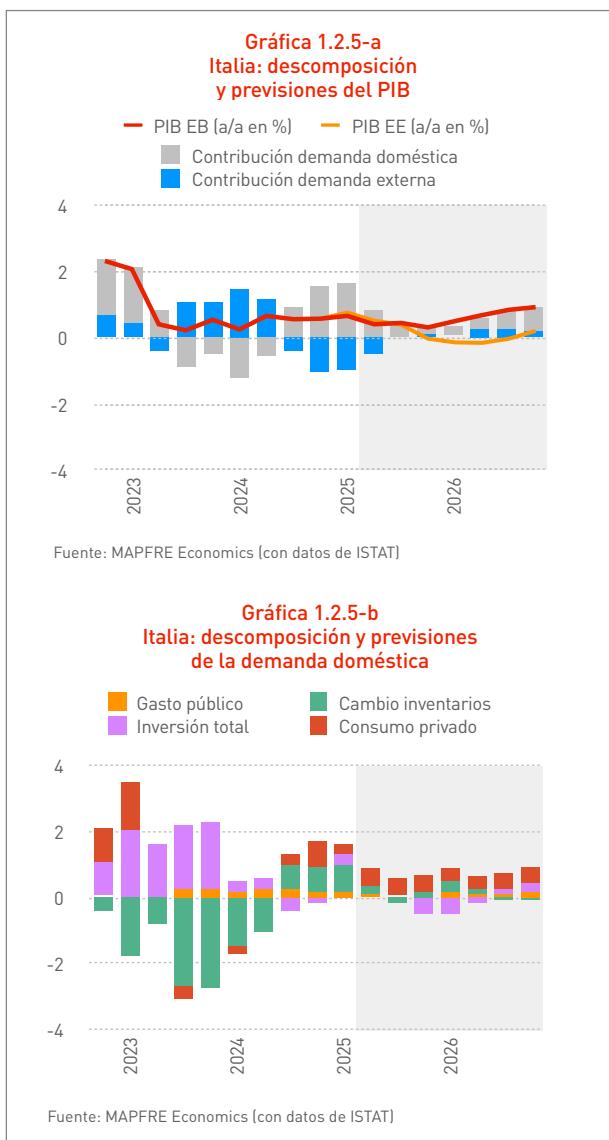
La economía francesa creció en el primer trimestre del año un 0,6% a/a y un modesto 0,1% t/t. El consumo privado aumentó un 0,7% (a/a), mientras que el consumo público creció un 1,2%. La inversión mostró una

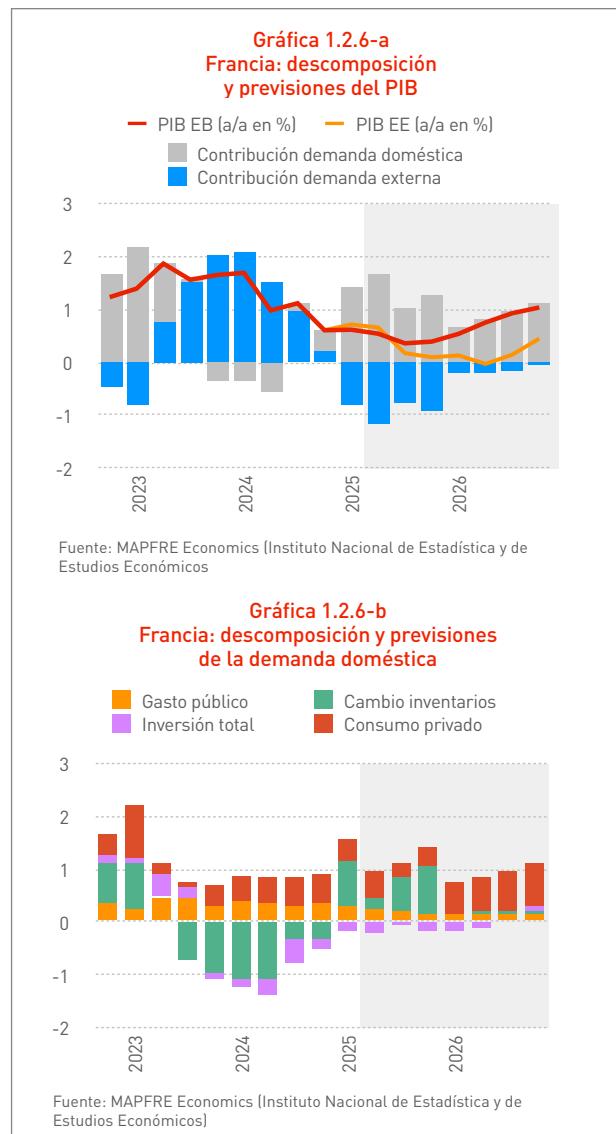
**Tabla 1.2.5**  
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB [% a/a]	-9,0	8,8	5,0	0,8	0,5	0,5	0,7	0,4	0,0
Contribución de la demanda doméstica	-8,0	8,8	5,4	0,3	0,2	0,8	0,5	0,7	0,1
Contribución de la demanda externa	-1,0	0,0	-0,5	0,5	0,3	-0,3	0,2	-0,3	-0,1
Contribución del consumo privado	-6,2	3,4	3,0	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,2
Contribución de la inversión total	-1,3	3,9	1,6	1,9	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Contribución del gasto público	0,1	0,5	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	-10,6	5,8	5,3	0,4	0,4	0,8	0,7	0,9	0,7
Gasto público (% a/a)	0,3	2,3	0,8	0,6	1,1	0,4	0,7	0,4	0,7
Inversión total (% a/a)	-7,3	21,5	7,7	9,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-3,6
Exportaciones (% a/a)	-14,4	14,2	10,6	0,5	-0,3	1,5	1,2	1,1	-1,2
Importaciones (% a/a)	-13,0	16,0	13,6	-1,3	-1,5	2,8	0,7	2,7	-0,5
Tasa de paro (%), último trimestre	9,8	9,0	7,9	7,5	6,1	6,4	6,3	6,5	6,6
Inflación (% a/a, media)	-0,1	1,9	8,2	5,6	1,0	1,8	1,7	1,9	1,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,2	3,5	11,7	1,0	1,2	1,9	1,7	1,6	1,5
Balance fiscal (% PIB)	-9,4	-8,9	-8,1	-7,2	-3,5	-3,3	-3,1	-3,3	-3,5
Balance fiscal primario (% PIB)	-6,0	-5,5	-4,0	-3,6	0,5	0,8	1,0	0,8	0,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,8	2,1	-1,7	0,1	1,2	1,6	1,9	1,6	1,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	1,75	1,75	1,75	1,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,71	1,55	2,07	1,43	1,52
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,52	1,19	4,72	3,69	3,52	3,83	4,18	4,00	4,09
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,14	1,14	1,19	1,18
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,2	3,0	3,4	0,2	-0,5	1,5	2,3	1,5	2,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,8	1,1	2,9	-2,2	-2,8	0,9	3,5	0,6	0,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-10,3	22,7	19,6	3,5	-8,3	-1,2	8,0	-1,4	6,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	17,5	15,5	11,0	10,8	11,3	11,1	11,3	11,2	11,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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





**Tabla 1.2.6**  
Francia: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-7,6	6,8	2,8	1,6	1,1	0,5	0,8	0,4	0,2
Contribución de la demanda doméstica	-6,3	6,1	2,9	0,7	-0,1	1,3	0,9	1,3	0,3
Contribución de la demanda externa	-1,3	0,7	-0,1	0,9	1,2	-0,9	-0,1	-1,0	-0,1
Contribución del consumo privado	-3,5	2,8	1,7	0,4	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4
Contribución de la inversión total	-1,4	2,2	-0,1	0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,2	-0,3
Contribución del gasto público	-1,1	1,7	0,7	0,4	0,4	0,2	0,1	0,2	0,1
Consumo privado (% a/a)	-6,5	5,3	3,3	0,8	1,0	0,7	1,3	0,7	1,1
Gasto público (% a/a)	-4,4	6,6	2,7	1,5	1,4	0,9	0,5	0,9	0,5
Inversión total (% a/a)	-6,2	9,6	-0,2	0,7	-1,3	-0,6	-0,2	-0,8	-1,8
Exportaciones (% a/a)	-16,9	11,0	9,3	2,8	2,4	-0,9	1,0	-1,2	-1,0
Importaciones (% a/a)	-12,5	8,0	9,3	0,1	-1,3	1,9	1,4	1,8	0,2
Tasa de paro (%, último trimestre)	7,8	7,2	6,9	7,3	7,1	7,8	7,9	7,9	8,2
Inflación (% a/a, media)	0,5	1,6	5,2	4,9	2,0	1,0	1,7	1,1	1,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	2,7	6,1	3,7	1,3	1,5	1,8	1,5	1,4
Balance fiscal (% PIB)	-8,9	-6,6	-4,8	-5,4	-5,8	-5,5	-5,5	-5,5	-5,7
Balance fiscal primario (% PIB)	-7,7	-5,2	-2,8	-3,5	-3,7	-3,2	-2,9	-3,2	-3,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,0	0,3	-1,1	-1,0	0,4	-0,1	0,2	-0,1	0,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	1,75	1,75	1,75	1,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,71	1,55	2,07	1,43	1,52
Tipo de interés a 10 años (final período)	-0,33	0,10	3,02	2,54	3,21	3,49	3,63	3,71	3,56
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,14	1,14	1,19	1,18
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	4,9	5,4	5,5	2,6	0,0	3,6	3,1	3,6	3,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	7,5	3,3	7,5	4,5	2,9	5,3	4,1	5,3	4,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,0	17,0	16,7	2,9	12,3	2,3	3,2	2,4	3,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp.)	16,7	15,2	12,8	13,0	14,3	14,2	12,9	14,2	12,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Nacional de Estadística y de Estudios Económicos)  
 Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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

caída del -0,6%, las exportaciones decrecieron un -0,4% y las importaciones crecieron un 2,1%. Los PMI de junio situaron el compuesto en 49,2 puntos, el manufacturero bajó a 48,1 y el de servicios subió a 49,6. Las ventas minoristas están en ascenso gradual desde 2023, y la producción industrial disminuyó un -0,9% en mayo. La confianza del consumidor está en caída y por debajo de 100 desde 2021 (100= media de largo plazo). Considerando los anteriores elementos, la previsión de crecimiento del PIB francés es del 0,5% en 2025, con una ligera aceleración en 2026 que lo ubicaría en torno al 0,8% (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b). La inflación acumulada en Francia desde 2019 alcanzó el 15%. En junio, fue del 0,9% frente al 0,7% de mayo, en gran parte gracias a la disminución de los precios regulados de la electricidad (-14%). Se espera que la inflación se mantenga estable en 2025, debido a la reciente caída de los precios de los productos energéticos.

A nivel de riesgos, los elevados déficits de las administraciones públicas, que se prevé en el -5,6% del PIB en 2025 y el -5,3% en 2026, generan la acumulación de deuda pública. El aumento del déficit se debió a que los ingresos fiscales crecieron muy por debajo de la actividad económica, principalmente por el déficit de los impuestos de sociedades y la indexación de las prestaciones sociales (pensiones) a la inflación de 2023 y el elevado crecimiento del consumo público y la inversión de las administraciones locales. A su vez, los pagos de intereses de la deuda pública aumentaron un 0,2% del PIB. La ley presupuestaria para 2025,

### Francia

- Francia tiene un déficit fiscal estructural y requiere reformas.
- Los altos niveles de gasto social y de impuestos hacen difícil la consolidación fiscal.
- A medio plazo, el envejecimiento poblacional es un desafío para el crecimiento económico.
- La previsión de crecimiento del PIB francés se ubica en torno al 0,5% en 2025.

que finalmente se adoptó en febrero, incorpora importantes medidas de ajuste fiscal destinadas a frenar la dinámica del gasto público y recaudar ingresos adicionales. La deuda pública, tras subir hasta el 113% del PIB en 2024, deberá seguir aumentando hasta el 116,0% en 2025 y hasta el 118,4% en 2026; niveles que, de no corregirse, pueden alarmar a los mercados bajo la forma de rendimientos de los bonos cada vez más elevados.

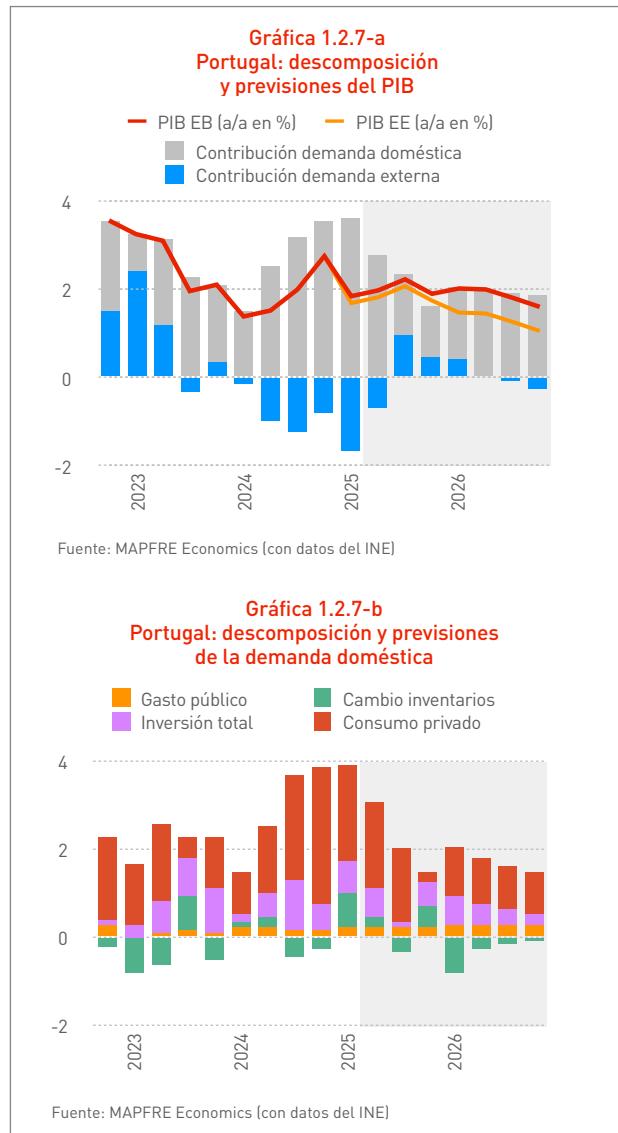
### 1.2.7 Portugal

#### La reducción de la deuda soberana, todo un logro.

El PIB de Portugal creció un 1,6% a/a, se contrajo un -0,5% t/t en primer trimestre de 2025. Por componentes, el consumo de los hogares creció 3,4% y el del gobierno un 1,3%; las exportaciones aumentaban un 1,5%, mientras que las importaciones crecían al 5,7%. La inversión creció un 6,0% a/a, impulsada por la construcción, maquinaria y activos intangibles (ayudas del fondo de recuperación y resiliencia, fondo de comercio en compra de empresas, posiblemente). La encuesta de sentimiento económico de mayo del Instituto de Estadística muestra una situación positiva, gracias al dinamismo económico que se registra. La confianza del consumidor (del INE), rebota, pero se mantiene en negativo (-16); a pesar de ello, ha mejorado mucho desde el punto bajo de 2022. La producción industrial está estable, y las ventas al por menor

### Portugal

- El crecimiento económico se está asentando gracias al pleno empleo, la inmigración y la inversión extranjera.
- La reducción de la deuda gubernamental es una muestra de disciplina.
- Portugal ha conseguido superávit fiscal dos años seguidos .
- La previsión de crecimiento del PIB portugués se sitúa en el 2,0% en 2025 y 1,9% en 2026.



**Tabla 1.2.7**  
Portugal: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-8,2	5,6	7,0	2,6	1,9	2,0	1,9	1,8	1,3
Contribución de la demanda doméstica	-5,2	6,0	4,9	1,7	2,7	2,2	1,8	2,0	1,2
Contribución de la demanda externa	-3,1	-0,4	2,1	0,9	-0,8	-0,2	0,0	-0,2	0,0
Contribución del consumo privado	-4,2	3,1	3,5	1,2	2,0	1,5	1,0	1,4	0,7
Contribución de la inversión total	-0,4	1,6	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,2
Contribución del gasto público	0,1	0,7	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3
Consumo privado (% a/a)	-6,8	4,9	5,6	1,9	3,2	3,1	1,6	2,9	1,1
Gasto público (% a/a)	0,4	3,8	1,7	0,6	1,1	1,4	1,6	1,4	1,6
Inversión total (% a/a)	-2,3	7,8	3,3	3,6	3,1	2,7	2,3	2,4	0,9
Exportaciones (% a/a)	-18,3	12,0	17,2	3,8	3,3	1,7	1,7	1,5	0,8
Importaciones (% a/a)	-11,6	12,3	11,3	1,8	5,0	2,1	1,6	1,9	0,7
Tasa de paro (%, último trimestre)	7,3	6,3	6,5	6,5	6,5	6,2	6,1	6,4	6,6
Inflación (% a/a, media)	0,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1	2,1	2,2	1,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,1	2,4	9,9	1,7	2,6	2,1	2,0	1,8	1,7
Balance fiscal (% PIB)	-5,8	-2,8	-0,3	1,2	0,7	0,4	-0,2	0,4	-0,4
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,9	-0,5	1,6	3,3	2,8	2,6	2,0	2,6	1,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,7	-0,7	-2,0	0,6	2,2	1,0	1,1	1,0	1,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	1,75	1,75	1,75	1,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,71	1,55	2,07	1,43	1,52
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,06	0,49	3,59	2,80	2,85	3,21	3,45	3,32	3,34
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,14	1,14	1,19	1,18
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,8	3,1	4,0	0,0	1,7	6,8	7,2	6,8	7,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,2	1,3	0,8	-1,8	-2,9	1,2	3,8	1,0	1,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-13,0	-1,9	5,3	-5,2	-5,3	8,2	12,3	8,1	11,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	12,1	11,0	7,3	8,3	12,2	13,0	12,6	13,0	12,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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

sugieren que la economía portuguesa debería seguir resiliente en los próximos trimestres. En este entorno, se prevé un crecimiento del PIB de Portugal del 2,0% en 2025, y del 1,9% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b). La inflación acumulada desde 2019 ha alcanzado un 20%. En junio, ha repuntado ligeramente al 2,4%, y en mayo se situó en 2,3%. Sin embargo, si se mira la inflación acumulada, esta es particularmente alta en hoteles y restaurantes donde el crecimiento acumulado de los precios en 5 años alcanza el 35%, alimentación el 35% y alojamiento el 27,0%.

Portugal logró una mejora en sus indicadores macroeconómicos gracias al sector servicios, turismo en particular, y la inmigración. El empleo alcanzó un máximo histórico del 64,1%, en 2024, en el rango de edad de 16-74 años. La confianza del consumidor se ha recuperado en los últimos 3 años, y el crecimiento superó la media de la zona euro. La inflación se desaceleró rápidamente, y la posición fiscal mejoró sustancialmente, logrando un amplio superávit en 2023 y una significativa reducción de la deuda pública en 42 puntos porcentuales del PIB desde 2020, hasta el 95% del PIB. La posición exterior se fortaleció, impulsada por el vigor de las exportaciones, incluido el turismo, los fondos de la Unión Europea y, más recientemente, la mejora de la relación de intercambio. Los indicadores de estabilidad financiera mejoraron igualmente, reflejando una reducción de los riesgos sistémicos. No obstante, el escaso crecimiento de la productividad, el envejecimiento de la población y el bajo nivel de inversión siguen siendo los principales obstáculos a un mayor crecimiento a medio plazo.

## 1.2.8 Reino Unido

### Finanzas públicas bajo tensión.

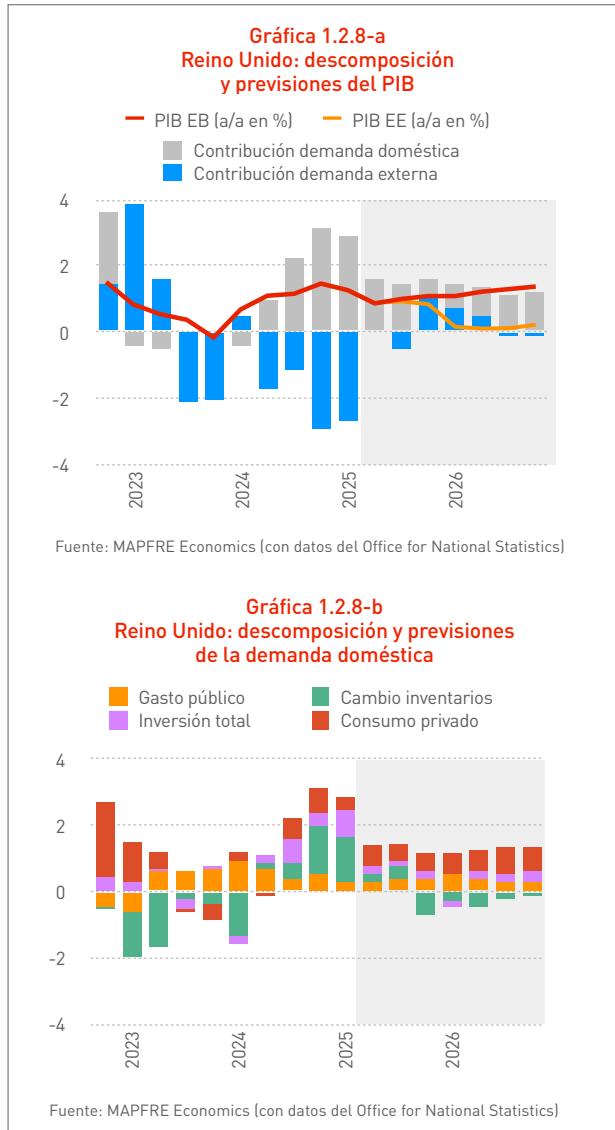
En el primer trimestre de 2025, la economía del Reino Unido creció un 1,3% a/a y un 0,7% t/t, sorprendiendo positivamente. El consumo privado

reduce su dinamismo, 0,7% (a/a), mientras que el consumo público creció un 1,3%. La inversión fija es la que mantiene buen impulso, con un 4,4%, en tanto que las exportaciones disminuyeron un -0,3% y las importaciones crecieron un 7,6%. Los últimos datos de PMI de junio ubican el compuesto en 52,0 puntos, el manufacturero en 47,7 y el de servicios en 52,8. Las ventas minoristas decrecieron un -1,3% en mayo, y la producción industrial disminuyó un -0,3% interanual en abril. La confianza del consumidor se situó en junio en -18. De esta forma, la previsión de crecimiento del PIB en 2025 se sitúa en el 1,1% y en el 1,2% para 2026 (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

Por otra parte, la inflación de mayo fue del 3,4% con la subyacente en 3,7%. Analizada por componentes, la alimentación creció un 4,4%, transporte un 0,7%, mientras que los combustibles líquidos han bajado un -19,5%. En la última reunión de junio, el Banco de Inglaterra decidió mantener los tipos de interés en el 4,25%. El banco dijo que la inflación se mantiene por encima del objetivo del 2%, pero ha ido bajando. Espera que la inflación aumente temporalmente antes de volver a caer hasta el objetivo y estudiará cuidadosamente en qué medida y cuándo recortar más los tipos de interés, garantizando que la inflación se mantenga baja y estable.

### Reino Unido

- Los rendimientos de los bonos británicos reflejan la preocupación por las finanzas públicas.
- El déficit público se situó en el -5,2% del PIB en 2024.
- El Banco de Inglaterra mantiene los tipos de interés en 4,25%.
- La inflación está repuntando, quitando margen al banco central para seguir bajando tipos de interés.
- La previsión de crecimiento del PIB para 2025 se ubica en torno al 1,1%.



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

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-10,3	8,6	4,8	0,4	1,1	1,1	1,2	1,0	0,2
Contribución de la demanda doméstica	-11,1	8,5	6,1	-0,2	1,5	1,6	1,0	1,6	0,5
Contribución de la demanda externa	1,8	-0,9	-0,3	0,3	-1,3	-0,6	0,2	-0,6	0,0
Contribución del consumo privado	-8,1	4,2	4,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5	0,5
Contribución de la inversión total	-1,7	1,4	0,9	0,1	0,3	0,4	0,1	0,3	-0,1
Contribución del gasto público	-1,3	2,9	0,1	0,3	0,6	0,3	0,4	0,3	0,4
Consumo privado (% a/a)	-13,0	7,0	7,3	0,5	0,6	0,9	1,2	0,9	0,8
Gasto público (% a/a)	-6,8	14,3	0,6	1,6	3,0	1,5	1,7	1,5	1,7
Inversión total (% a/a)	-9,7	7,6	5,1	0,3	1,5	2,0	0,8	1,9	-0,5
Exportaciones (% a/a)	-11,8	3,2	12,6	-0,4	-1,2	1,0	-0,6	0,8	-2,4
Importaciones (% a/a)	-15,9	5,8	13,0	-1,2	2,7	2,5	-1,1	2,4	-2,2
Tasa de paro (%, último trimestre)	5,3	4,2	3,9	3,9	4,4	4,8	4,9	4,9	5,3
Inflación (% a/a, media)	0,9	2,6	9,1	7,3	2,5	3,1	2,3	3,2	2,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,6	4,9	10,8	4,2	2,5	3,1	2,1	3,3	2,1
Balance fiscal (% PIB)	-13,0	-7,1	-4,3	-5,2	-5,1	-4,3	-3,6	-4,2	-3,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-11,1	-5,0	0,1	-1,4	-1,6	-0,6	0,1	-0,5	0,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,0	-0,4	-2,3	-3,5	-2,6	-3,1	-2,9	-3,1	-2,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,25	3,50	5,25	4,75	3,75	3,25	3,75	2,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,03	0,26	3,87	5,32	4,71	3,71	3,10	3,70	2,73
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,20	0,97	3,67	3,54	4,57	4,55	4,06	4,54	3,91
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,36	1,35	1,20	1,27	1,25	1,35	1,35	1,38	1,38
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,11	1,19	1,13	1,15	1,21	1,19	1,19	1,16	1,17
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,5	3,2	3,0	2,6	2,2	3,0	2,9	3,0	2,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	10,2	0,5	1,1	3,5	-2,4	4,3	3,8	4,3	3,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	11,7	-1,5	10,6	2,1	6,7	1,5	4,4	1,5	4,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp.)	16,8	12,8	6,1	7,4	10,1	10,1	9,5	10,1	9,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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

La imposición de aranceles y la mayor incertidumbre sobre las políticas comerciales han introducido una nueva fuente de riesgo para la economía mundial. El impacto en Reino Unido no está claro, ya que puede tener un efecto deflacionario de la reorientación de las exportaciones chinas hacia Europa. De esta forma, puede que resulte más desinflacionista que inflacionista. A nivel de cuentas públicas, el principal reto a medio plazo para la política fiscal será responder a las necesidades de gasto público, y estabilizar la deuda pública. En falta de un impulso sustancial del crecimiento, la estabilización de la deuda pública requerirá difíciles decisiones en materia de impuestos y gastos.

### 1.2.9 Japón

#### El rendimiento de los bonos japoneses está en su cuarto año de aumentos.

La economía de Japón creció un 1,7% a/a (no ajustado de estacionalidad) en el primer trimestre del año. El consumo privado aumentó un 2,4% a/a, beneficiándose del consumo de los turistas, que está con un aumento del 30%. Por su parte, el consumo público creció un 1,0% y la inversión un 3,1%, tanto la residencial como la no-residencial. Las exportaciones aumentaron un 3,8% a/a, una subida improbable si no es debido a la anticipación de exportaciones previa a imposición de aranceles por parte de los Estados Unidos. En junio, el PMI compuesto se situó en 51,5 puntos, el manufacturero en 50,1 y el de servicios en 51,7. Las ventas al por menor

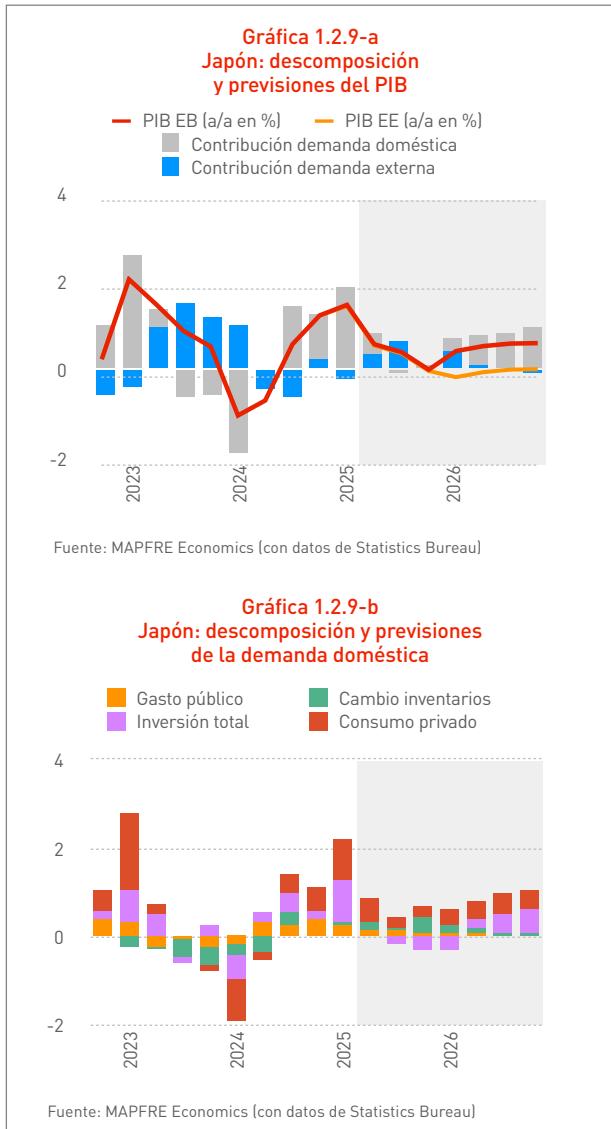
#### Japón

- Los altos rendimientos de los bonos provocan minusvalías en las carteras.
- La financiación pública es más cara y repercute en la financiación privada, las bolsas y la economía.
- La inflación desde hace 3 años dejó de ser despreciable y el banco central deberá seguir subiendo tipos de interés.
- Se prevé que el PIB japonés crezca un 0,8% en 2025.

crecieron un 2,2% en mayo, mientras que la producción industrial decreció un -0,1%. En este contexto, la previsión de crecimiento del PIB de Japón se sitúa en 0,8% en 2025 y 0,7% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Por otra parte, la inflación se situó en 3,5% a nivel nacional, asentándose en niveles bien más altos respecto a la década precedente. Todo indica que, por el aumento de la masa monetaria, ya que no es por la población, que ya está en declive desde 2010. La reducción de la población, mientras subsista, es un factor que perjudicará al crecimiento económico. La inflación subyacente, se situó en el 1,6% (nacional) y 2,1% (Tokyo); los precios que más suben son la alimentación (6,5%), la electricidad (13,5%) y otros combustibles (9,5%). En la reunión de junio, el Banco Central de Japón, decidió subir los tipos de interés en 25 pbs, hasta 0,50%, citando la necesidad de apoyar el crecimiento económico mientras se controla la inflación. Los tipos, con la inflación por encima del 3,0%, siguen siendo profundamente negativos en términos reales. Con las recientes subidas y la intención de seguir aumentándolos, existe un riesgo para los flujos de inversión mundiales, al deshacerse, en parte, el atractivo del *carry trade* (financiación en yenes para invertir en otras partes del mundo). El yen se ha recuperado contra el dólar en lo que va de año, desde los 158 JPY/USD de enero a los 146 JPY/USD actuales, y más recientemente contra el Euro 171 JPY/EUR.

Hay riesgos de que se materialice una desaceleración del crecimiento económico japonés, debido a la ralentización de la economía mundial (guerra de aranceles, bajada de comercio mundial), la debilidad del consumo interno o el endurecimiento de las condiciones financieras en un contexto de elevada deuda pública. Los riesgos al alza para la inflación son el aumento de los precios de los alimentos y la energía, así como un crecimiento salarial mayor de lo previsto. La elevada deuda pública, la subida del rendimiento de los bonos, y las consecuentes minusvalías no realizadas en las carteras de bonos (en fondos de pensiones y aseguradoras), son riesgos no despreciables para la



**Tabla 1.2.9**  
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-4,2	2,8	0,9	1,4	0,2	0,8	0,7	0,7	0,1
Contribución de la demanda doméstica	-3,3	1,8	1,4	0,5	0,2	0,6	0,7	0,5	0,1
Contribución de la demanda externa	-0,9	1,1	-0,5	0,8	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0
Contribución del consumo privado	-2,4	0,4	1,1	0,5	0,0	0,5	0,4	0,4	0,1
Contribución de la inversión total	-0,9	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,1
Contribución del gasto público	0,5	0,7	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0
Consumo privado (% a/a)	-4,5	0,8	2,0	0,9	-0,1	0,9	0,7	0,8	0,4
Gasto público (% a/a)	2,4	3,4	1,4	-0,3	0,9	0,7	0,1	0,7	0,1
Inversión total (% a/a)	-3,7	0,6	-0,5	1,4	0,3	-0,5	-0,4	-0,8	-1,9
Exportaciones (% a/a)	-11,8	12,1	5,6	3,3	1,1	0,7	-1,6	0,5	-2,9
Importaciones (% a/a)	-6,8	5,2	8,3	-0,9	1,0	0,1	-0,6	-0,3	-1,4
Tasa de paro (%, último trimestre)	3,1	2,7	2,5	2,6	2,5	2,4	2,3	2,5	2,7
Inflación (% a/a, media)	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,7	2,8	1,8	2,9	1,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,9	0,5	3,9	2,9	2,9	2,1	1,8	2,2	1,2
Balance fiscal (% PIB)	-9,1	-6,2	-4,2	-3,8	-4,0	-4,5	-4,3	-4,4	-4,4
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,9	3,9	2,0	3,8	4,8	4,8	4,6	4,9	5,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,75	1,00	0,75	0,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,08	0,07	0,06	0,08	0,62	0,91	1,15	0,75	0,49
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,04	0,09	0,45	0,65	1,11	1,53	1,68	1,51	1,48
Tipo de cambio vs USD (final período)	103,54	115,00	132,65	141,91	156,65	152,16	146,15	145,04	141,87
Tipo de cambio vs Euro (final período)	127,05	130,25	141,48	156,81	162,74	173,11	166,93	172,84	167,99
Crédito privado (% a/a, media)	5,5	3,6	2,8	4,4	4,0	1,7	0,1	1,7	-1,3
Crédito familias (% a/a, media)	3,1	3,7	1,8	2,1	2,6	0,4	-0,8	0,4	-0,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	8,2	3,6	2,8	3,4	3,0	-2,5	-0,8	-2,5	-0,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	16,7	7,1	7,7	5,2	9,4	-3,4	-1,9	-3,4	-1,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	11,3	7,2	4,0	3,6	3,3	1,9	2,4	1,9	2,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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

estabilidad financiera. La subida de los rendimientos de bonos en muchos países desarrollados amplía la oferta disponible para los compradores de bonos. En este sentido, Japón ha tenido recientemente una subasta de deuda con débil demanda.

### 1.2.10 Turquía

#### Crecimiento desacelerándose moderadamente.

En el primer trimestre del año, la economía de Turquía creció un 2,7% a/a y un 1,0% t/t. El consumo privado aumentó un 2,0% a/a, mientras que el consumo público creció solo un 0,3% a/a. La inversión creció un 2,0% a/a, impulsada por el sector de la construcción y la recuperación del sector turístico, en tanto que las exportaciones estancaron (0% a/a) y las importaciones crecen (3,0%). En junio, el PMI (índice de gestores de compras) manufacturero se situó en 46,7 puntos, indicando un empeoramiento previsto en la actividad del sector. Las ventas al por menor crecieron un 2,8% a/a en abril, y la producción industrial se expandió un 1,6% a/a. La confianza del consumidor está mejorando y se sitúa en los 85 puntos. En este entorno, se prevé un crecimiento del PIB del 2,8% en 2025, y que acelera hasta el 3,3% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

#### Turquía

- **Las condiciones financieras más estrictas están pesando sobre la demanda interna.**
- **La inflación se modera y se sitúa en niveles de 35%.**
- **El banco central mantiene los tipos de interés en 46,00%.**
- **La previsión de crecimiento del PIB de Turquía se sitúa en el entorno del 2,8%.**

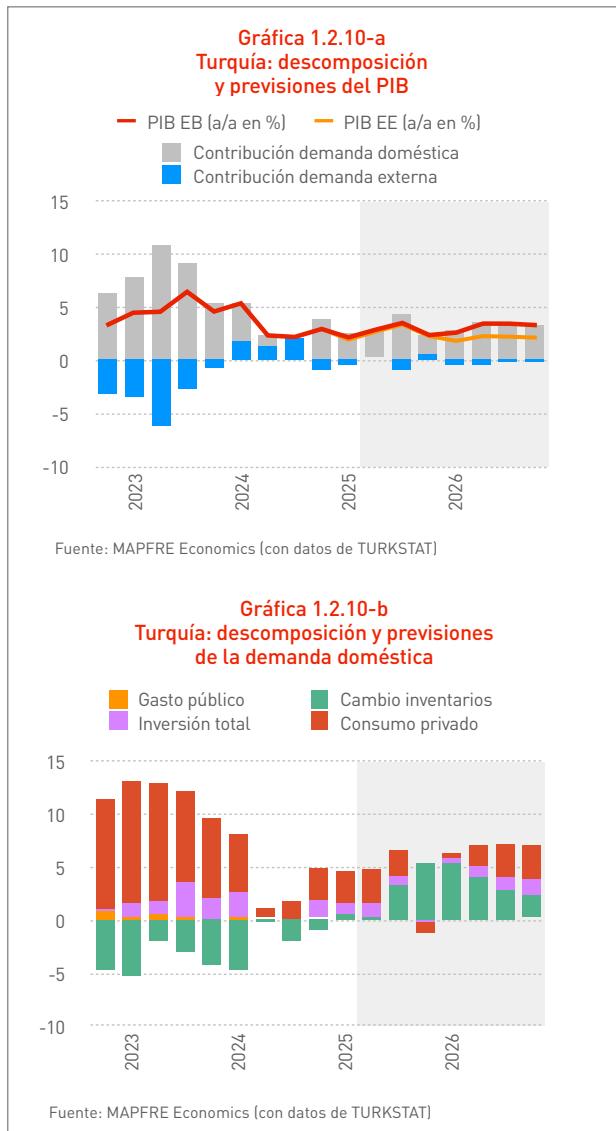
La inflación en Turquía se modera al 35,1% en junio, con los precios de alimentos (30,0%), y los costes de la vivienda (65,5%) presionando al alza. La inflación subyacente, que excluye los precios de los alimentos frescos y el combustible, se situó en 36,00%. En su reunión de junio, el Banco Central de Turquía mantuvo los tipos de interés hasta el 46,00%. El banco reiteró que fijaría el tipo de interés oficial para mantener la postura restrictiva necesaria para la senda de desinflación prevista, teniendo en cuenta tanto la inflación real como la esperada.

Las políticas económicas de los últimos dos años han reducido sustancialmente los riesgos de crisis para la economía turca. El endurecimiento de las condiciones financieras está pesando sobre la demanda interna y la inflación ha bajado. La confianza del mercado ha mejorado, y los inversores se han dirigido a instrumentos en moneda local, mientras que la bajada de los precios de las materias primas, el dinamismo de las exportaciones y la reducción de las importaciones de oro han reforzado la balanza por cuenta corriente aumentando las reservas internacionales. Las calificaciones soberanas de Turquía han mejorado y las primas de riesgo país se han reducido a la mitad. Aunque las expectativas de inflación siguen siendo elevadas, sugieren una política monetaria que aún parece insuficientemente restrictiva para alcanzar la inflación objetivo.

### 1.2.11 México

#### Economía en senda de desaceleración.

La economía mexicana creció un 0,6% interanual en el primer trimestre del año, y un 0,2% en el trimestre en una senda de previsible desaceleración, incluso antes de la entrada en vigor de los aranceles, y con el consumo y, primordialmente, la inversión debilitándose. Con relación a los indicadores adelantados de actividad, el PMI manufacturero de junio se situó en 46,3 puntos, en zona de contracción. Las ventas minoristas (con

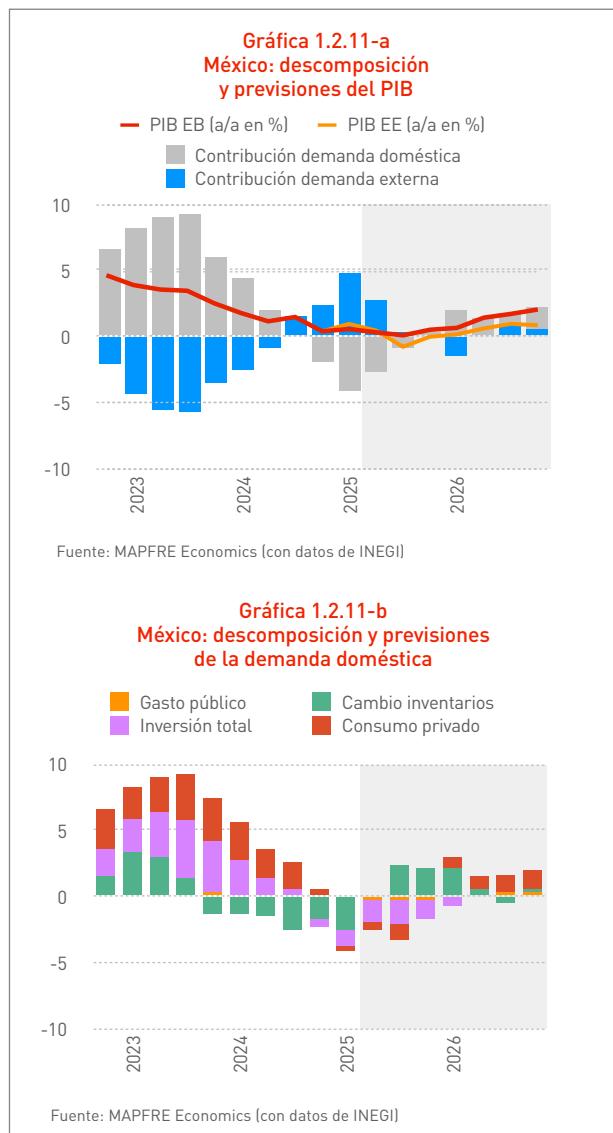


**Tabla 1.2.10**  
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	1,9	11,4	5,5	5,1	3,2	2,8	3,3	2,6	2,2
Contribución de la demanda doméstica	7,0	6,4	4,8	8,2	2,1	2,9	3,4	3,0	2,9
Contribución de la demanda externa	-5,2	5,0	0,7	-3,1	1,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,7
Contribución del consumo privado	1,9	9,2	11,7	9,5	2,7	2,0	2,2	0,3	-0,7
Contribución de la inversión total	1,8	1,9	0,3	2,0	1,0	0,7	1,1	0,2	0,1
Contribución del gasto público	0,3	0,4	0,6	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	3,2	15,4	18,9	13,6	3,7	0,4	0,6	0,4	-1,0
Gasto público (% a/a)	2,2	3,0	4,2	2,4	1,2	1,1	1,0	1,1	1,0
Inversión total (% a/a)	7,3	7,2	1,3	8,4	3,9	0,7	2,3	0,8	0,5
Exportaciones (% a/a)	-14,6	25,1	9,9	-2,8	0,9	1,3	0,4	1,3	0,1
Importaciones (% a/a)	6,8	1,7	8,6	11,8	-4,1	3,1	4,1	3,1	3,4
Tasa de paro (%, último trimestre)	12,9	11,0	10,1	8,6	8,5	9,4	9,4	9,3	9,7
Inflación (% a/a, media)	12,3	19,6	72,3	53,9	58,5	33,0	20,5	34,8	20,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	13,5	25,8	77,4	62,7	46,6	28,4	17,1	30,3	17,1
Balance fiscal (% PIB)	-3,5	-2,8	-0,9	-5,2	-5,2	-3,8	-2,0	-3,8	-2,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,9	-0,3	1,1	-2,7	-2,3	-0,6	0,8	-0,6	0,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,3	-0,8	-5,2	-3,6	-0,8	-2,0	-2,2	-1,9	-1,5
Tipo de interés oficial (final período)	17,00	14,00	9,00	42,50	48,25	35,00	22,00	40,00	25,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	17,25	16,32	10,35	44,97	51,50	35,14	24,43	35,47	23,80
Tipo de interés a 10 años (final período)	12,51	22,99	9,50	23,65	27,15	26,38	19,10	26,87	19,08
Tipo de cambio vs USD (final período)	7,44	13,32	18,69	29,48	35,35	42,73	46,07	42,87	46,64
Tipo de cambio vs Euro (final período)	9,11	15,23	19,96	32,65	36,74	48,62	52,62	51,09	55,23
Crédito privado (% a/a, media)	30,1	23,9	54,8	57,6	43,3	29,2	11,5	29,3	11,3
Crédito familias (% a/a, media)	41,8	20,3	28,8	50,1	28,5	28,8	10,8	28,8	11,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	29,0	23,2	56,3	55,6	43,9	187,2	18,9	187,4	17,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	21,1	31,6	105,5	77,0	67,5	34,6	19,2	34,7	18,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	20,6	22,2	10,0	20,6	31,8	29,1	24,9	29,1	24,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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



**Tabla 1.2.11**  
México: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-8,6	6,3	3,7	3,4	1,2	0,4	1,5	0,2	0,7
Contribución de la demanda doméstica	-10,7	9,7	3,5	8,1	1,1	-1,8	1,4	-2,4	0,6
Contribución de la demanda externa	2,1	-3,4	0,2	-4,8	0,1	2,0	0,1	2,2	0,1
Contribución del consumo privado	-6,8	5,8	3,3	2,9	1,9	-0,5	1,1	-0,8	0,4
Contribución de la inversión total	-3,8	2,1	1,5	3,6	0,8	-1,5	-0,1	-1,8	-0,2
Contribución del gasto público	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,2	-0,3	0,2	-0,3	0,3
Consumo privado (% a/a)	-10,0	8,6	4,8	4,2	2,7	-0,7	1,6	-1,1	0,5
Gasto público (% a/a)	-0,7	-0,5	2,0	1,8	1,6	-2,3	1,9	-2,3	1,9
Inversión total (% a/a)	-17,3	10,5	7,4	16,6	3,4	-6,1	-0,6	-7,4	-3,2
Exportaciones (% a/a)	-7,2	7,3	9,6	-7,2	2,8	2,3	-2,8	1,6	-8,2
Importaciones (% a/a)	-12,3	16,2	8,6	3,7	2,2	-2,3	-2,7	-3,5	-7,4
Tasa de paro (%), último trimestre	4,5	3,7	3,0	2,7	2,6	3,4	3,9	3,7	4,6
Inflación (% a/a, media)	3,4	5,7	7,9	5,5	4,7	3,9	3,7	4,0	3,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,5	7,0	8,0	4,4	4,5	4,0	3,5	4,9	2,9
Balance fiscal (% PIB)	-2,7	-2,9	-3,2	-3,4	-4,9	-3,4	-3,1	-2,3	-1,0
Balance fiscal primario (% PIB)	0,1	-0,3	-0,4	-0,1	-1,5	0,2	0,5	1,4	2,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,4	-0,3	-1,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	0,3
Tipo de interés oficial (final período)	4,25	5,50	10,50	11,25	10,00	7,50	7,00	7,75	7,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	4,47	5,86	10,97	11,48	10,63	7,98	6,71	8,06	7,49
Tipo de interés a 10 años (final período)	5,23	7,57	9,02	8,99	10,46	8,62	8,31	9,13	8,28
Tipo de cambio vs USD (final período)	19,88	20,50	19,49	16,97	20,83	20,59	21,02	22,44	23,06
Tipo de cambio vs Euro (final período)	24,40	23,22	20,79	18,75	21,64	23,43	24,01	26,74	27,31
Crédito privado (% a/a, media)	5,1	-1,3	7,5	5,8	7,8	7,6	5,0	7,8	4,6
Crédito familias (% a/a, media)	1,6	4,4	9,2	10,1	9,5	7,5	7,5	7,4	6,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,7	18,3	8,7	-2,6	6,2	7,5	10,5	7,7	11,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	17,1	18,2	18,8	23,9	26,3	26,5	25,6	26,2	24,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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

cierto retraso en su publicación), crecen, pero muestran contracción en algunos componentes esenciales como la alimentación, ventas en centros comerciales y artículos recreativos, síntoma de una menor holgura en la renta disponible. Los datos de producción industrial todavía son pre-aranceles y crecían en marzo al 1,9%. En este entorno, la previsión de crecimiento del PIB de México se sitúa en 0,4% en 2025, con una recuperación en el entorno del 1,5% en 2026, aunque altamente dependiente del resultado de las negociaciones comerciales con los Estados Unidos (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

Por otra parte, la inflación se situó en junio en el 4,3% y la subyacente en el 4,2% (+2 décimas). Las componentes de alimentación, transporte y energía crecieron un 4,9%, 5,2% y 3,5%, respectivamente, en tanto que la restauración subió un 8,1%. En la reunión de política monetaria de junio, el Banco de México ha decidido bajar el tipo de interés al 8,00%. Considera que el episodio inflacionario ha quedado atrás y que, a pesar de los riesgos al alza para la inflación, esta podrá acercarse al objetivo del 3% para el tercer trimestre de 2026. Considera que un tipo de referencia más bajo es consistente con la fase en que se encuentra la economía. El entorno de incertidumbre y de tensiones comerciales implica importantes riesgos a la baja, y se considera que el balance de riesgos para la inflación, si bien se mantiene sesgado al alza, ha

### México

- **La incertidumbre en la configuración final de las tasas arancelarias por parte de Estados Unidos pesa sobre el desempeño de la economía.**
- **El Banco de México ha recortado los tipos de interés hasta 8,00% en la reunión de junio.**
- **La previsión de crecimiento del PIB en México se sitúa en 0,4% para 2025, con una moderada recuperación en 2026.**

mejorado. Con todo, los cambios de política económica por parte de la nueva administración estadounidense son una fuente de incertidumbre.

México sigue expuesto a importantes riesgos externos, especialmente los relacionados con el comercio con Estados Unidos y el coste de la financiación gubernamental asociado a la aversión al riesgo hacia las economías de mercado emergentes. La subida de los rendimientos de los bonos estadounidenses, referencia mundial, afecta a los rendimientos de las economías emergentes. La política monetaria restrictiva sigue siendo un peso para la actividad económica y junto con los aranceles, podrán originar una sensible desaceleración en 2025. El déficit fiscal del 4,9% en 2024, que es alto, requerirá cierto esfuerzo de consolidación fiscal en 2025.

### 1.2.12 Brasil

#### La economía se comporta bien, pero las exportaciones sufren.

En el primer trimestre del año, la economía de Brasil creció un 2,9% a/a y 1,4 t/t. Por componentes, el consumo privado aumentó un 2,6%, el consumo público creció un 1,1%, la inversión un 9,1%, las exportaciones un 1,2%, mientras que las importaciones lo hicieron un 14,0%. En cuanto a los indicadores económicos adelantados, el PMI compuesto de junio se situó en 48,7 puntos, en terreno de contracción, el

### Brasil

- **El ciclo de endurecimiento de tipos de interés podría estar llegando a su fin, pero dependerá de los datos de inflación.**
- **La moneda pierde terreno contra el euro, pero lo gana contra el dólar.**
- **Las exportaciones comienzan a verse afectadas por el efecto de los aranceles.**
- **Se prevé un crecimiento del PIB brasileño del 2,2% en 2025.**

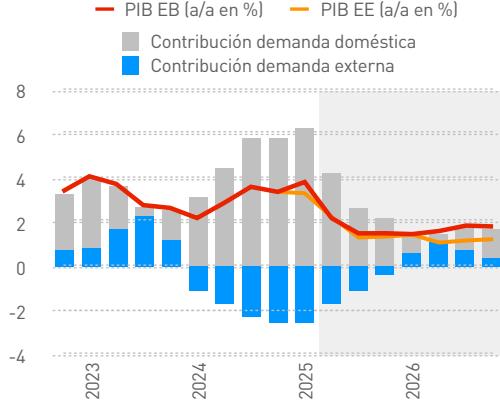
**Tabla 1.2.12**  
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-3,6	5,1	3,1	3,2	3,0	2,2	1,6	2,0	1,2
Contribución de la demanda doméstica	-4,9	6,8	2,5	1,7	4,9	3,8	0,9	3,4	0,5
Contribución de la demanda externa	1,4	-1,7	0,6	1,5	-1,9	-1,4	0,7	-1,4	0,6
Contribución del consumo privado	-3,2	2,1	2,8	2,2	3,3	0,9	1,1	0,9	0,7
Contribución de la inversión total	-0,3	2,3	0,2	-0,5	1,3	0,9	0,1	0,7	-0,3
Contribución del gasto público	-0,6	0,7	0,4	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	-4,6	3,0	4,1	3,3	4,8	1,3	1,6	1,3	1,1
Gasto público (% a/a)	-3,7	4,2	2,1	3,8	1,9	0,8	0,7	0,8	0,7
Inversión total (% a/a)	-1,7	13,0	1,0	-2,9	7,2	5,1	0,4	5,4	-1,8
Exportaciones (% a/a)	-2,7	4,9	6,1	8,9	2,2	1,0	-1,4	0,8	-3,8
Importaciones (% a/a)	-9,8	14,4	1,5	-1,1	13,2	8,2	-4,7	8,3	-6,2
Tasa de paro (%), último trimestre	14,9	11,7	8,3	7,8	6,5	6,8	7,5	6,6	7,7
Inflación (% a/a, media)	3,2	8,3	9,3	4,6	4,4	5,3	4,4	5,5	4,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,3	10,5	6,1	4,7	4,8	5,2	4,0	5,6	4,7
Balance fiscal (% PIB)	-13,5	-4,1	-4,4	-8,2	-6,6	-8,7	-9,9	-8,7	-10,2
Balance fiscal primario (% PIB)	-9,3	0,7	1,2	-2,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,7	-2,4	-2,2	-1,3	-2,8	-3,2	-2,5	-3,3	-3,3
Tipo de interés oficial (final período)	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	12,25	15,00	13,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	1,90	9,15	13,65	11,65	12,15	13,82	10,79	13,70	11,97
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,98	10,31	12,76	10,35	15,15	13,62	12,58	14,11	12,58
Tipo de cambio vs USD (final período)	5,20	5,58	5,22	4,84	6,19	5,65	5,66	5,85	5,82
Tipo de cambio vs Euro (final período)	6,38	6,32	5,56	5,35	6,43	6,43	6,47	6,97	6,89
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	10,1	17,6	20,3	13,1	11,8	12,1	9,7	12,1	9,8
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)	19,1	22,0	20,0	19,2	18,5	18,7	19,3	18,8	19,1

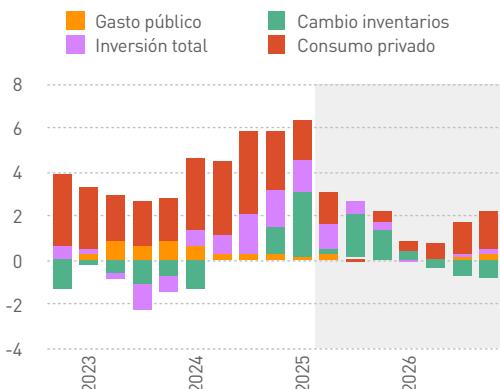
Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografía e Estadística, IBGE)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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

**Gráfica 1.2.12-a**  
Brasil: descomposición y previsiones del PIB



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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Instituto Brasileiro de Geografía e Estadística, IBGE)

manufacturero en 48,3 y el de servicios en 49,3. Las ventas al por menor crecieron un 2,1% en mayo y la producción industrial lo hizo un 3,3%, en tanto que la confianza del consumidor, medida por la Fundación Getulio Vargas (FGV), subió al 85,9 en junio. En este contexto, la previsión de crecimiento del PIB se ubica en 2,2% en 2025 y en 1,6% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

La inflación de junio (IPCA-15) se situó en 5,4%; las componentes de alimentos, transporte y el combustible de automoción crecieron un 6,7%, 5,1% y 6,9%, respectivamente. El comité de política monetaria del banco central decidió en junio elevar el tipo de interés en 0,50 pbs, hasta el 15,00%, considerando que esta decisión es compatible con la estrategia de convergencia de la inflación en torno al objetivo. Sin perjuicio de su objetivo fundamental de asegurar la estabilidad de precios, esta decisión implica también suavizar las fluctuaciones del nivel de actividad económica y fomentar el pleno empleo. Para la próxima reunión, el escenario de elevada incertidumbre, unido a la fase avanzada del ciclo y a sus impactos acumulados aún por observar, requiere una cautela adicional en la actuación de la política monetaria y flexibilidad para incorporar datos sobre la dinámica de la inflación.

Los riesgos para la economía de Brasil se centran, por un lado, en el frente exterior, en la guerra comercial con Estados Unidos, y en una política monetaria más restrictiva tanto internamente como en las principales economías mundiales, así como en la volatilidad de los precios de las materias primas. A pesar de ello, los riesgos al alza se derivan de un consumo de los hogares más fuerte de lo previsto, y de una aplicación más rápida de lo esperado de las reformas que mejoran la productividad. La solidez económica se sustenta en un sistema financiero solvente, reservas de divisas adecuadas, baja dependencia de la deuda en divisas, grandes reservas de efectivo del gobierno y un tipo de cambio flexible.

## 1.2.13 Argentina

### El crecimiento se acelera con una inflación que sigue descendiendo.

La economía de Argentina creció un 5,8 % a/a, y un 0,8% t/t en el primer trimestre de 2025. El consumo privado creció un 11,6%, el consumo público sigue su moderación (-0,8%), la inversión crece un 31,8%, las exportaciones un 7,2%, y las importaciones un 42,8%. En cuanto a los indicadores económicos más recientes, las ventas al por menor crecen un 9% en supermercados y 17,5% en centros comerciales, y la producción industrial sube un 8% en abril. La confianza del consumidor, medida por la Universidad Torcuato Di Tella, ha subido al 45,5 en junio. En este entorno, se prevé un crecimiento del PIB argentino del 5,0% en 2025 y del 3,3% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

Por otra parte, la inflación en Argentina sigue bajando, alcanzando el 44,5% en junio (Buenos Aires), desde los 292% en abril del 2024. Las componentes de alimentos, transporte, y electricidad y gas crecieron un 35,5%, 32,6% y 86,9%, respectivamente. El Banco Central de la República Argentina mantiene el tipo de interés de referencia (Leliq) en el 29% y lo ha sostenido en ese nivel desde enero. Esta postura monetaria se apoya en las expectativas de continuación de moderación de la inflación.

#### Argentina

- La economía argentina creció un 5,8% en el primer trimestre del año.
- La inflación ha bajado al 1,5% intermensual, 43,5% interanual.
- El tipo de cambio se mantiene volátil y perdiendo contra el euro y el dólar.
- Se prevé un crecimiento del PIB argentino del 5,0% en 2025 y del 3,3% en 2026.

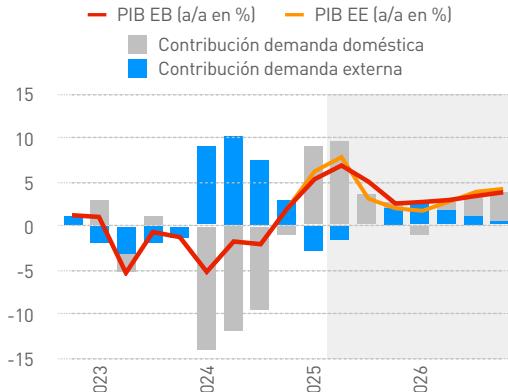
**Tabla 1.2.13**  
**Argentina: principales agregados macroeconómicos**

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-9,9	10,4	5,3	-1,6	-1,7	5,0	3,3	4,8	3,2
Contribución de la demanda doméstica	-10,0	12,8	8,6	0,4	-9,2	5,5	1,5	5,2	1,4
Contribución de la demanda externa	0,1	-2,3	-3,3	-2,0	7,5	-0,5	1,5	-0,4	1,7
Contribución del consumo privado	-8,7	6,6	6,4	0,7	-3,1	2,8	1,0	2,7	1,0
Contribución de la inversión total	-2,2	5,6	2,2	-0,4	-3,7	2,6	0,5	2,3	0,3
Contribución del gasto público	-0,3	1,0	0,4	0,2	-0,4	-0,2	0,1	-0,2	0,2
Consumo privado (% a/a)	-12,2	9,5	9,4	1,0	-4,2	3,9	1,2	3,8	1,2
Gasto público (% a/a)	-2,0	7,1	3,0	1,5	-3,2	-1,1	1,2	-1,1	1,2
Inversión total (% a/a)	-13,1	34,0	11,2	-2,0	-17,4	14,4	1,6	12,7	0,9
Exportaciones (% a/a)	-17,4	8,5	4,6	-7,5	23,2	-2,8	-0,9	-2,7	-1,1
Importaciones (% a/a)	-17,2	18,6	17,8	1,7	-10,6	2,1	-7,0	1,5	-7,9
 Tasa de paro (%, último trimestre)	11,0	7,0	6,3	5,7	6,4	6,0	6,0	6,5	6,5
Inflación (% a/a, media)	42,0	48,4	72,4	133,5	219,9	39,0	20,0	45,0	35,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	36,4	51,4	91,8	172,8	154,4	28,8	16,4	34,7	31,6
Balance fiscal (% PIB)	-8,4	-3,6	-3,8	-4,4	0,3	0,2	-0,8	0,2	-0,9
Balance fiscal primario (% PIB)	-6,4	-2,1	-2,0	-2,7	1,8	1,7	1,3	1,7	1,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,7	1,4	-0,6	-3,2	1,0	0,4	1,5	0,4	2,3
 Tipo de interés oficial (final período)	38,00	38,00	75,00	100,00	32,00	25,00	20,00	32,00	28,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	29,55	31,49	67,61	93,72	37,69	30,86	37,68	30,75	37,10
Tipo de interés a 10 años (final período)	14,74	18,65	26,69	24,36	10,91	20,34	20,14	20,94	19,97
Tipo de cambio vs USD (final período)	84	103	177	808	1.032	1.501	2.068	1.553	2.149
Tipo de cambio vs Euro (final período)	103	116	189	893	1.072	1.708	2.362	1.851	2.545
 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)	22,9	34,6	60,4	108,6	217,2	133,9	48,4	133,4	47,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

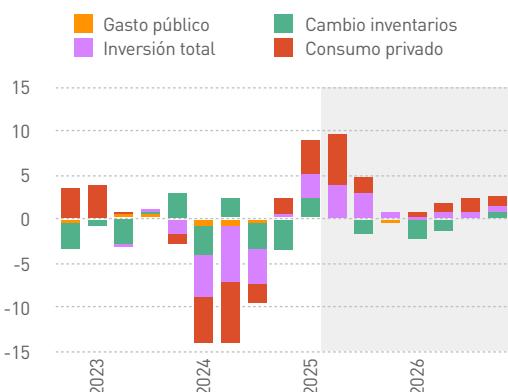
Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INDEC)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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

**Gráfica 1.2.13-a**  
**Argentina: descomposición y previsiones del PIB**



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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INDEC)

El gobierno argentino ha puesto en marcha un plan de estabilización centrado en la consolidación fiscal, una devaluación inicial de gran magnitud (seguida de una paridad móvil) y un ambicioso programa de liberalización. El resultado ha sido una rápida desinflación, el primer superávit primario en casi dos décadas, una recuperación inicial de las reservas y el fortalecimiento del balance del banco central, todo ello ha contribuido a una fuerte reducción de los tipos de interés soberanos. A pesar del ajuste, la economía y los salarios reales se han recuperado desde mediados de 2024, apoyando rápidas mejoras en los indicadores sociales. Las vulnerabilidades y los retos para Argentina son considerables, ya que las reservas externas siguen siendo muy débiles, la inflación sigue siendo elevada y persisten muchos obstáculos estructurales a la inversión y el empleo.

## 1.2.14 Colombia

### La economía se recupera con un buen impulso en el primer trimestre del año.

En el primer trimestre de 2025, la economía de Colombia creció un 2,7% (a/a) y un 0,8% (t/t). El consumo privado aumentó un 3,8% y el consumo público un 4,3%, en tanto que la inversión se incrementó un 1,8%. Las exportaciones crecieron un 2,4% y las importaciones aumentaron un 11,9%. En cuanto a los indicadores adelantados de actividad, el PMI manufacturero se ubicó en 51,0 puntos en junio, reflejando una mejora en las perspectivas manufactureras.

#### Colombia

- La inflación está estable, aunque se mantiene en niveles altos.
- El déficit fiscal previsto es del -5,6% en 2025.
- El gobierno ha anunciado el aumento de la retención en el impuesto de sociedades.
- La previsión de crecimiento del PIB colombiano se sitúa en el 2,4% para 2025.

Las ventas minoristas crecieron un 11,4% en abril, y la producción industrial decreció un 3,3% en abril. De esta forma, la previsión de crecimiento del PIB colombiano en 2025 se sitúa en el 2,4% y en el 2,8% para 2026 (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

La inflación en junio alcanzó 4,8%, con la alimentación, transporte, y alojamiento y suministros subiendo un 4,3%, 5,3%, 5,2%, respectivamente. En la reunión de junio, el Banco de la República de Colombia dejó sin cambios los tipos de interés en 9,25%. La inflación siguió disminuyendo, pero se mantiene por encima del objetivo del 3%. La actividad económica se está recuperando gradualmente, con un fuerte impulso observado en el primer trimestre del año. El tipo de referencia actual sigue siendo compatible con la convergencia de la inflación hacia el objetivo en los próximos dos años y con una recuperación gradual del crecimiento económico. No obstante, los recientes acontecimientos internacionales han aumentado de forma significativa la incertidumbre sobre la futura senda de la inflación y la actividad económica.

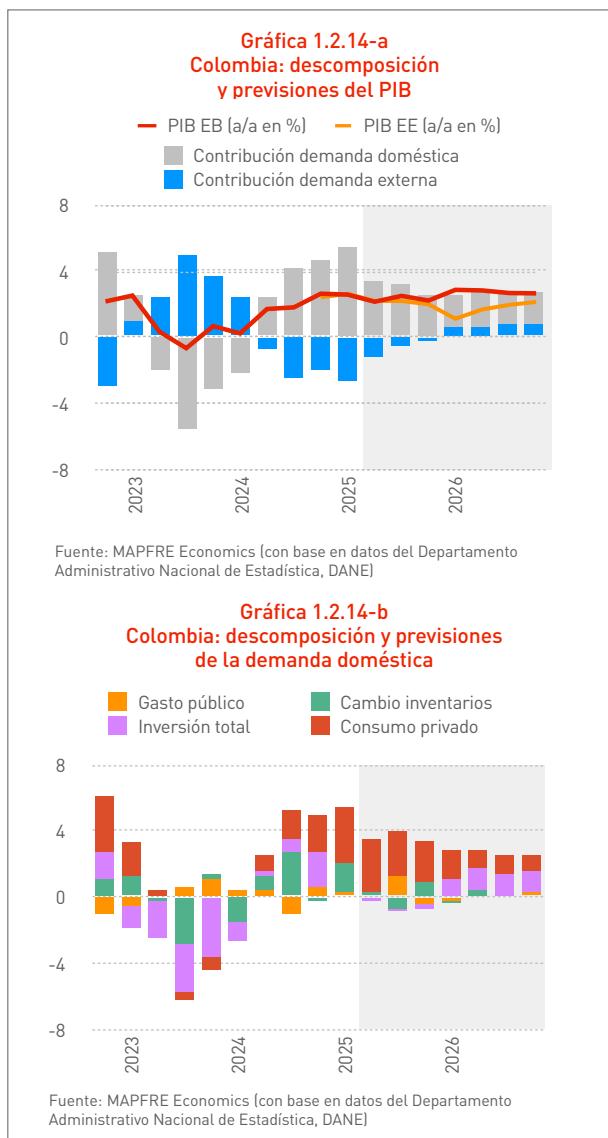
En el ámbito de los riesgos para la economía colombiana destaca el déficit y la deuda públicos, que han aumentado más de lo previsto. El déficit presupuestario global de la Administración central aumentó hasta el 6,7% del PIB en 2024, frente al 4,2% del PIB en 2023, y 1,1 puntos porcentuales del PIB por encima del objetivo de déficit fijado por las autoridades en el marco presupuestario a medio plazo (5,6%). El gobierno ha anunciado un aumento de la retención en el impuesto de sociedades, pero eso no aborda el déficit estructural. En 2024, el Congreso no aprobó una reforma fiscal que tenía como objetivo reducir la brecha en el presupuesto gubernamental. Los mayores déficits, junto con un peso algo más débil, hicieron que la deuda pública bruta alcanzara el 61,3% del PIB a finales de 2024. Como resultado, los diferenciales colombianos han aumentado, especialmente en relación con sus homólogos, también afectados por el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales.

**Tabla 1.2.14**  
**Colombia: principales agregados macroeconómicos**

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-7,2	10,8	7,3	0,7	1,6	2,4	2,8	2,3	1,7
Contribución de la demanda doméstica	-8,4	14,2	11,1	-2,3	2,3	3,6	2,1	3,5	1,5
Contribución de la demanda externa	1,2	-3,4	-3,8	3,0	-0,7	-1,2	0,7	-1,2	0,3
Contribución del consumo privado	-3,5	10,5	8,0	0,3	1,2	3,0	1,3	2,9	0,5
Contribución de la inversión total	-5,2	3,0	2,2	-2,5	0,5	-0,2	1,2	-0,2	1,0
Contribución del gasto público	-0,1	1,7	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	0,2	0,0
Consumo privado (% a/a)	-5,0	14,7	10,8	0,4	1,6	3,9	1,0	3,9	0,7
Gasto público (% a/a)	-0,8	9,8	1,0	1,6	0,7	1,6	-0,1	1,4	-1,0
Inversión total (% a/a)	-23,6	16,7	11,5	-12,7	3,2	-0,9	7,4	-1,2	6,3
Exportaciones (% a/a)	-22,5	14,6	12,5	3,1	2,5	0,2	-0,2	0,3	-0,9
Importaciones (% a/a)	-20,1	26,7	24,0	-9,9	4,4	5,3	-2,0	5,0	-3,3
Tasa de paro (%), último trimestre	15,4	12,5	10,7	10,3	9,6	9,7	9,9	9,7	10,1
Inflación (% a/a, media)	2,5	3,5	10,2	11,7	6,6	4,9	3,8	5,2	3,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,6	5,2	12,6	10,0	5,3	4,9	3,5	5,2	3,4
Balance fiscal (% PIB)	-7,8	-7,0	-5,3	-4,2	-6,7	-5,6	-3,4	-5,7	-4,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-5,4	-4,0	-1,0	-0,3	-2,4	-0,5	1,4	-0,6	0,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,4	-5,6	-6,0	-2,3	-1,7	-2,9	-2,6	-3,0	-3,1
Tipo de interés oficial (final período)	1,75	3,00	12,00	13,00	9,50	8,25	7,00	8,50	6,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tipo de interés a 10 años (final período)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tipo de cambio vs USD (final período)	3.433	3.981	4.810	3.822	4.409	4.154	4.242	4.276	4.352
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4.212	4.509	5.131	4.223	4.581	4.727	4.845	5.095	5.153
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)	-25,8	82,1	5,0	-32,9	14,2	28,7	21,1	28,8	21,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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



## 1.2.15 Chile

### La economía crece moderadamente, con una inflación alta y tipos de interés neutrales.

La economía de Chile se expandió un 2,4% y un 0,7% t/t en el primer trimestre de 2025. El consumo privado creció un 1,9% a/a, mientras que el consumo público disminuyó un -1,7%; la inversión creció un 3,7% a/a, las exportaciones crecieron un 2,4%. Por lo que toca a los indicadores de actividad económica, las ventas minoristas aumentaron un 4,5% y la producción industrial aumentó un 3,8% en abril. Por su parte, la confianza del consumidor, aunque bajó en los últimos meses, lleva una tendencia de mejora en los últimos 3 años. Tomando en consideración los elementos anteriores, la previsión de crecimiento del PIB chileno es del 2,2% en 2025, con una ligera aceleración en 2026 que lo situaría en el entorno del 2,3% (véanse la Tabla 1.2.15 y las Gráficas 1.2.15-a y 1.2.15-b)

Por otra parte, la inflación alcanzó 4,1%, en junio, con la alimentación en 2,3% y el transporte en 0,8%, aunque la electricidad, gas y otros combustibles han subido un 24,2%. En su reunión de junio, el Banco Central de Chile decidió mantener el tipo de interés de referencia en 5,00%. La inflación permanece relativamente alta y las perspectivas de mayor inflación en Estados Unidos por efecto de los mayores aranceles han pesado sobre los mercados financieros, especialmente en las tasas

#### Chile

- La economía chilena crece un 2,4% en el primer trimestre del año.
- La inflación interanual se sitúa en 4,1% en junio.
- Los tipos de interés se mantienen en los 5,00%.
- Se prevé un crecimiento del PIB de Chile en el entorno del 2,2% en 2025 y del 2,3% en 2026.

de largo plazo estadounidenses. Estos factores influyeron sobre las decisiones de tipos de interés en diferentes países y afectan también a Chile que, por ese motivo y por la inflación interna, no tiene mucho espacio para relajar mucho más la postura monetaria.

Los riesgos externos y la incertidumbre siguen siendo elevados. La volatilidad de los precios de las materias primas se halla ligada a las perspectivas económicas de los principales socios comerciales de Chile. La incertidumbre en torno a las políticas monetarias y fiscales en las economías avanzadas podría dar lugar a condiciones financieras restrictivas durante períodos más largos y una mayor volatilidad financiera. A nivel interno, la polarización política está obstaculizando el avance de las reformas estructurales.

## 1.2.16. Perú

### La economía crece sustentada en la inversión y las exportaciones.

#### Perú

- El PIB peruano creció un 3,9% en el primer trimestre de 2025.
- La inflación se sitúa en el 1,7% y se mantiene estable.
- El aumento de los precios de los minerales está beneficiando las exportaciones peruanas.
- La previsión de crecimiento del PIB para 2025 se ubica en el 3,0%.

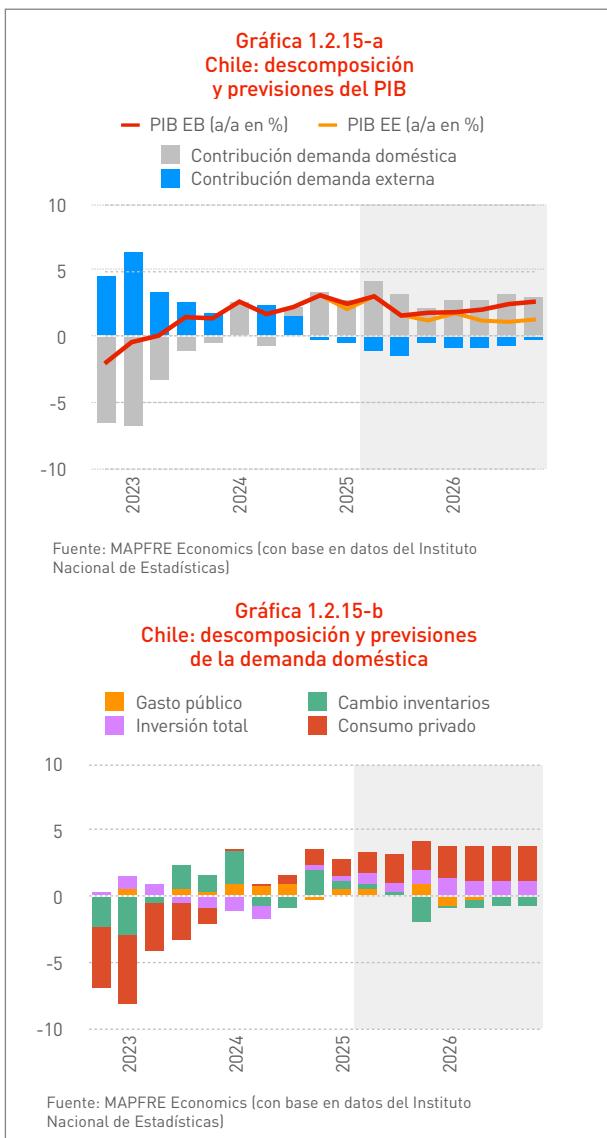
En el primer trimestre del año, la economía de Perú ha mostrado un sólido crecimiento (3,9%). El consumo privado aumentó un 3,8%, mientras que el consumo público lo hizo un 4,7%. La inversión registró un incremento del 13,7%, en tanto que las exportaciones crecieron un 14,2% y las importaciones un 15,5%. En cuanto a los indicadores de actividad económica, las encuestas a la situación económica presente se situaron en 53,9 (mayor de 50 puntos refleja una situación buena) y 61,6 las perspectivas para dentro de 3 meses. De esta forma, se prevé un crecimiento del

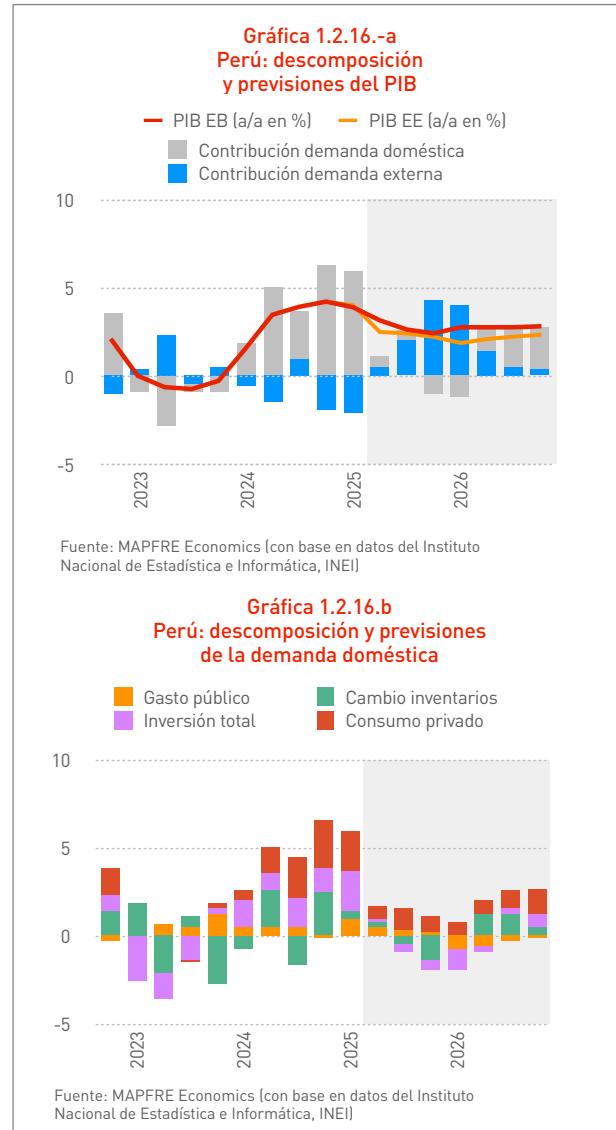
**Tabla 1.2.15**  
Chile: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-6,4	11,6	2,2	0,6	2,4	2,2	2,3	2,0	1,4
Contribución de la demanda doméstica	-9,7	20,5	2,5	-2,9	1,4	3,1	3,0	3,1	1,1
Contribución de la demanda externa	3,3	-8,9	-0,4	3,5	1,0	-0,8	-0,7	-1,1	0,3
Contribución del consumo privado	-4,7	12,9	1,0	-3,2	0,6	1,8	2,5	1,8	1,3
Contribución de la inversión total	-2,6	3,6	1,1	0,1	-0,4	0,8	1,2	0,8	0,5
Contribución del gasto público	-0,5	2,0	1,0	0,4	0,5	0,5	-0,2	0,5	-0,2
Consumo privado (% a/a)	-7,5	21,0	1,6	-4,8	1,0	2,9	4,1	2,9	2,1
Gasto público (% a/a)	-3,4	13,2	6,7	2,4	3,2	3,1	-1,5	3,1	-1,5
Inversión total (% a/a)	-11,0	15,9	4,9	0,3	-1,8	3,4	5,0	3,6	2,1
Exportaciones (% a/a)	-1,4	-1,3	0,9	0,5	6,2	0,7	-1,6	0,6	-3,5
Importaciones (% a/a)	-12,6	31,6	1,9	-10,6	1,9	3,5	0,9	3,4	-1,7
Tasa de paro (%, último trimestre)	10,9	7,6	8,3	8,9	8,5	8,1	7,2	8,0	7,3
Inflación (% a/a, media)	3,0	4,5	11,6	7,3	3,9	4,4	3,0	4,5	2,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,9	6,6	13,0	4,0	4,5	4,0	2,6	4,3	3,0
Balance fiscal (% PIB)	-7,3	-7,7	1,1	-2,4	-2,8	-1,9	-1,1	-1,9	-1,9
Balance fiscal primario (% PIB)	-6,3	-6,9	2,1	-1,3	-1,6	-0,6	0,7	-0,6	0,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,9	-7,3	-8,8	-3,1	-1,5	-1,4	-2,2	-1,9	-9,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	4,00	11,25	8,25	5,00	4,75	4,25	4,75	4,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,32	4,04	9,54	7,99	4,93	4,61	3,78	4,97	4,84
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,65	5,65	5,32	5,30	5,95	5,91	5,62	6,50	5,71
Tipo de cambio vs USD (final período)	711	850	860	885	992	939	903	972	933
Tipo de cambio vs Euro (final período)	873	963	917	977	1.031	1.068	1.031	1.158	1.105
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)	4,9	6,3	13,2	9,1	5,7	4,9	8,0	4,8	7,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	12,3	7,7	-0,9	8,3	9,3	5,1	9,0	5,2	8,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Nacional de Estadísticas)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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





**Tabla 1.2.16**  
Perú: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-10,9	13,4	2,8	-0,4	3,3	3,0	2,8	2,8	2,1
Contribución de la demanda doméstica	-9,7	14,8	2,4	-1,2	4,0	1,5	1,1	1,4	0,5
Contribución de la demanda externa	-1,7	-0,7	0,4	0,7	-0,7	1,2	1,6	1,3	1,6
Contribución del consumo privado	-6,3	8,2	2,3	0,0	1,8	1,3	1,0	1,2	0,7
Contribución de la inversión total	-4,2	7,9	0,2	-1,3	1,3	0,3	-0,1	0,2	-0,1
Contribución del gasto público	0,9	0,8	0,0	0,6	0,3	0,5	-0,4	0,5	0,0
Consumo privado (% a/a)	-9,7	12,4	3,6	0,0	2,7	1,9	1,6	1,8	1,1
Gasto público (% a/a)	7,2	5,4	-0,1	4,7	2,3	3,5	-2,0	3,5	-0,5
Inversión total (% a/a)	-18,0	36,7	0,9	-5,0	5,4	1,2	-0,6	0,8	-0,5
Exportaciones (% a/a)	-20,2	13,2	5,7	4,1	5,8	5,8	1,1	5,7	0,0
Importaciones (% a/a)	-13,7	15,0	3,6	1,2	8,3	1,2	-2,7	0,9	-5,8
Tasa de paro (%), último trimestre	13,9	7,9	7,1	6,4	5,5	6,0	6,2	6,0	6,4
Inflación (% a/a, media)	1,8	4,0	7,9	6,3	2,4	1,9	2,3	2,0	1,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,9	6,0	8,4	3,7	2,1	2,5	2,2	2,6	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-8,7	-2,5	-1,7	-2,8	-3,5	-2,2	-1,3	-2,3	-2,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-7,2	-1,0	-0,1	-1,1	-1,8	-0,5	0,5	-0,7	-0,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,8	-2,2	-4,0	0,3	2,2	0,7	-1,5	0,7	-1,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	2,50	7,50	6,75	5,00	4,25	4,25	4,50	4,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tipo de interés a 10 años (final período)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,60	4,02	3,89	3,78	3,76	3,76	3,84	3,82	3,90
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,42	4,56	4,15	4,18	3,90	4,28	4,38	4,55	4,62
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)	2,4	1,3	14,9	9,9	2,1	6,1	8,7	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Nacional de Estadística e Informática, INEI)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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

PIB peruano del 3,0% en 2025 y del 2,8% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.16 y las Gráficas 1.2.16-a y 1.2.16-b).

La inflación en Perú en junio fue del 1,7%, estable desde el mes anterior, mientras que la inflación subyacente se situó en 1,7%. El Banco Central de Reserva del Perú ha mantenido en julio el tipo de interés de referencia en 4,50%. Este tipo se acerca al nivel estimado como neutral, por lo que los futuros ajustes del tipo de interés de referencia dependerán de la evolución de la inflación y sus determinantes.

Los principales riesgos para la economía de Perú incluyen la incertidumbre política, el malestar social y la volatilidad de los precios de las materias primas. A nivel externo, los riesgos incluyen un débil crecimiento de los socios comerciales y un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras mundiales. La economía peruana cuenta con amplias reservas para hacer frente a choques adversos, pero las perspectivas siguen siendo inciertas. La probada resiliencia macroeconómica de Perú se ve reforzada por fundamentales macroeconómicos sólidos que incluyen una deuda pública relativamente baja, abundantes reservas internacionales y acceso a los mercados internacionales de capital en condiciones favorables.

## 1.2.17 China

### Alta incertidumbre en el sector exportador.

La economía de China creció un 5,4% a/a y un 1,2% t/t en el primer trimestre de 2025. Se estima que el consumo privado haya crecido un 5,2%, el consumo público un 4,1% y la inversión un 2,8%, en tanto que las exportaciones habrían aumentado un 11,4% (en anticipación a la entrada en vigor de los aranceles), y las importaciones habrían aumentado un 2,6%. Por lo que se refiere a los indicadores adelantados de actividad, el PMI manufacturero se situó en 50,4 puntos en junio, mejorando respecto al mes anterior. El compuesto se situó en 51,3, y el de

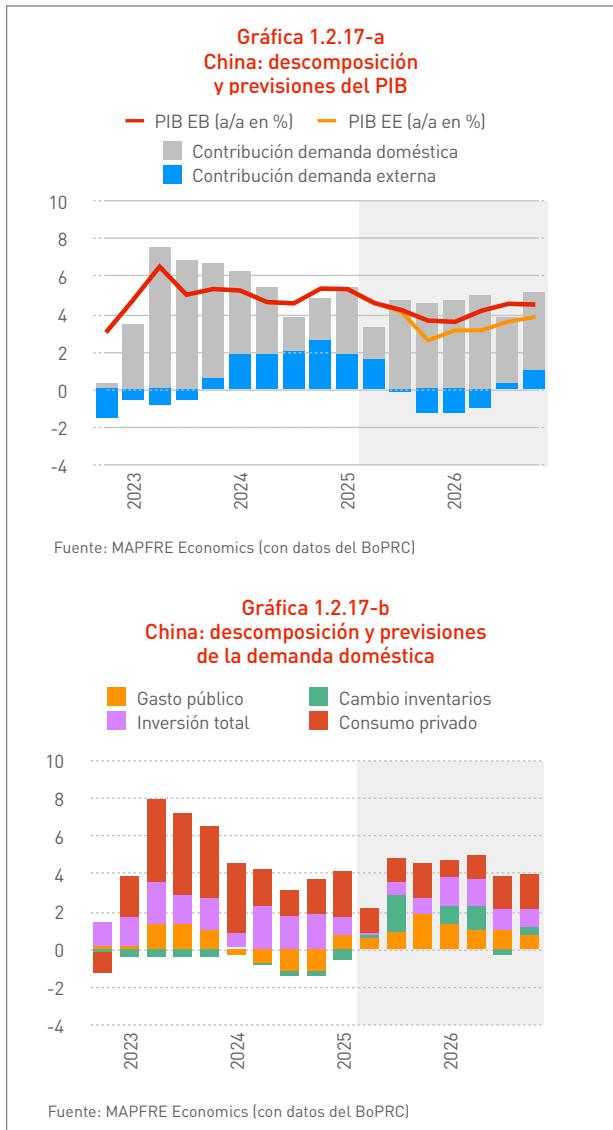
servicios alcanzó 50,6. Otros indicadores, como las ventas al por menor, crecieron un 6,4% (mayo), mientras que la producción industrial aumentó un 5,8%. En este entorno, se prevé un crecimiento del PIB chino del 4,4% en 2025 y del 4,2% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.17 y las Gráficas 1.2.17-a y 1.2.17-b).

La evolución de los precios pone de relieve un problema de deflación en la economía china. Desde febrero la inflación está en negativo, aunque en junio sube una décima (0,1% a/a), reflejo de una desaceleración en la demanda. La inflación subyacente, por su parte, se situó en el 0,7%. La política monetaria en China se controla principalmente a través de las reservas requeridas a los bancos, que se sitúan en el 9,00%, habiendo el banco central rebajado dicho parámetro en 50 pbs el pasado 7 de mayo. Con respecto a las tasas equivalentes a las que se miran en Occidente, la tasa de depósito se sitúa en el 1,50% y la tasa de repo a 7 días se sitúa en el 1,54%. Además, el gobierno ha implementado medidas de estímulo para estabilizar el mercado inmobiliario, las finanzas regionales y evitar un posible contagio a bancos y mercados. Estas medidas incluyen la reducción de las tasas hipotecarias, el aumento de la financiación para instituciones financieras y el apoyo a las empresas estatales locales para adquirir viviendas comerciales no vendidas.

La economía de China ha permanecido resiliente, a pesar de la debilidad continua en el sector inmobiliario. Las autoridades han tomado medidas de apoyo a dicho sector y evitar así contagios al sector financiero. La in-

### China

- Las negociaciones sobre los aranceles con Estados Unidos pueden tardar en ser conclusivas.
- Mientras tanto, el sector exportador ha anticipado ventas en previsión de la entrada en vigor de los aranceles.
- La encuesta a gestores de compras del sector manufacturero apunta a una desaceleración.
- Se prevé un crecimiento del PIB chino en torno al 4,4% en 2025.



**Tabla 1.2.17**  
China: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	2,3	8,6	3,1	5,4	5,0	4,4	4,2	4,1	3,5
Contribución de la demanda doméstica	1,7	6,9	2,7	6,1	2,9	3,7	4,3	3,6	4,0
Contribución de la demanda externa	0,7	2,2	0,7	-0,3	2,2	0,5	-0,2	0,5	-0,5
Contribución del consumo privado	-1,1	5,0	0,6	3,7	2,2	1,7	1,4	1,6	1,3
Contribución de la inversión total	1,4	1,0	1,3	1,7	1,7	0,7	1,3	0,5	1,0
Contribución del gasto público	1,0	0,2	0,9	1,0	-0,8	1,1	1,0	1,1	1,0
Consumo privado (% a/a)	-2,6	13,0	1,5	9,5	5,3	4,1	3,6	4,0	3,0
Gasto público (% a/a)	5,6	1,3	5,7	6,0	-4,7	6,8	6,6	6,8	6,6
Inversión total (% a/a)	3,5	2,5	3,3	4,4	4,3	1,8	3,4	1,4	0,1
Exportaciones (% a/a)	1,9	18,9	-0,5	2,3	13,7	-1,6	-4,8	-2,0	-9,4
Importaciones (% a/a)	-1,9	7,8	-5,2	5,0	2,8	-0,2	0,5	-0,4	-3,7
Tasa de paro (%), último trimestre	3,5	3,2	3,5	3,4	4,2	3,8	3,6	3,9	4,1
Inflación (% a/a, media)	2,5	0,9	2,0	0,2	0,2	0,2	0,8	0,3	0,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	1,8	1,8	-0,3	0,2	0,7	0,9	0,7	0,8
Balance fiscal (% PIB)	-8,4	-5,1	-7,3	-6,8	-8,6	-9,4	-9,2	-9,4	-9,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-7,5	-4,2	-6,3	-5,9	-7,6	-8,5	-8,3	-8,5	-8,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,7	1,9	2,4	1,4	2,3	1,9	0,9	2,0	1,5
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	3,00	2,75	2,50	2,00	1,50	1,25	1,25	1,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	2,76	2,50	2,42	2,53	1,69	1,58	1,62	1,42	0,87
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,14	2,78	2,84	2,56	1,68	1,71	2,06	1,78	1,78
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,52	6,35	6,90	7,10	7,30	7,35	7,25	7,37	7,32
Tipo de cambio vs Euro (final período)	8,00	7,19	7,36	7,84	7,58	8,37	8,28	8,78	8,67
Crédito privado (% a/a, media)	13,1	12,3	11,1	11,4	8,1	5,0	4,8	4,5	4,5
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	31,6	28,3	29,1	26,9	28,5	26,3	26,4	26,3	26,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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

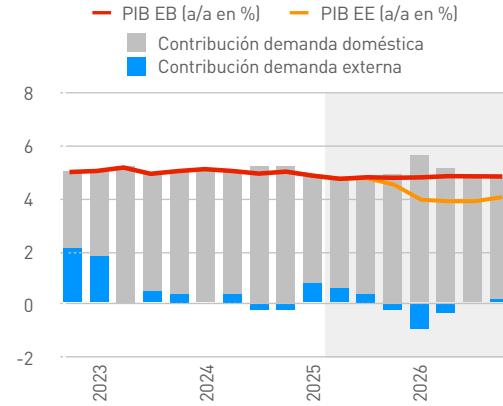
**Tabla 1.2.18**  
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-2,1	3,7	5,3	5,0	5,0	4,8	4,8	4,7	4,0
Contribución de la demanda doméstica	-3,6	4,1	4,6	4,4	5,0	4,4	5,0	4,4	4,3
Contribución de la demanda externa	1,5	-0,4	0,8	0,7	0,0	0,4	-0,2	0,4	-0,3
Contribución del consumo privado	-1,5	1,1	2,7	2,7	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7
Contribución de la inversión total	-1,6	1,2	1,2	1,2	1,4	0,8	1,5	0,8	0,7
Contribución del gasto público	0,2	0,3	-0,4	0,2	0,5	0,5	0,4	0,5	0,3
Consumo privado (% a/a)	-2,7	2,0	5,0	4,9	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0
Gasto público (% a/a)	2,1	4,3	-4,4	3,0	6,6	7,3	4,8	7,3	4,5
Inversión total (% a/a)	-5,0	3,8	3,9	3,8	4,6	2,6	5,0	2,5	4,0
Exportaciones (% a/a)	-8,4	18,0	16,2	1,3	6,5	4,2	2,3	4,0	1,4
Importaciones (% a/a)	-17,6	24,9	15,0	-1,6	7,9	2,9	4,0	2,9	3,3
Tasa de paro (%), último trimestre	6,7	6,2	5,6	5,1	4,9	5,0	4,8	5,0	5,0
Inflación (% a/a, media)	2,0	1,6	4,1	3,7	2,3	2,0	2,5	2,1	2,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,6	1,8	5,5	2,8	1,6	2,9	2,0	2,9	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-6,2	-4,6	-2,4	-1,7	-2,3	-2,6	-2,1	-2,7	-2,3
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,4	0,3	1,0	-0,1	-0,6	-0,5	-1,1	-0,3	-0,4
Tipo de interés oficial (final período)	3,75	3,50	5,50	6,00	6,00	5,25	5,00	5,00	4,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	4,06	3,75	6,62	6,95	6,92	6,30	5,82	5,92	4,74
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,10	6,38	6,93	6,49	7,03	6,80	6,61	7,26	6,54
Tipo de cambio vs USD (final período)	14.050	14.253	15.568	15.389	16.267	16.332	16.304	15.974	16.062
Tipo de cambio vs Euro (final período)	17.241	16.143	16.605	17.005	16.900	18.582	18.622	19.036	19.019
Crédito privado (% a/a, media)	1,4	1,0	9,6	9,2	10,8	6,6	8,8	6,5	8,6
Crédito familias (% a/a, media)	2,1	2,2	7,8	9,1	10,4	6,9	4,6	6,9	5,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-9,0	-12,6	15,3	29,8	17,7	5,2	5,1	5,2	5,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	21,4	25,7	29,2	27,4	26,1	25,3	23,9	25,4	24,1

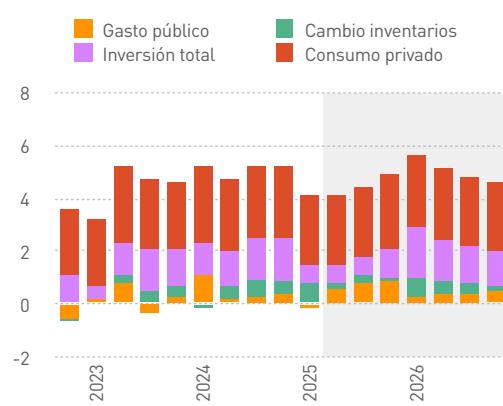
Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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

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



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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de BPS)

flación está marginalmente en negativo y se puede decir que está desde 2023 enfrentando condiciones deflacionarias, lo que levanta dudas sobre la fortaleza del consumo interno. Las prioridades inmediatas son facilitar un ajuste más eficiente y menos costoso del sector inmobiliario, y proporcionar un apoyo macroeconómico adecuado en medio de la continua debilidad y los elevados riesgos a la baja. Abordar el exceso de deuda, prevenir la acumulación de nuevos riesgos y fomentar un crecimiento equilibrado de la economía dando prioridad al consumo interno requiere reformas. La guerra arancelaria con Estados Unidos, a pesar de las negociaciones llevadas a cabo, tiene una difícil solución. De momento, ya está pasando factura a los exportadores, especialmente a pequeñas y medianas empresas, reflejándose en el PMI manufacturero que anticipa una desaceleración.

## 1.2.18 Indonesia

### Se mantiene en dinamismo de la economía con inflación controlada.

En el primer trimestre del año, la economía de Indonesia creció un 4,9% a/a, aunque contrayéndose un -1,0% t/t contra el trimestre anterior. La desaceleración se ha producido en todos los componentes. El consumo privado creció un 4,9%, mientras que el consumo público se contrajo un -1,4%. La inversión creció solo un 2,1% (vs 4,2% anterior), en tanto que las exportaciones aumentaron un 6,8%, y las importaciones lo hicieron un 4,0%. Esta desaceleración del PIB, aunque es solo una décima con respecto al

#### Indonesia

- La economía indonesia creció un 4,9% en primer trimestre de 2025.
- La inflación, en el 1,9%, vuelve a valores normales.
- La inversión se modera, pero crece al 2,1%.
- Se prevé un crecimiento del PIB en torno al 4,8% para 2025.

último trimestre de 2024, ha sido mayor de lo anticipado. En este sentido, el PMI manufacturero se situó en 46,9 puntos, en junio, habiendo empeorado desde abril, mientras que el PMI recabado por el Banco de Indonesia mejora en casi todas las componentes. Otros indicadores, como las ventas al por menor, crecieron un 2,6% en mayo. De esta forma, la previsión de crecimiento del PIB indonesio se ubica en 4,8% en 2025 y 2026 (véanse la Tabla 1.2.18 y las Gráficas 1.2.18-a y 1.2.18-b).

La inflación, por su parte, vuelve a un valor normal del 1,9% en junio, después de que en febrero hubiese caído al 0%. La inflación subyacente, por su parte, se situó en el 2,4%. El Banco Central de Indonesia bajó tipos de interés en la reunión de mayo en 25 pbs (Repo inverso a 7 días), hasta el 5,50%. La decisión es coherente con la baja inflación prevista para 2025 y 2026, dentro de la banda objetivo del 3,0±1%. El mantenimiento del tipo de cambio de la rupia sigue en línea con los fundamentos económicos para mantener la inflación dentro de la banda objetivo y la necesidad de impulsar el crecimiento económico. La pérdida de fuerza del dólar estadounidense en los últimos meses puede dar espacio al banco central para recortar más los tipos de interés.

El crecimiento de Indonesia sigue siendo fuerte, a pesar de la pequeña desaceleración del último trimestre. La inflación es baja y el sector financiero resiliente. Las autoridades han estado persiguiendo una ambiciosa agenda de crecimiento para alcanzar el estatus de país de ingresos altos para 2045. Esto comprende el gasto público, las reformas institucionales y la política industrial. Los riesgos están equilibrados, aunque persisten algunos, como la volatilidad de los precios de las materias primas debido a los choques geopolíticos y una desaceleración abrupta de los principales socios comerciales.



## 2. Panorama sectorial

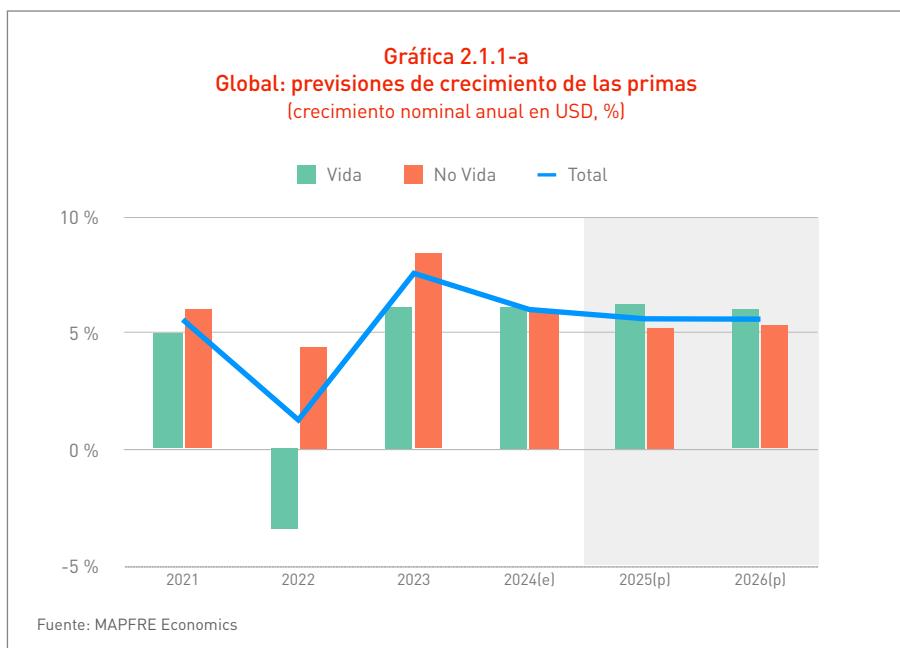
### 2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora

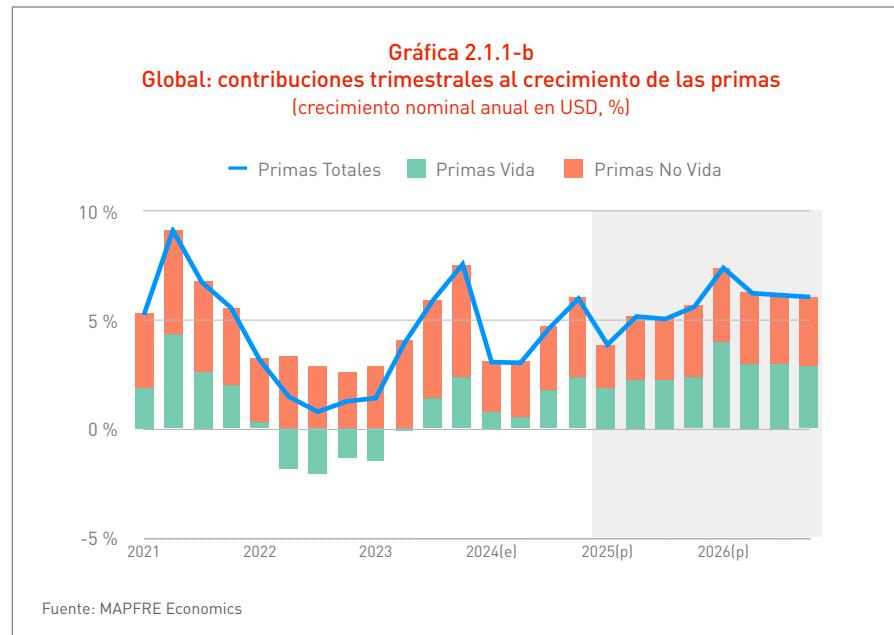
#### 2.1.1 Mercados globales

En 2025, tras un inicio continuista con la evolución económica de finales del año previo, el anuncio de una guerra arancelaria el día 2 de abril ("Liberation Day") motivó un fuerte repunte de la incertidumbre por sus posibles efectos sobre las decisiones de consumo e inversión, expectativas de inflación, tipos de interés y tipos de cambio, variables todas ellas que guardan una estrecha relación con el desarrollo de la actividad aseguradora. El fuerte repunte de la incertidumbre por la guerra arancelaria, a lo que se unió la escalada en el conflicto en Oriente Medio, se ha ido moderando con el paso de los meses, pero ha motivado una revisión de las perspectivas económicas, con una desaceleración prevista del crecimiento global hasta el 2,9% en 2025 (3,3% en 2024), manteniéndolas para 2026 en el 3,0%.

El desempeño de las principales economías en los próximos trimestres será determinante para la evolución del mercado asegurador, condicionando su crecimiento y capacidad de adaptación a un entorno económico global complejo. En este sentido, el análisis de la evolución del mercado asegurador global, a partir de la información que se presenta en la Gráfica 2.1.1-a (y complementado por la información contenida en la

Tabla B-1 del Apéndice de este informe), revela una divergencia en las tendencias de crecimiento entre los segmentos de seguros de Vida y No Vida. Así, las proyecciones para el año 2025 señalan un incremento del 6,2% en el segmento de Vida y del 5,2% en No Vida, correlacionado con el





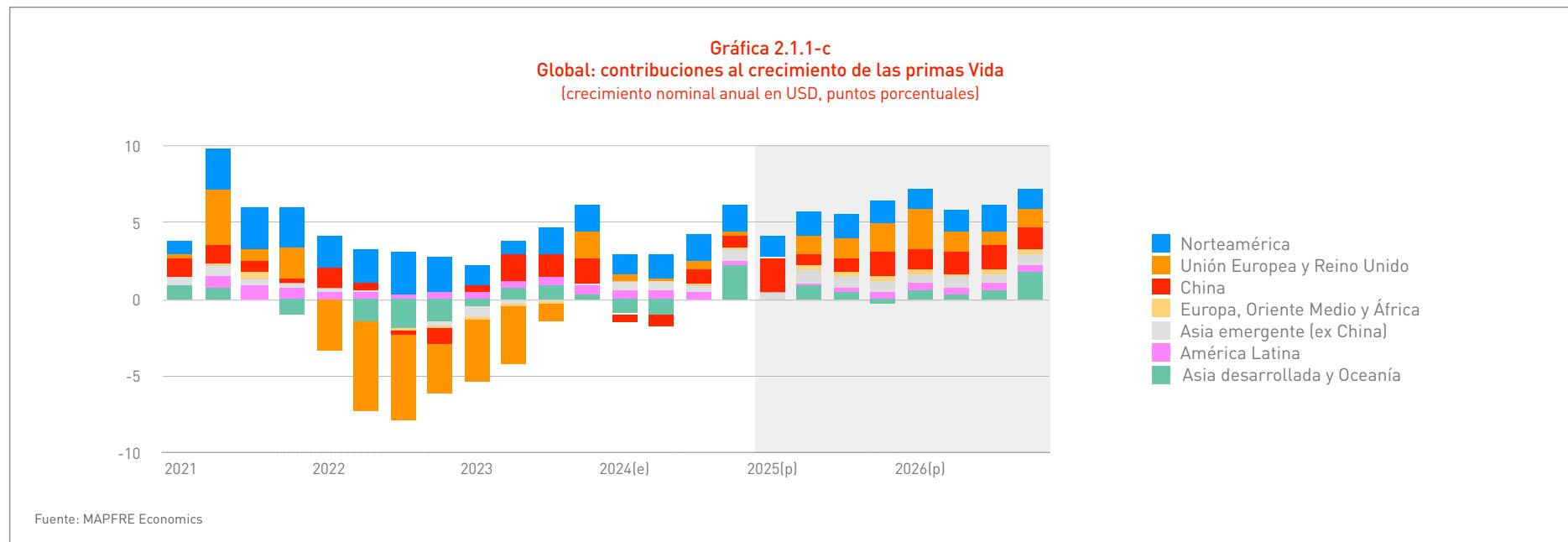
comportamiento del entorno macroeconómico global. Para 2026, pese a un panorama caracterizado por una atenuación de las presiones inflacionarias y un contexto financiero más flexible, se prevé una ligera desaceleración en el segmento de Vida, con tasas estimadas del 6,0%, y en torno del 5,3% para el segmento de los seguros de No Vida. Este ajuste respondería a la persistencia de incertidumbres geopolíticas y a la evolución de las políticas económicas en las principales economías, factores que inciden directamente en la percepción de riesgo de los agentes económicos y en la dinámica de sus decisiones de aseguramiento.

El análisis trimestral de la evolución del mercado asegurador global (véase la Gráfica 2.1.1-b y la Tabla B-1 del Apéndice), respecto a las contribuciones al crecimiento de las primas a nivel mundial, proyecta un crecimiento global sostenido en 2025, al estimarse un aumento promedio

del 2,2 puntos porcentuales (pp) por el segmento Vida y de 2,7 pp del segmento de No Vida, lo que generaría un crecimiento compuesto del 4,9% en primas totales. Para 2026, las tasas de expansión se incrementarían a 3,2 pp en Vida y 3,3 pp en No Vida, con un impacto en el total del 6,5%.

Ahora bien, en el análisis de las regiones económicas en el crecimiento del mercado asegurador global de seguros de Vida (véanse la Gráfica 2.1.1-c y Tabla B-1 del Apéndice), destaca que, para el periodo 2025-2026, Norteamérica liderará el impulso con una contribución de 1,5 pp, China seguirá con 1,4 pp, mientras que la Unión Europea y el Reino Unido aportarán 1,3 pp, Asia Emergente (sin incluir China) 0,6 pp, Asia Desarrollada y Oceanía sumarán 0,5 pp, y América Latina y Europa, Oriente Medio y África completarán con 0,3 pp, respectivamente.

En el mercado asegurador de No Vida, por su parte, las previsiones para el periodo 2025-2026 destacan a Norteamérica como el principal impulsor del crecimiento global de las primas. De acuerdo con los datos presentados en la Gráfica 2.1.1-d y la Tabla B-1 del Apéndice, se espera que esta región aporte 2,9 pp al crecimiento sectorial, aunque con una leve desaceleración respecto a 2024 (cuando su contribución alcanzó los 3,3 pp). Este comportamiento refleja la solidez del mercado norteamericano, pero también las señales de madurez en su dinámica de expansión. En contraste, Europa y el Reino Unido experimentarán una reducción en su participación, pasando de 0,9 pp en 2024 a 0,7 pp en 2025, lo que evidencia un entorno económico más moderado y desafíos estructurales en el sector asegurador de estas regiones. China, por otro lado, incrementará su protagonismo, elevando su contribución al crecimiento de las primas de No Vida a 0,6 pp, consolidando su posición como un mercado clave en el ámbito global. Por el contrario, las economías emergentes mantienen un impacto limitado en el crecimiento asegurador de No Vida. De esta forma, Asia Desarrollada y Oceanía aportarán 0,3 pp del crecimiento global en este segmento, mientras que América Latina contribuirá con 0,2 pp. Regiones como Europa (ex Unión



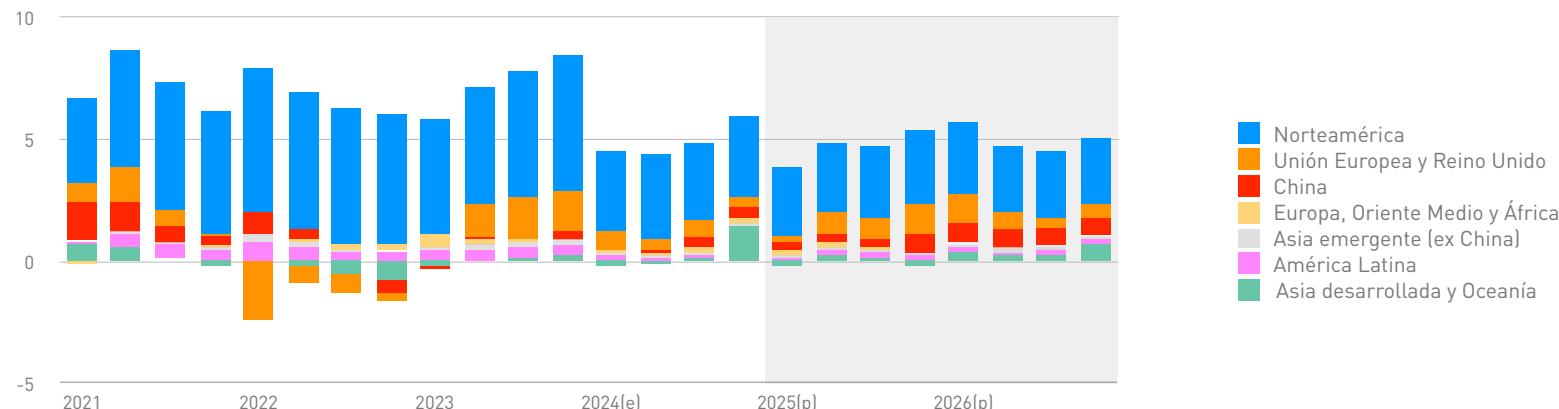
Europea), Oriente Medio y África continuarán con una participación marginal, de apenas 0,1 pp cada una, lo que refleja la necesidad de mayores estímulos para dinamizar sus mercados aseguradores.

Las previsiones de crecimiento de primas de seguros por país, detalladas en la Tabla B-1 del Apéndice de este informe, reflejan una estrecha relación entre el desempeño económico de cada uno de ellos y su contribución al avance del mercado asegurador, tanto a nivel regional como global. En este contexto, Estados Unidos y China emergen como los principales motores del crecimiento asegurador, sustentando su liderazgo en los segmentos más dinámicos de la industria aseguradora global.

## 2.1.2 Eurozona

En la Eurozona, mejora ligeramente la previsión de crecimiento económico hasta el 1,0% en 2025 (0,8% en 2024) y el 1,1% en 2026, a medida que se siguen trasladando a la economía real los efectos de las bajadas de tipos de interés implementadas por el Banco Central Europeo (BCE), en un entorno de inflación controlada, que podría quedar incluso por debajo del objetivo de política monetaria en el próximo año. Esta ligera mejoría en las perspectivas económicas, principalmente por la revisión al alza del crecimiento de Alemania en este año, sigue sustentando buenas perspectivas para su sector asegurador, en un entorno de tipos de interés fuera ya del territorio restrictivo que está reactivando el crédito al sector privado y un previsible impulso fiscal por el incremento en el gasto en defensa.

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

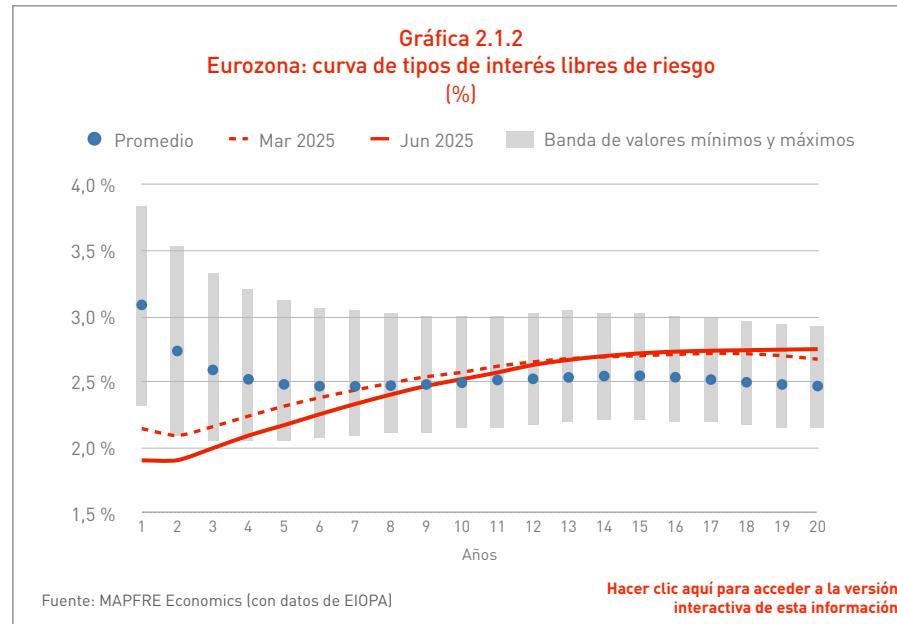


Fuente: MAPFRE Economics

Asimismo, la inflación siguió moderándose, incluso una décima por debajo del objetivo de política monetaria en el mes de mayo, y se situó en el 2,0% en el mes de junio (frente a una inflación promedio de 2024 del 2,4%), lo que permitió al BCE recortar nuevamente los tipos de interés de la política monetaria en la reunión del mes de junio de 2025 en 25 puntos básicos (pbs), siendo esta la octava bajada de tipos desde el mes de junio de 2024, hasta dejarlos en el 2,0% la facilidad de depósito, el 2,15% las operaciones principales de financiación y el 2,4% la facilidad marginal de crédito. Además, el BCE decidió continuar en su senda de reducción progresiva, pero moderada, del tamaño de su balance, dejando de reinvertir la totalidad del principal de los bonos en poder del BCE que van venciendo.

Las curvas de tipos de interés libres de riesgo de mercado al cierre del mes de junio producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) reflejan el nuevo escenario de tipos de interés, con una curva que se ha normalizado, presentando una clara pendiente positiva con unos tipos de mercado libres de riesgo en los plazos más cortos incluso por debajo del objetivo de inflación del BCE y unos tipos mayores en los plazos más largos, por encima de las previsiones de inflación (véase la Gráfica 2.1.2).

Las previsiones de crecimiento económico y una curva de tipos de interés libres de riesgo que ofrece una prima por plazo positiva, con niveles por encima de las expectativas de inflación en los tramos más largos de la curva, continúan siendo adecuadas para la comercialización de productos



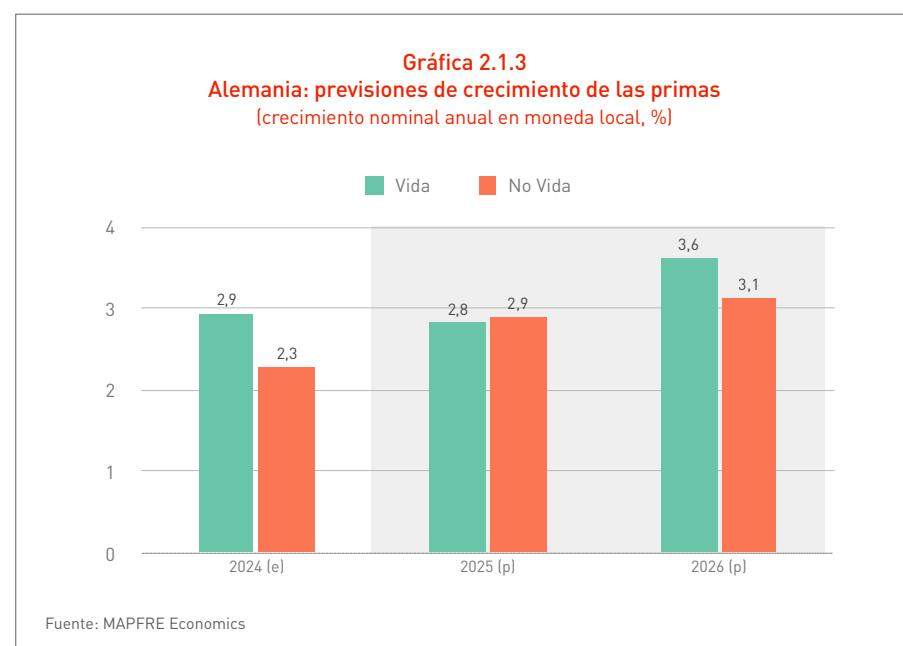
de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de mayores duraciones. Por otro lado, el Eurostoxx, a diferencia del año previo, tuvo un mejor comportamiento al de los índices de los Estados Unidos, con una revalorización en el primer semestre de 2025 del 8,4% (8,5% en 2024), lo que puede favorecer el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que se pueden beneficiar también de unos niveles de los tipos de interés de la renta fija superiores a las expectativas de inflación, especialmente en los tramos más largos de la curva.

### 2.1.3 Alemania

Las previsiones macroeconómicas para Alemania siguen dibujando un panorama de bajo crecimiento, con una ligera mejoría en este año con la

ayuda de la expansión fiscal prevista por el aumento de los gastos en infraestructura y defensa, que puede contrarrestar los efectos de la guerra comercial. Así, se prevé un crecimiento económico del 0,2% en 2025 (-0,2% en 2024) y una ligera aceleración en 2026, año en el que se espera un crecimiento del PIB del 0,9%. La tasa de inflación ha venido descendiendo a lo largo de la primera mitad del año hasta el 2,0% interanual en el mes de junio de 2025 (frente a una inflación media del 2,3% de 2024).

En este contexto económico, se prevé un crecimiento moderado para las primas de No Vida del sector asegurador en 2025, que podría situarse en el 2,9%, y acelerar su crecimiento en 2026 conforme mejora el panorama económico hasta el 3,1% (véase la Gráfica 2.1.3). Una inflación controlada y el rendimiento de las carteras de inversiones por el buen comportamiento

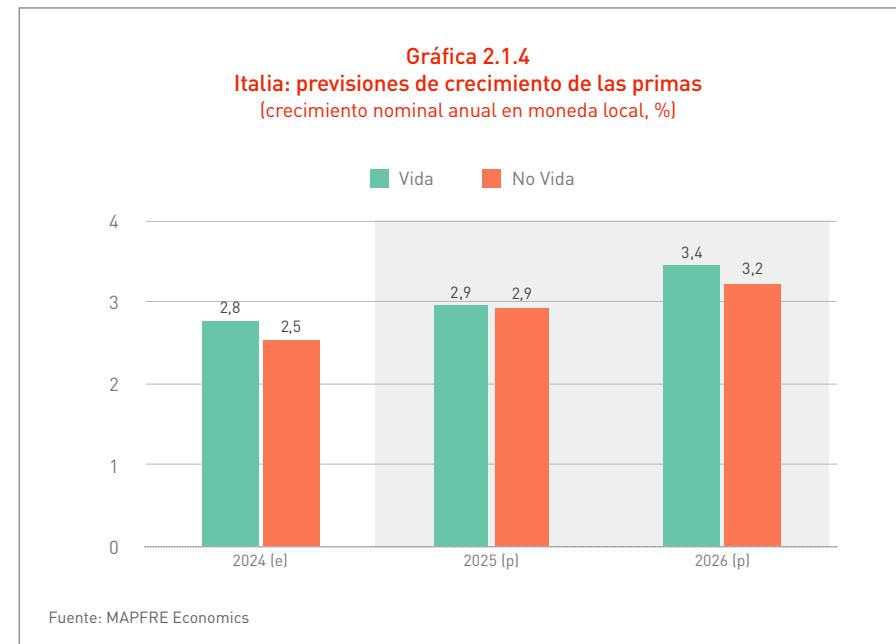


de los mercados financieros seguirá apoyando la rentabilidad de las entidades aseguradoras.

Respecto de las variables adicionales que pueden incidir en la actividad de los seguros de Vida, es de destacar que la curva de rentabilidad del bono soberano alemán se ha normalizado, presentando una pendiente positiva con una prima por plazo que permite ofrecer garantías de tipos de interés por encima de la inflación a mayores vencimientos en los productos de seguros de Vida ahorro. Por otro lado, el DAX alemán ha tenido un comportamiento excepcional, con una revalorización del 20,5% en el primer semestre de 2025 (18,7% en 2024), superando a los principales índices mundiales que experimentaron crecimientos más moderados. Este entorno de tipos de interés y de rentabilidad de los activos de riesgo favorece, asimismo, el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que pueden ampliar la composición de los activos de referencia hacia un mayor peso de la renta fija para aquellos asegurados con una mayor aversión al riesgo. En este contexto, el crecimiento de las primas de Vida del sector asegurador en 2025 podría situarse en el 2,8% y en 2026 hasta del 3,6%, teniendo en cuenta, además, las perspectivas de mejora en el crecimiento económico hacia el próximo año.

#### 2.1.4 Italia

En el caso de Italia, se mantienen las previsiones de bajo crecimiento económico en el 0,5% en 2025, mismo crecimiento que en el año previo, y del 0,7% en 2026. La inflación ha sufrido un pequeño repunte, hasta el 1,7% interanual en junio de 2025, pero sigue siendo, con diferencia, la más débil de las grandes economías de la Eurozona, con una inflación media del 1,0% en 2024 y más de veinte meses consecutivos por debajo del objetivo del BCE. En este contexto económico, se espera que la actividad aseguradora experimente crecimientos moderados del 2,9% y 3,2% en 2025 y 2026, respectivamente, para las primas de los seguros de No Vida (véase la Gráfica 2.1.4).

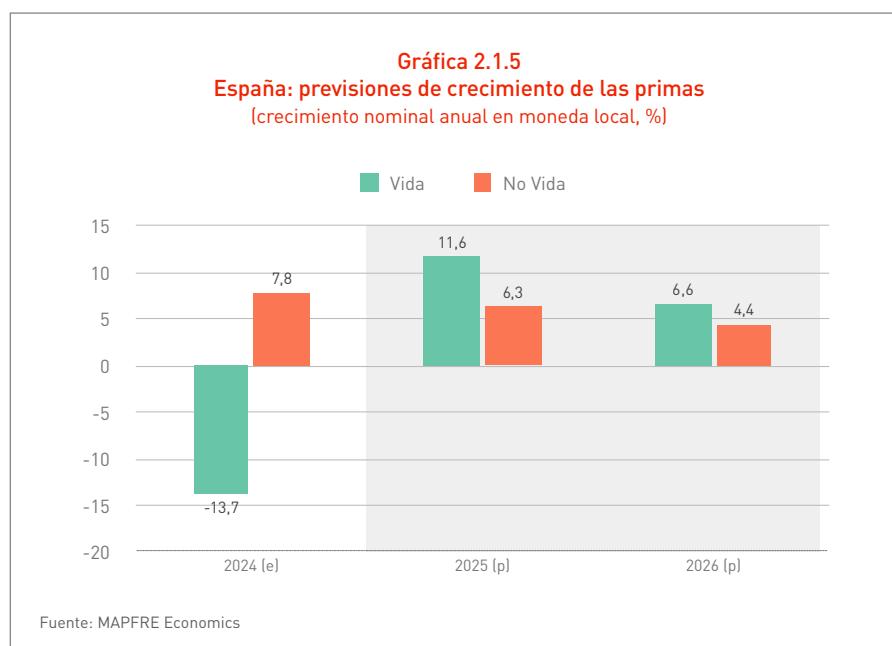


Por otro lado, en cuanto al entorno de tipos de interés para los seguros de Vida, la curva de deuda soberana italiana tiene un perfil similar al del resto de las mayores economías de la Eurozona, aunque con niveles más elevados, invertida en su tramo corto con vencimientos hasta un año, y una pendiente positiva en los tramos más largos, lo que permite ofrecer rentabilidades en los productos a largo plazo sustancialmente superiores a los tipos a corto plazo (prima por plazo positiva), por encima de la inflación. Ello constituye un entorno adecuado para los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales con mayores duraciones. Por su parte, el principal índice de renta variable italiano (FTSE MIB) tuvo una revalorización en el primer semestre del año 2025 del 15,8% (12,0% en 2024). Este comportamiento de la renta variable italiana y europea, junto con las altas rentabilidades ofrecidas por la renta fija soberana italiana, continúan siendo un apoyo para el desarrollo de los

productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de amplia difusión en el mercado italiano. En este contexto se estima que las primas de los seguros de Vida podrían crecer un 2,9% y un 3,4% en 2025 y 2026, respectivamente.

### 2.1.5 España

Se mantienen las previsiones de crecimientos para la economía española en torno al 2,5% en 2025 (3,1% en 2024) y del 1,7% en 2026. Este crecimiento económico previsto seguirá apoyado en el consumo privado, en el buen desempeño del mercado laboral y en el crédito al sector privado, en un entorno de menores tipos de interés, lo que seguirá sustentando a la actividad aseguradora con crecimientos estimados para



las primas de No Vida del 6,3% en 2025 (7,8% en 2024) y una desaceleración en 2026 hasta el 4,4% (véase la Gráfica 2.1.5), por encima en ambos casos de la inflación prevista del 2,3% y 1,8%, respectivamente. La moderación de la inflación y el rendimiento financiero de las carteras de inversión seguirán apoyando a la rentabilidad del sector asegurador español.

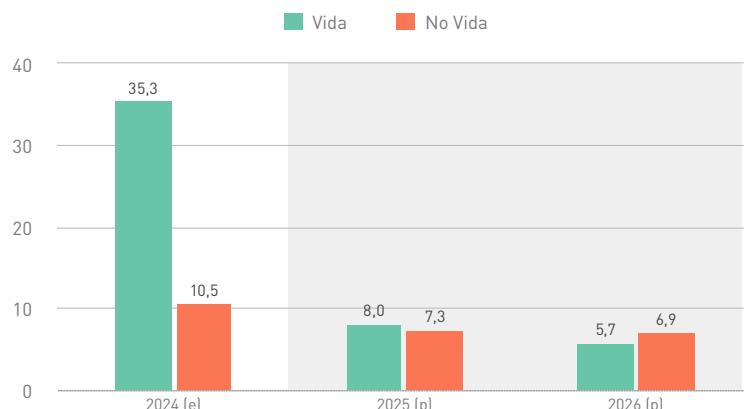
En cuanto al entorno de tipos de interés, la curva de tipos de la deuda soberana española ha incrementado la pendiente positiva en prácticamente todos sus tramos, ofreciendo rentabilidades por encima de las previsiones de inflación para 2025 y 2026 en los vencimientos por encima de los cuatro años. Ello puede favorecer el desarrollo de los seguros de ahorro con garantías a más largo plazo, estimándose una vuelta al crecimiento de las primas de los seguros de Vida en 2025 del 11,6% (tras el retroceso del -13,7% en 2024), desacelerándose previsiblemente en 2026, hasta el 6,6%, en línea con el más moderado crecimiento económico y los menores niveles en los tipos de interés.

### 2.1.6 Portugal

Las perspectivas de crecimiento para la economía de Portugal sitúan el crecimiento del PIB en el 2,0% para 2025 (1,9% en 2024), y el 1,9% en 2026, apoyado fuertemente en el consumo privado. Este buen comportamiento de la economía portuguesa se trasladará a la actividad de su sector asegurador (véase la Gráfica 2.1.6), el cual seguirá creciendo en el ramo de No Vida por encima de la inflación, con un crecimiento estimado del 7,3% y 6,9% en 2025 y 2026, respectivamente. La inflación ha vuelto a repuntar en los últimos tres meses, hasta el 2,4% interanual del mes de junio, lo que podría afectar a la rentabilidad del sector asegurador, aunque las previsiones apuntan a que seguirá moderándose, quedando la inflación media de 2025 y 2026 en el 2,1%.

En cuanto a los seguros de Vida, la curva de tipos de interés de la deuda soberana portuguesa continúa mostrando un comportamiento similar al

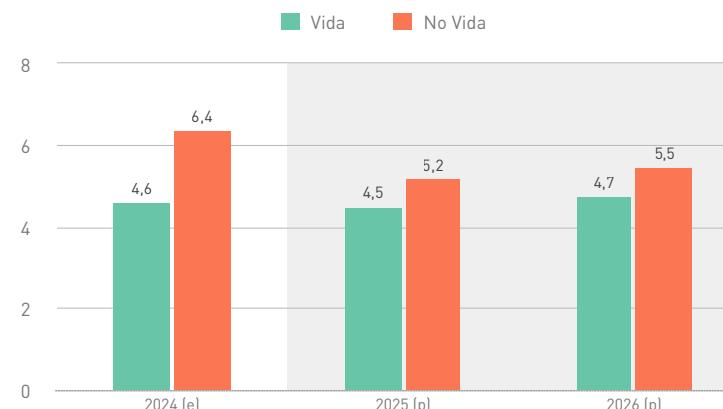
**Gráfica 2.1.6**  
**Portugal: previsiones de crecimiento de las primas**  
 (crecimiento nominal anual en moneda local, %)



Fuente: MAPFRE Economics

bono soberano español y de otros países de la Eurozona, con una caída en los tipos de mercado a consecuencia de las bajadas de tipos de interés por parte del BCE, aumentando la pendiente positiva en todos sus tramos, con la única excepción de los vencimientos hasta un año en los que sigue ligeramente invertida. Este entorno de tipos de interés de la deuda soberana europea, que ofrece tipos de interés por encima de la inflación prevista en los vencimientos más largos, es un entorno propicio para el desarrollo de la actividad aseguradora vinculada al ahorro, estimándose que las primas de los seguros de Vida puedan crecer en torno al 8,0% y 5,7% en 2025 y 2026, respectivamente.

**Gráfica 2.1.7-a**  
**Reino Unido: previsiones de crecimiento de las primas**  
 (crecimiento nominal anual en moneda local, %)

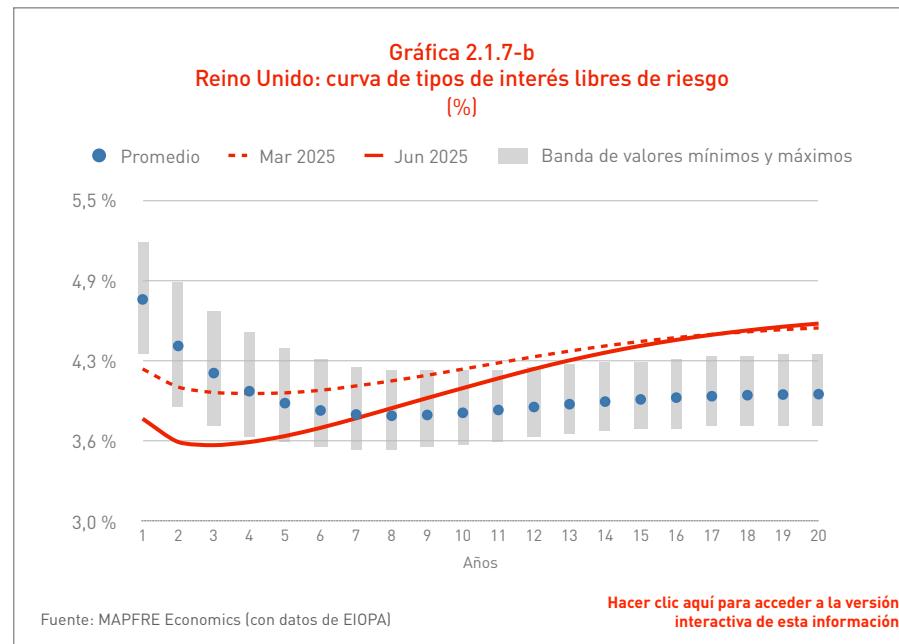


Fuente: MAPFRE Economics

## 2.1.7 Reino Unido

En el Reino Unido, las previsiones de crecimiento económico apuntan al 1,1% en 2025, mismo crecimiento que en el año previo, y al 1,2% en 2026. La inflación continúa repuntando, manteniéndose por encima del 3% en los últimos tres meses, elevándose al 3,6% interanual en el mes de junio (frente a una inflación media del 2,5% de 2024). Este contexto económico de crecimiento moderado con una mayor inflación hace revisar al alza las previsiones de crecimiento de las primas del segmento de No Vida al 5,2% en 2025 y al 5,5% en 2026 (véase la Gráfica 2.1.7-a).

Ante el repunte de la inflación, el Banco de Inglaterra decidió mantener los tipos de interés de política monetaria en el 4,25% en su reunión de



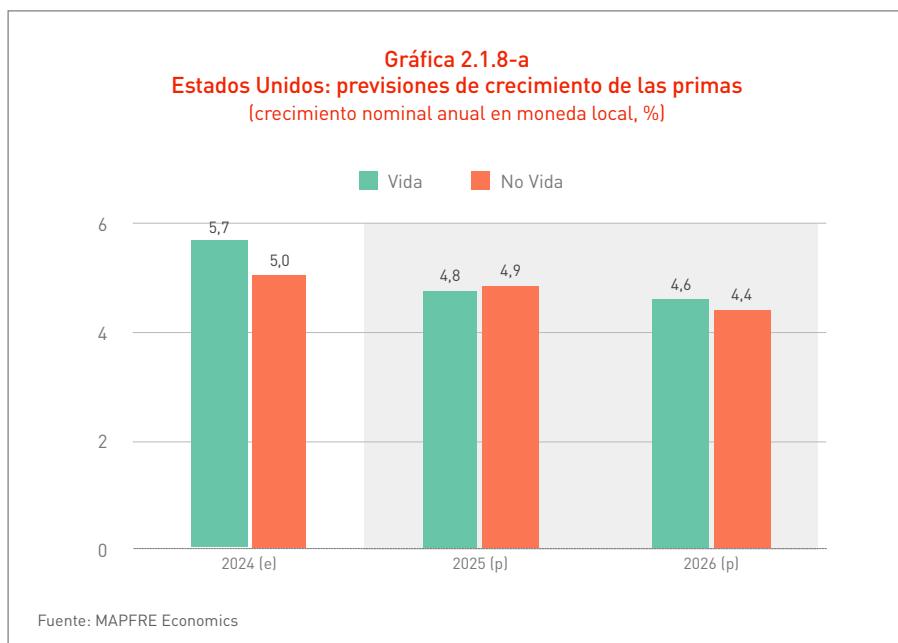
junio. En la curva de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA del cierre del mes de junio (véase la Gráfica 2.1.7-b), se aprecia una relajación en los tipos de interés de mercado en los primeros tramos de la curva que aparece invertida, anticipando que se pueden producir nuevos avances por parte del Banco de Inglaterra para salir del territorio restrictivo y continúa ganando pendiente positiva en los tramos más largos. En cuanto a la renta variable, el FTSE 100 de Londres experimentó un crecimiento del 9,2% en el primer semestre de 2025 (5,8% en 2024).

Los altos niveles de los tipos de interés en los tramos más cortos de la curva y la inversión de la curva de rendimientos generan un entorno adecuado los productos de Vida vinculados al ahorro con garantías a corto plazo y revisión de tipos en cada renovación, ganando también atractivo los

productos con garantías de tipos a mayores plazos, al ofrecer una prima por plazo positiva y rentabilidades claramente superiores a las últimas lecturas de los datos de inflación. Este entorno de tipos de interés, así como el mejor desempeño de la renta variable, continúa siendo un apoyo para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de amplia difusión en el mercado británico. De esta forma, se esperan unos crecimientos de las primas de este segmento en torno al 4,5% y el 4,7% en 2025 y 2026, respectivamente.

## 2.1.8 Estados Unidos

En los Estados Unidos, las estimaciones apuntan hacia una desaceleración del crecimiento del PIB algo mayor de lo previsto, con un crecimiento del

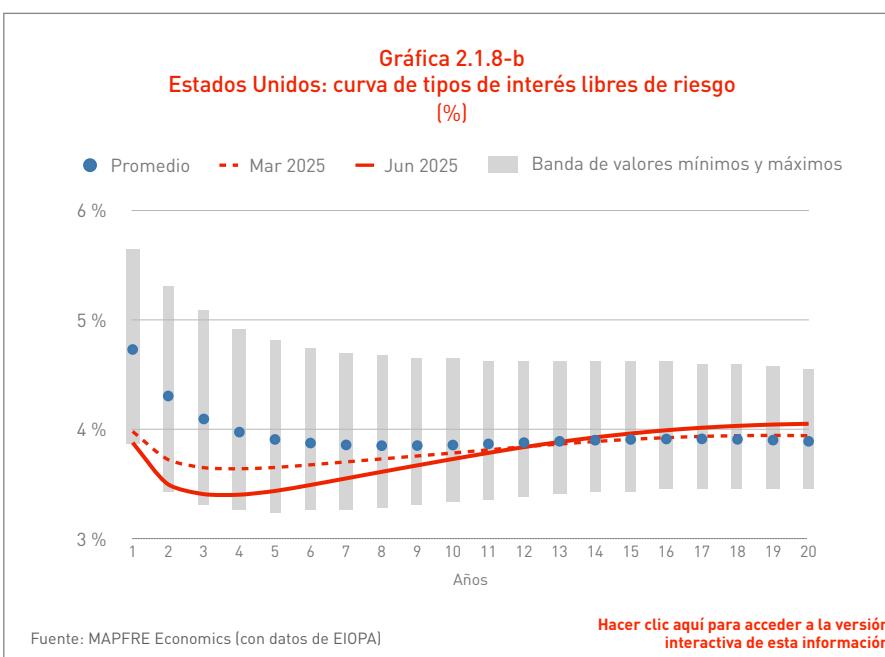


1,7% en 2025 (2,8% en 2024) y del 1,8% en 2026. La inflación se ha venido moderando a lo largo del primer semestre, aunque se encuentra todavía por encima del objetivo de la Reserva Federal, con un 2,7% interanual en el mes de junio (frente a una inflación media anual del 3,0% en 2024). Esta desaceleración de la economía estadounidense proviene del peor comportamiento de la demanda externa, mientras que las previsiones del consumo interno mejoran, lo que lleva a revisar ligeramente al alza las previsiones de crecimiento de las primas de seguros para este año hasta el 4,9% para el negocio de No Vida, manteniéndose las de 2026 en el 4,4% (véase la Gráfica 2.1.8-a), con buenas perspectivas también en cuanto a su rentabilidad, con la ayuda de una inflación que sigue moderándose y de los ingresos financieros por los altos niveles de los tipos de interés

especialmente en los tramos cortos y en los más largos de la curva de deuda soberana de los Estados Unidos.

No obstante, la inflación no termina de ceder y se mantiene por encima del objetivo de la Reserva Federal, lo que le ha llevado a mantener su política monetaria en territorio restrictivo, sin variación en los tipos de interés en su reunión del mes de junio, dejándolos en un rango entre el 4,25% y el 4,5%. En la curva de tipos de interés libre de riesgo de mercado del mes de junio producida por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8-b), se observa una ligera relajación en los niveles de los tramos de la curva hasta 12 años, con una pendiente negativa en los primeros tramos en vencimientos hasta tres años, reflejando la expectativa de que la Reserva Federal podría esperar antes de reducir los tipos de interés en los próximos trimestres, en función de los datos de inflación y de desaceleración en el crecimiento económico. Los tipos de interés permanecen por encima de la inflación en todos sus tramos, en mayor medida en el tramo corto y en los plazos más largos de la curva.

Este entorno de intereses reales positivos continúa siendo un contexto propicio para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de duraciones cortas y revisión de tipos en cada renovación, pero también de productos con tipos garantizados de duraciones mayores, que mantienen su atractivo. Por otro lado, el índice Nasdaq Composite ha tenido una revalorización inferior a la de los principales índices europeos del 6,8% en el primer semestre de 2025 (30,8% en 2024). El S&P500 tuvo un comportamiento similar, aunque con un crecimiento ligeramente inferior al del Nasdaq, del 6,1% en el primer semestre de 2025 (24,0% en 2024). Este entorno económico y financiero es algo menos favorable pero seguirá beneficiando el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que pueden beneficiarse también de los altos tipos de interés de la renta fija, especialmente de los de mayor duración como es el bono del Tesoro a diez años, para aquellos tomadores de seguros con un perfil más conservador, teniendo en cuenta que los índices de renta variable siguen

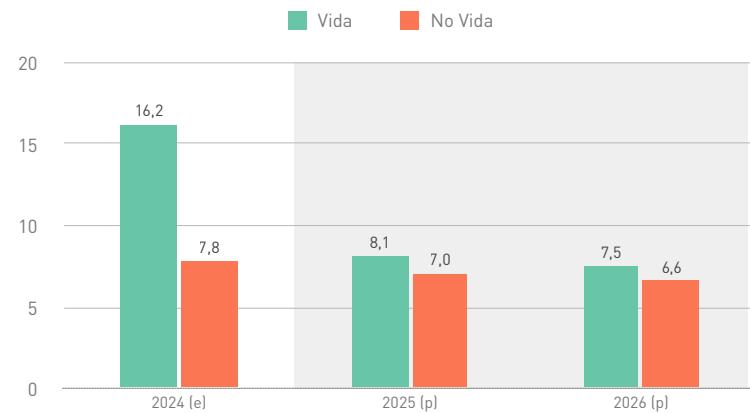


cerca de sus máximos históricos. En este contexto, se estima que las primas de los seguros de Vida en los Estados Unidos podrían crecer el 4,8% en 2025 y el 4,6% en 2026.

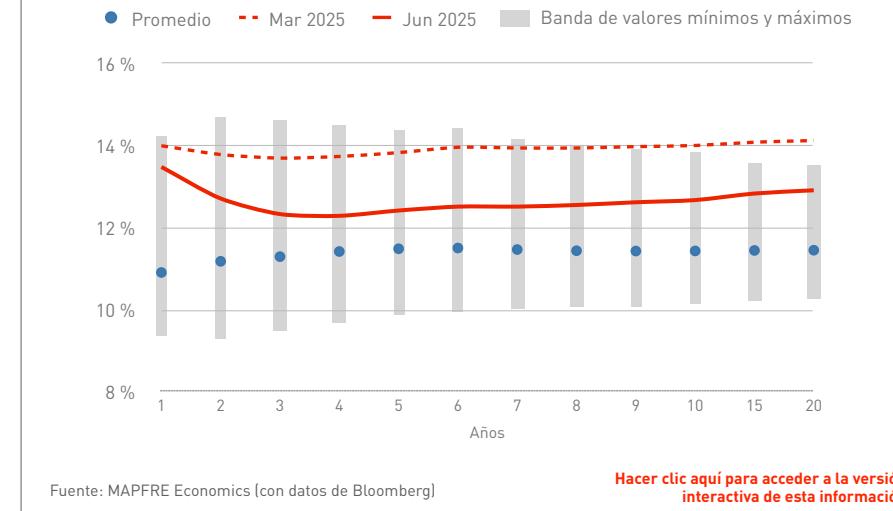
### 2.1.9 Brasil

Las previsiones para la economía brasileña en 2025 anticipan un crecimiento económico del 2,2% (3,0% en 2024), por lo que continúan apuntando hacia una ligera desaceleración económica, algo menor de lo previsto en el anterior trimestre, que se acentuaría en 2026, con un crecimiento previsto del 1,6%, en un contexto de condiciones de política monetaria restrictiva aplicada por el banco central brasileño, en su lucha contra el repunte de la inflación. En este contexto, se estima que las

**Gráfica 2.1.9-a**  
Brasil: previsiones de crecimiento de las primas  
(crecimiento nominal anual en moneda local, %)



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



primas de No Vida crecerían en 2025 un 7,0%, esperándose una ligera desaceleración en 2026 hasta el 6,6%, crecimientos por encima de las previsiones de inflación media del 5,3% y 4,4%, respectivamente (véase la Gráfica 2.1.9-a). Por otro lado, los altos niveles de los tipos de interés seguirán incidiendo de forma positiva en la rentabilidad del sector asegurador, compensando el repunte de la inflación de los últimos meses.

La inflación lleva cinco meses consecutivos superando el 5% (por encima del objetivo de política monetaria del 4,5%), lo que ha motivado una nueva subida del tipo de interés de referencia de la política monetaria por parte del Banco Central de Brasil de 25 pbs, hasta el 15%, en su reunión de junio. Las estimaciones apuntan a que la inflación se irá moderando hacia 2026, cuando quedaría dentro del objetivo de política monetaria, lo que

viene reflejado en las curvas de tipos de interés libres de riesgo correspondientes al cierre del mes de junio (véase la Gráfica 2.1.9-b), en las que se observa una relajación en todos los tramos de la curva de los tipos libres de riesgo de mercado, menos acusada en el tramo más corto, en una curva que tiene pendiente negativa en vencimientos hasta los cuatro años. Este entorno de tipos de interés sigue siendo propicio para los productos de seguros de Vida ahorro (VGBL y PGBL) y rentas vitalicias, los cuales pueden seguir ofreciendo rentabilidades significativamente superiores a los últimos datos de inflación, aprovechando el alto nivel de los tipos a corto plazo. En este contexto, se estima que las primas de los seguros de Vida podrían crecer un 8,1% en 2025 (16,2% en 2024), y en 2026 el crecimiento previsto alcanzaría el 7,5%.

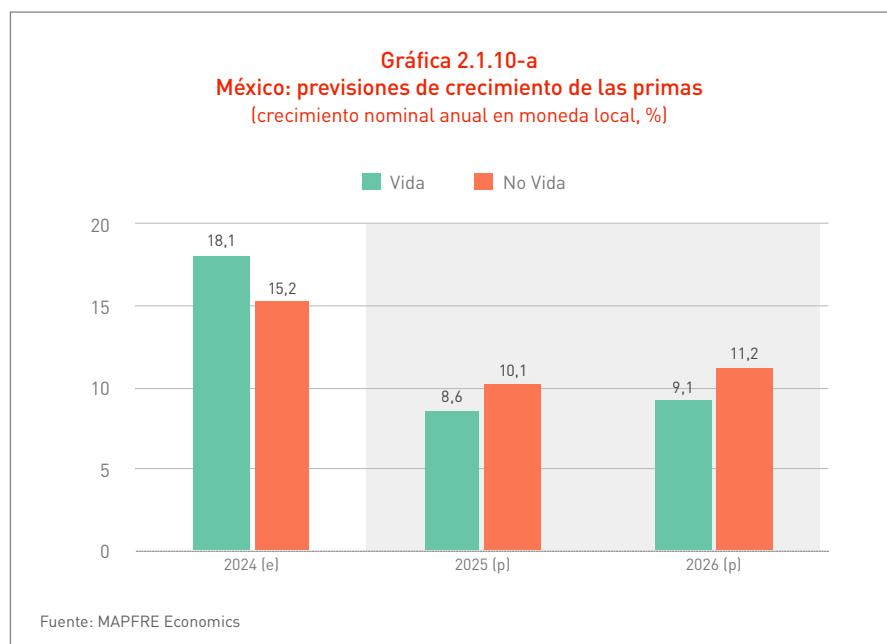
## 2.1.10 México

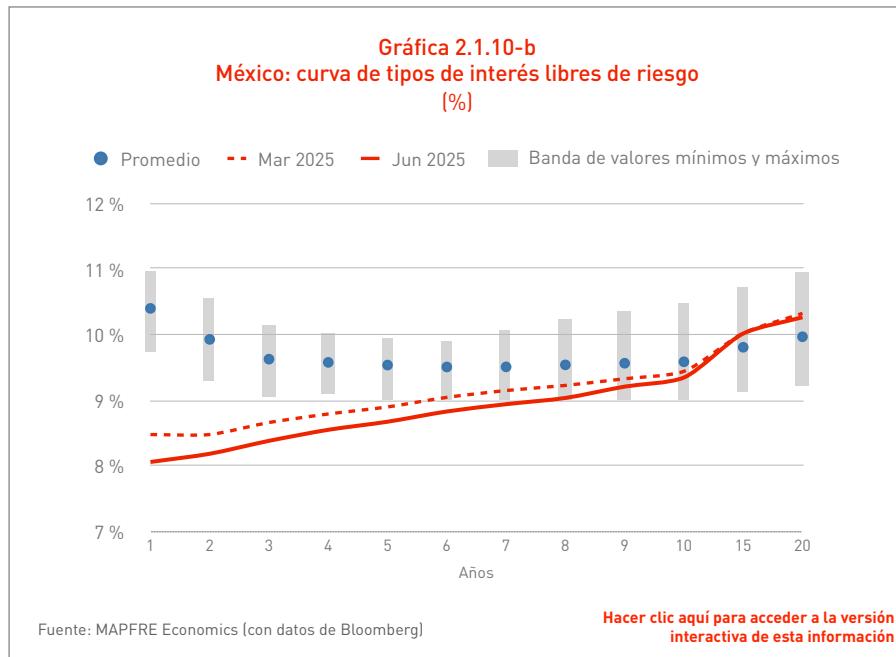
En México, las previsiones que apuntan a una desaceleración económica en 2025, hasta el 0,4% (1,2% en 2024) y una recuperación en 2026 con un crecimiento económico previsto del 1,5%, en un entorno de incertidumbre que continúa elevada, por los efectos potenciales de las posibles medidas arancelarias por parte de los Estados Unidos, todavía en fase de negociación. La inflación ha seguido en su senda de moderación y la actividad aseguradora ha venido resistiendo bien el entorno de desaceleración económica, lo que hace mejorar las estimaciones de crecimiento para la actividad aseguradora, con una previsión de crecimiento de las primas de No Vida del 10,1% en 2025, y en 2026 hasta el 11,2% (véase la Gráfica 2.1.10-a), significativamente superiores a las previsiones de inflación para estos dos años del 3,9% y 3,7%, respectivamente.

La tasa de inflación se mantuvo dentro del rango objetivo del Banco de México durante los cuatro primeros meses del año (entre el 2% y el 4%), lo que llevó al banco central a seguir reduciendo los tipos de interés de política monetaria en su reunión de junio hasta el 8,0%, a pesar del ligero repunte en los datos de inflación de los meses de mayo y junio del 4,42% y

4,32%, respectivamente. En la curva de tipos de interés libres de riesgo (véase la Gráfica 2.1.10-b), se observa una ligera relajación en los tipos de mercado, significativamente por debajo de los mínimos marcados en 2024 en los primeros tramos de la curva, con vencimientos hasta los seis años y una normalización al ganar pendiente positiva en todos sus tramos.

De esta forma, los tipos de interés reales continúan en terreno ampliamente positivo en todos los tramos de la curva, con tipos nominales significativamente por encima de la inflación media prevista (3,9% y 3,7% en 2025 y 2026, respectivamente). Se trata de un entorno adecuado para la actividad aseguradora de los seguros de Vida vinculados al ahorro y de rentas vitalicias, los cuales pueden ofrecer una remuneración atractiva en todos los plazos y, especialmente en los productos de mayor duración, al ofrecer la curva una prima por plazo positiva. En este contexto y, teniendo



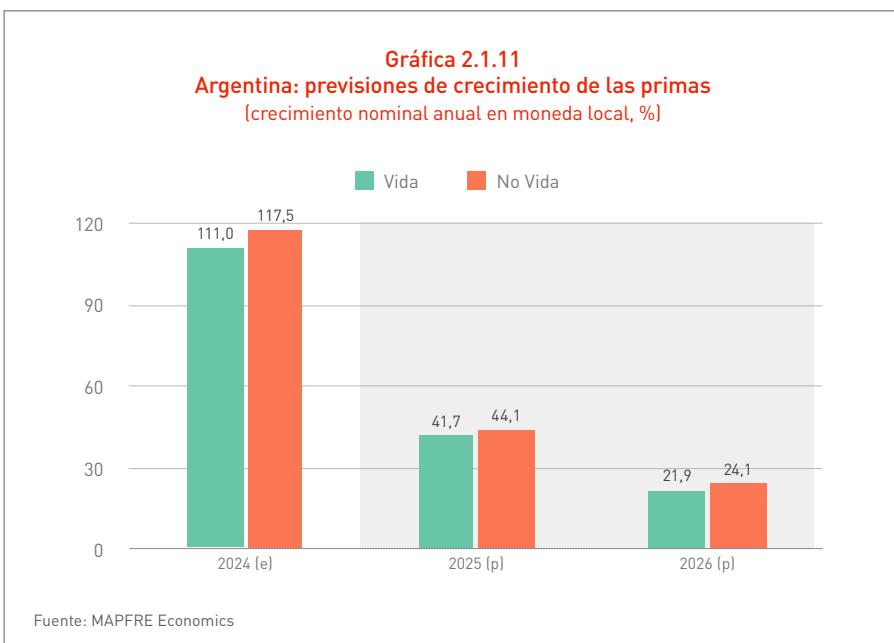


en cuenta el buen comportamiento de este segmento de negocio en los últimos trimestres, se han revisado al alza las estimaciones de crecimiento de las primas de los seguros de Vida en el mercado mexicano hasta el 8,6% en 2025 y el 9,1% en 2026. Por último, cabe señalar que la moderación de la inflación, aunado a los mayores ingresos financieros y unos niveles de tipos de interés reales que continúan en niveles altos, seguirán aportando a la rentabilidad del sector asegurador mexicano.

## 2.1.11 Argentina

Se han revisado al alza las previsiones de crecimiento económico para Argentina para este año 2025, hasta el 5,0% (-1,7% en 2024) y el 3,3% en 2026. Las medidas de control del déficit público adoptadas por el nuevo

gobierno y la política monetaria aplicada por su banco central siguen dando sus frutos, con una tasa de inflación que continúa en su senda descendente, hasta el 39,4% interanual en el mes de junio, frente a una inflación media anual en 2024 del 219,9%. Estas buenas perspectivas de crecimiento económico, tras los fuertes ajustes que llevaron a una recesión en el año previo, dibujan un panorama alentador para la actividad aseguradora, con un crecimiento estimado para las primas de seguros de No Vida del 44,1% en 2025, reduciendo su crecimiento en 2026 hasta el 24,1% en términos nominales, lo cual implica crecimientos reales positivos saludables, teniendo en cuenta las estimaciones de inflación del 39,0% y 20,0% de inflación media prevista para 2025 y 2026, respectivamente (véase la Gráfica 2.1.11).



**Gráfica 2.1.12-a**  
**Turquía: previsiones de crecimiento de las primas**  
 (crecimiento nominal anual en moneda local, %)



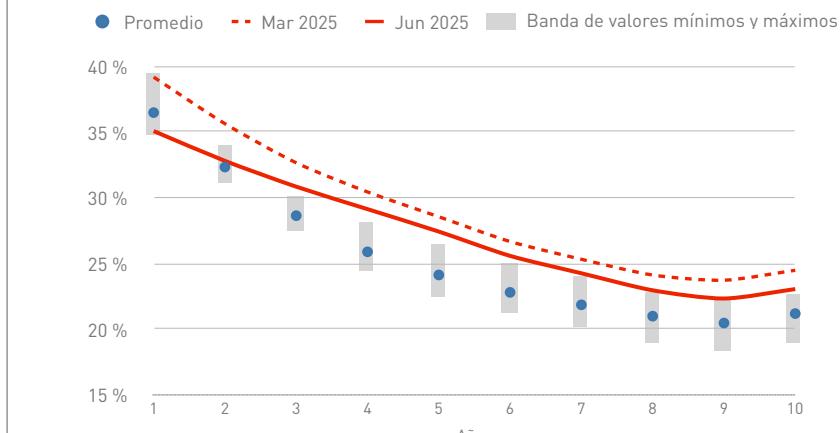
Fuente: MAPFRE Economics

En cuanto a las variables que pueden incidir en la actividad de los seguros de Vida vinculados al ahorro y al crédito, además del efecto favorable de las previsiones de crecimiento económico, es de destacar que el Banco Central de la República Argentina ha mantenido el tipo de referencia en el 29% desde el mes de enero, lo que dibuja un panorama de tipos de interés algo mejor pero todavía complicado para los seguros de Vida vinculados al ahorro, por las dificultades para encontrar inversiones de alta calidad crediticia que permitan ofrecer rentabilidades superiores a la inflación. Con esto, las estimaciones de crecimiento nominal de las primas de Vida del sector asegurador argentino en 2025 y 2026 podrían situarse en el 41,7% y el 21,9%, respectivamente.

## 2.1.12 Turquía

Mejoran ligeramente las previsiones para la economía turca en 2025, las cuales anticipan un crecimiento del 2,8% (3,2% en 2024), lo que supone una suave desaceleración económica, que se revertiría en 2026 con un crecimiento previsto del 3,3%. La inflación (todavía en niveles altos) continúa moderándose, tras seguir una senda desde hace un año marcadamente descendente, hasta el 35,05% interanual en el mes de junio de 2025 (frente a la inflación media en 2024 del 58,5%), lejos de los niveles alcanzados a mediados del año previo (75,4% en el mes de mayo). El entorno de crecimiento económico y de moderación de la inflación sigue siendo propicio para el desarrollo de la actividad aseguradora, apuntando a un crecimiento estimado de las primas de seguros de No

**Gráfica 2.1.12-b**  
**Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo**  
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

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

Vida del 36,9% y 25,0%, en 2025 y 2026, respectivamente (véase la Gráfica 2.1.12-a), lo que implica crecimientos reales positivos, considerando la previsión de inflación media del 33% y 20,5% en 2025 y 2026, respectivamente.

El banco central turco decidió seguir aplicando una política monetaria restrictiva en su lucha contra la inflación, manteniendo el tipo de interés de referencia de política monetaria en el 4,6% en su reunión de junio, tras la subida de 350 pbs que aplicó en el mes de abril. En las curvas de tipos de interés de riesgo soberano se sigue apreciando una cierta estabilización en los tipos de interés libres de riesgo de mercado, que incluso se relajan en el mes de junio respecto de los del mes de marzo, con una curva que sigue presentando una pendiente marcadamente negativa con unos niveles en los plazos más cortos superiores a la inflación (véase la Gráfica 2.1.12-b).

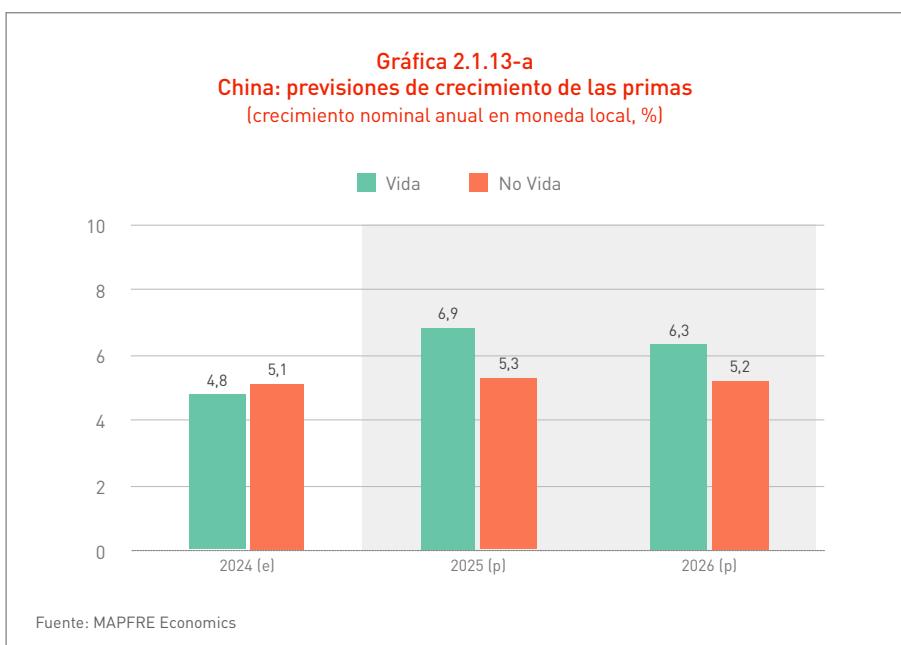
Así, sigue mejorando el entorno de tipos de interés para el desarrollo de la actividad de los seguros de Vida ahorro en el mercado turco, más adecuado para productos que ofrezcan intereses garantizados a plazos cortos por encima de las últimas lecturas de la inflación y la revisión del tipo garantizado en cada vencimiento. En este contexto, teniendo en cuenta también el posible desarrollo de los seguros de Vida riesgo, se estima que las primas nominales de los seguros de Vida en Turquía puedan crecer en el entorno del 38,3% y del 25,7% en 2025 y 2026, respectivamente. La mejora en los datos de inflación y la elevada rentabilidad financiera de las carteras de inversión en un entorno de altos niveles de los tipos de interés hacen anticipar también mejoras en cuanto a la rentabilidad del sector asegurador.

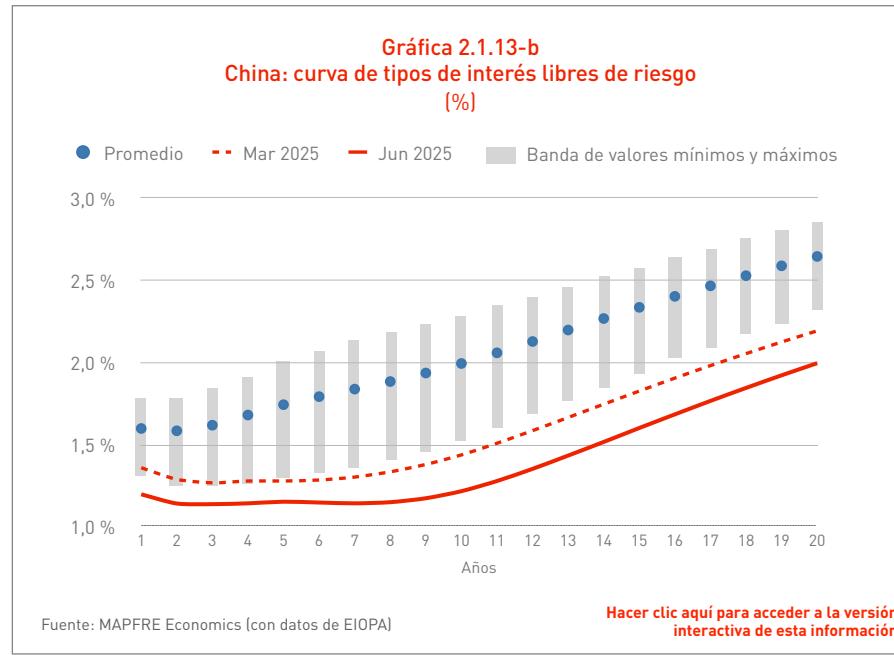
### 2.1.13 China

Las previsiones de la economía china en 2025 prevén un crecimiento del 4,4% (5,0% en 2024) y del 4,2% en 2026, apoyada en el consumo privado interno y un mayor gasto público; crecimientos económicos que siguen

siendo sustanciales, si bien apuntan a una ligera desaceleración y son más débiles de lo habitual para esa economía. En este entorno, se revisan ligeramente las previsiones de crecimiento de las primas de seguros de No Vida al 5,3% en 2025 y algo menor en 2026 hasta el 5,2% (véase la Gráfica 2.1.13-a).

Por otro lado, la inflación en China continúa débil, 0,1% interanual en el mes de junio, por debajo de la media del año 2024 del 0,2% y tras cuatro meses en territorio deflacionario. En este entorno, el banco central avanzó en la implementación de una política monetaria acomodaticia, reduciendo los tipos de interés en el mes de mayo sus dos tipos de interés de política monetaria de referencia en el 3,0% para el tipo a un año y el 3,5% para el tipo a cinco años (referencia habitual para el crédito hipotecario). En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13-b) se observa





que los tipos de interés libres de riesgo de mercado en el mes de junio vuelven a caer a lo largo de toda la curva, que queda ya por debajo de los mínimos alcanzados en el año anterior en todos sus tramos, reflejando las expectativas de continuidad de las medidas monetarias acomodaticias.

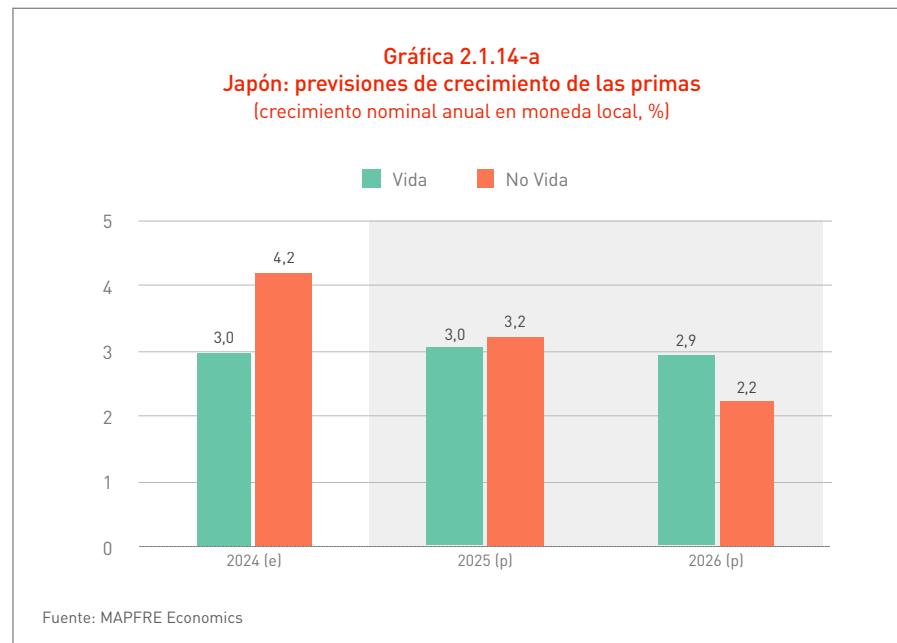
En este sentido, el entorno sigue siendo adecuado, aunque más complejo, para el desarrollo de la actividad de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias con niveles de tipos de interés a largo plazo sustancialmente por encima de los tipos a corto plazo en los tramos largos de la curva con vencimientos a partir de diez años, que ofrecen en esos plazos una prima por plazo positiva y una rentabilidad superior a las tasas de inflación, pero con una curva que se encuentra ligeramente invertida en los plazos cortos. Esto puede estimular el desarrollo de productos con garantías a

corto plazo y vencimientos cortos que ofrezcan la posibilidad de revisar los tipos garantizados en cada renovación. En este entorno económico y de tipos de interés se espera un crecimiento de las primas de seguros de Vida del 6,9% en 2025 y del 6,3% en 2026.

## 2.1.14 Japón

Las expectativas de un bajo crecimiento económico para Japón se mantienen, con una previsión en 2025 del 0,8% (0,2% en 2024), y en 2026 del 0,7%. La inflación, aunque viene moderándose a lo largo del año desde el máximo marcado en el mes de enero del 4% (media de 2024, 2,7%) hasta el 3,5% interanual en el mes de mayo, continúa en niveles altos para lo que ha venido siendo habitual en la economía japonesa durante décadas. Este entorno de aceleración en el crecimiento económico, junto con una tasa de inflación más elevada de lo habitual, hace revisar al alza las previsiones un crecimiento de las primas del negocio asegurador de No Vida para 2025 hasta el 3,2%, y del 2,2% en 2026 (véase la Gráfica 2.1.14-a).

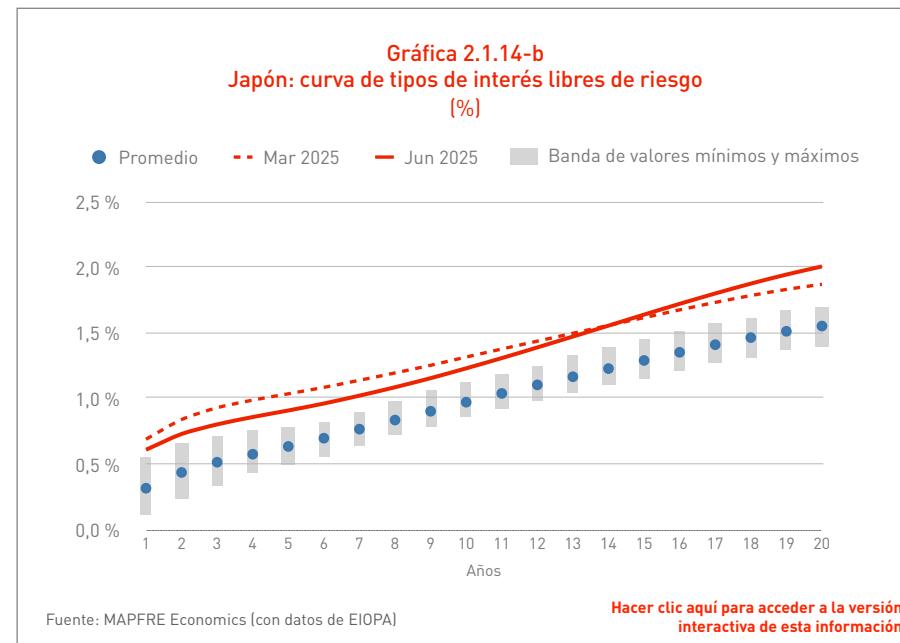
Por otra parte, la moderación de los datos de inflación, junto con la incertidumbre por el entorno geopolítico y arancelario, llevó al Banco de Japón a mantener sin cambios los tipos de interés de referencia de la política monetaria en su reunión de junio, dejándolos en el 0,5%. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA, al cierre del mes de junio de 2025 (véase la Gráfica 2.1.14-b), se observa una cierta relajación en todos los tramos de la curva de tipos de interés libres de riesgo de mercado, excepto en los tramos más largos, con valores positivos en todos sus tramos, aunque en niveles por debajo de los últimos datos de inflación. Esto deja los tipos de interés reales en territorio negativo, complicando el panorama para los seguros de Vida ahorro que no pueden ofrecer tipos garantizados que compensen las últimas lecturas en los niveles de inflación, aunque presenta una pendiente positiva que puede favorecer a los productos de ahorro con garantías a mayores plazos. En este entorno económico y de tipos de



interés, se estima que las primas de los seguros de Vida podrían crecer un 3,0% y el 2,9% en 2025 y 2026, respectivamente. Asimismo, la moderación de la inflación y la mejora en la rentabilidad financiera de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras niponas pueden ayudar a mejorar la rentabilidad de las entidades aseguradoras.

## 2.1.15 Reaseguro

En 2024, las pérdidas aseguradas por catástrofes naturales alcanzaron los 137.000 millones de dólares, previendo que de seguir la tendencia a largo plazo de un aumento anual del 5-7% en términos reales, las pérdidas aseguradas por catástrofes naturales se acercarían a los 145.000 millones de dólares en 2025<sup>4</sup>. Las pérdidas aseguradas del primer trimestre de 2025 fueron impulsadas por los incendios forestales de California



(Palisades y Eaton Fires), que contribuyeron con aproximadamente 37,5 millardos de dólares, así como por varios eventos de tormentas convectivas severas en los Estados Unidos en febrero y marzo, y los terremotos de Myanmar y China. En el segundo trimestre, se observó una desaceleración en las pérdidas aseguradas en comparación con el primer trimestre de 2025; se estima que las pérdidas aseguradas globales alcanzaron casi los 70 millardos de dólares en el primer semestre de 2025<sup>5</sup>. La Oficina Nacional de Administración Oceánica y Atmosférica (NOAA), predice una actividad de huracanes superior a la normal para la temporada de huracanes del Atlántico de 2025, que va del 1 de junio al 30 de noviembre. El pronóstico es de un rango de 13 a 19 tormentas con nombre (vientos de 63 km/h o superiores). De estas, se pronostica que entre 6 y 10 se convertirán en huracanes (vientos de 119 km/h o

superiores), incluyendo entre 3 y 5 huracanes mayores (categorías 3, 4 o 5; con vientos de 179 km/h o superiores).

Tras las correcciones de los años recientes en los términos y condiciones de reaseguro, el sector reasegurador ha entrado en 2025 con una posición financiera sólida, a pesar de las pérdidas ocasionadas por los incendios forestales de principios de 2025 en California. La suficiencia de capacidad ha producido una mejora de precios y condiciones en las renovaciones de reaseguro de enero de 2025, como pronosticaron a finales de 2024 los grandes brokers de reaseguro y agencias calificadoras de crédito, los cuales han informado de una moderación en los precios de reaseguro de catástrofes ambientales también en las renovaciones del 1 de junio de 2025<sup>6</sup>.

## 2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

### 2.2.1 Informe de Estabilidad Financiera de EIOPA

El último informe de estabilidad financiera publicado por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), en junio de 2025<sup>7</sup>, destaca varios indicadores de crecimiento y rentabilidad del sector asegurador de la Unión Europea que mejoraron en 2024, con un crecimiento de las primas brutas emitidas del 8,2% en No-Vida (hasta 769.000 millones de euros) y un 13,8% en Vida (758.000 millones de euros), revirtiendo la tendencia de bajo crecimiento de años anteriores. La cuota de negocio *unit-linked* repuntó hasta el 35,4% del total del negocio de Vida, reflejando su atractivo frente a la inflación.

El ratio de solvencia mediano de las aseguradoras de Vida disminuyó, tras la tendencia al alza experimentada en los últimos años, pero sigue mostrando una situación robusta y se sitúa en el 230% a finales de 2024 (246% en el cuarto trimestre 2023). Esta evolución se debe principalmente a un ligero descenso de los tipos de interés durante 2024. La mediana del

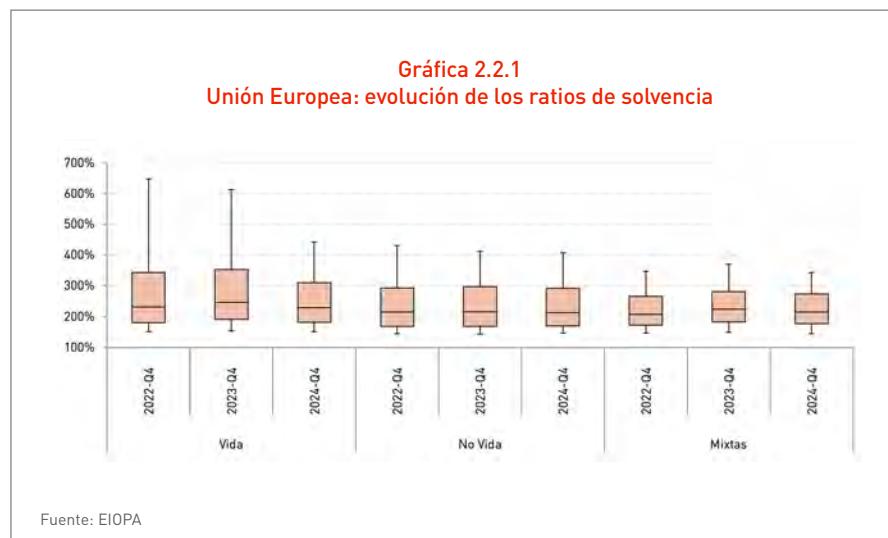
ratio de solvencia para las entidades mixtas y de No Vida también disminuyó, aunque en menor medida, hasta el 216% y 214%, respectivamente, frente al 225% y 217%, del año anterior (véase la Gráfica 2.2.1).

### Principales riesgos identificados

A continuación, se resumen los principales riesgos con posibles consecuencias sistémicas identificados por EIOPA en su informe de estabilidad financiera:

#### Riesgos geopolíticos y económicos

El entorno macroeconómico europeo, en 2025, se caracteriza por una elevada incertidumbre y una economía frágil. La economía mundial enfrenta una creciente fragmentación geoeconómica, con especial atención a las políticas arancelarias de Estados Unidos y el incremento del



gasto en defensa e infraestructuras tanto en Estados Unidos como en Europa. El sustancial superávit comercial de bienes de la Unión Europea (casi 200 millardos de euros) la hace vulnerable a las consecuencias negativas de los aranceles y las medidas de represalia. El aumento previsto del gasto fiscal para apoyar el desarrollo de defensa e infraestructuras tiene el potencial de estimular el crecimiento, pero también podría provocar recortes presupuestarios en otras áreas o un aumento del endeudamiento público.

#### *Riesgos financieros*

El informe destaca igualmente entre sus riesgos más relevantes la posible revalorización de los diferenciales de crédito por riesgos asociados a la sostenibilidad de la deuda y la volatilidad de los mercados financieros. Así, las noticias sobre aranceles provocaron alta volatilidad en las bolsas de valores, especialmente en el mercado estadounidense y afectó también a los tipos de interés, que a largo plazo se mantienen elevados. El tipo de cambio del dólar estadounidense frente a otras monedas se mostró igualmente volátil, con una apreciación a finales de 2024 frente al euro y depreciaciones posteriores, incluso en situaciones en las que los movimientos diferenciales de los tipos de interés con la Reserva Federal (con una política monetaria restrictiva) y el Banco Central Europeo (avanzando en su proceso de relajación monetaria) habría sugerido el movimiento contrario. Estos movimientos de los tipos de cambio generan riesgos de liquidez para aquellas aseguradoras y fondos de pensiones (IOPRs) con exposiciones en derivados de cobertura de divisas por las “margin calls”.

#### *Ciberseguridad y riesgos tecnológicos*

El riesgo cibernético sigue siendo material, alimentado por tensiones geopolíticas y el uso creciente de la inteligencia artificial (IA) en ciberataques. Desde enero de 2025, es aplicable el Reglamento de Resiliencia Operativa Digital (DORA), que establece normas armonizadas

para gestionar riesgos de ciberseguridad y resiliencia operativa en el sector financiero. Por otro lado, EIOPA cuantifica en su informe el mercado de ciberseguros en la Unión Europea en 5.900 millones de euros en primas de ciberseguro en 2024, concentrándose el 95% de este monto en seis países (Bélgica, Francia, Alemania, Irlanda, Italia y Luxemburgo), con las interrupciones de red, extorsión cibernética y *ransomware* como principales coberturas.

En este sentido, las Autoridades Europeas de Supervisión (EBA, EIOPA y ESMA) publicaron el 15 de julio una guía sobre las actividades de supervisión en el marco de la Ley de Resiliencia Operativa Digital, con el fin de proporcionar una visión general de los procesos utilizados por las referidas Autoridades a través de los equipos conjuntos de supervisión de los proveedores de servicios externos de tecnologías de la información y la comunicación críticas. Esta normativa establece, asimismo, la obligación de informar a las autoridades competentes sobre incidentes graves relacionados con las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC) y de realizar pruebas de resiliencia, entre otros aspectos.

Estas nuevas guías de las Autoridades Europeas de Supervisión se establecen dentro del nuevo marco normativo para la resiliencia operativa digital del sector financiero en la Unión Europea<sup>8</sup>, con el objetivo de armonizar los requisitos para garantizar la resiliencia operativa digital en el sector financiero, incluidas las entidades aseguradoras, tratando de garantizar la capacidad de una entidad para la continuidad de sus servicios en caso de perturbaciones, mediante la identificación, protección, detección, respuesta y recuperación ante los denominados riesgos de las TIC. Su entrada en vigor se produjo el 17 de enero de 2025, tras la publicación en el Diario Oficial del Reglamento Delegado (UE) 2024/1774 de la Comisión, de 13 de marzo de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican las herramientas, métodos, procesos y políticas, así como el marco simplificado de gestión del riesgo relacionado con las TIC<sup>9</sup>.

## *Riesgos climáticos e impacto de los desastres naturales*

En 2024, las pérdidas económicas globales por catástrofes naturales alcanzaron los 320.000 millones de dólares, de los cuales 140.000 millones estaban asegurados. En Europa, las pérdidas totales fueron de 31.000 millones de dólares, con 14.000 millones asegurados, con inundaciones severas en Alemania, Europa Central y Valencia. Así, la creciente frecuencia e intensidad de estos eventos expone una brecha de protección aseguradora que habría que intentar reducir. En este sentido, EIOPA y el Banco Central Europeo han planteado crear un sistema de reaseguro público-privado en la Unión Europea y un fondo europeo para catástrofes públicas, condicionado a que los Estados miembros implementen medidas de mitigación de riesgos.

En este sentido, EIOPA estudia la inclusión de criterios prudenciales específicos para activos que impliquen riesgos ambientales o sociales, exigiendo más capital para las inversiones en activos vinculados a combustibles fósiles y ajustar los factores de riesgo por catástrofes naturales en 24 regiones. En cuanto a las inversiones sostenibles, el informe destaca que al cierre de 2024 la inversión en bonos verdes representa ya el 7,2% de la cartera de bonos corporativos de las aseguradoras, lo que sugiere un compromiso creciente del sector asegurador con la financiación de proyectos sostenibles y una alineación progresiva con las políticas de la Unión Europea, como el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles y el Reglamento de Taxonomía, configurándose como un inversor estructural clave en este segmento de mercado.

Además de la inversión en bonos verdes etiquetados como tales, EIOPA también analiza la exposición a actividades económicas elegibles y alineadas con la Taxonomía, destacando que el 10,7% de las inversiones en bonos y acciones corporativas de emisores no financieros por parte de las aseguradoras podrían clasificarse como alineadas con la Taxonomía, y un 49,5% adicional sería elegible, aunque aún no cumple todos los criterios técnicos para ser considerada plenamente sostenible. En este sentido,

para evitar conductas no deseables, como el “greenwashing”, EIOPA propone el desarrollo de marcos prudenciales específicos para activos sostenibles, incluyendo mayores exigencias de información, una evaluación basada en riesgos que evite tanto incentivos indebidos como penalizaciones arbitrarias, teniendo en cuenta la volatilidad, liquidez y correlación con otros activos, así como la incorporación de estas inversiones dentro del análisis del perfil de sostenibilidad de la cartera general, sin comprometer la rentabilidad ni la solvencia.

En este mismo sentido, el 30 de junio de 2025, EIOPA publicó el primer informe europeo de supervisión, el cual traza un mapa de las prácticas y retos actuales en la identificación, medición y gestión de los riesgos de biodiversidad por parte de las (re)aseguradoras como parte del marco existente de gestión de riesgos de Solvencia II<sup>10</sup>.

### **2.2.2 Revisión de Solvencia II**

En el mes de julio de 2025, EIOPA publicó diversas respuestas a las consultas planteadas por la Comisión Europea para la elaboración de las normas adicionales delegadas complementarias a la Directiva (UE) 2025/2 de 27 de noviembre de 2024, del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica la Directiva Solvencia II<sup>11</sup>:

- Normas Técnicas de Regulación, que especifican factores para identificar las empresas de seguros que están bajo influencia dominante o significativa, así como las gestionadas de forma unificada<sup>12</sup>.
- Normas Técnicas de Regulación, que tienen como propósito mejorar la cooperación y el intercambio de información entre los supervisores de origen y de acogida en caso de actividades transfronterizas significativas<sup>13</sup>.

- Normas Técnicas de Ejecución, que actualizan la lista de administraciones regionales y autoridades locales. Las exposiciones de las aseguradoras a las entidades de la lista deben tratarse como exposiciones a los gobiernos centrales al calcular los requisitos de capital, lo que significa que deben recibir un factor de riesgo del 0% para el riesgo de *spread* y el riesgo de concentración en la fórmula estándar<sup>14</sup>.

Esta normativa es necesaria para completar la revisión del marco normativo de Solvencia II, junto con la Directiva, cuyo plazo de transposición a los ordenamientos jurídicos de los diferentes Estados miembros finaliza el 29 de enero de 2027.



## Apéndice A: previsiones macroeconómicas



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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
Estados Unidos	6,1	2,5	2,9	2,8	1,7	1,8	6,1	2,5	2,9	2,8	1,5	0,6
Eurozona	6,3	3,6	0,6	0,8	1,0	1,1	6,3	3,6	0,6	0,8	0,8	0,3
Alemania	3,6	1,4	-0,1	-0,2	0,2	0,9	3,6	1,4	-0,1	-0,2	0,1	0,0
Francia	6,8	2,8	1,6	1,1	0,5	0,8	6,8	2,8	1,6	1,1	0,4	0,2
Italia	8,8	5,0	0,8	0,5	0,5	0,7	8,8	5,0	0,8	0,5	0,4	0,0
España	6,7	6,2	2,7	3,1	2,5	1,7	6,7	6,2	2,7	3,1	2,3	1,0
Portugal	5,6	7,0	2,6	1,9	2,0	1,9	5,6	7,0	2,6	1,9	1,8	1,3
Reino Unido	8,6	4,8	0,4	1,1	1,1	1,2	8,6	4,8	0,4	1,1	1,0	0,2
Japón	2,8	0,9	1,4	0,2	0,8	0,7	2,8	0,9	1,4	0,2	0,7	0,1
Mercados emergentes	7,0	4,1	4,7	4,3	3,5	3,4	7,0	4,1	4,7	4,3	3,2	2,7
América Latina	7,4	4,2	2,4	2,4	2,1	2,0	7,4	4,2	2,4	2,4	1,9	1,4
México	6,3	3,7	3,4	1,2	0,4	1,5	6,3	3,7	3,4	1,2	0,2	0,7
Brasil	5,1	3,1	3,2	3,0	2,2	1,6	5,1	3,1	3,2	3,0	2,0	1,2
Argentina	10,4	5,3	-1,6	-1,7	5,0	3,3	10,4	5,3	-1,6	-1,7	4,8	3,2
Colombia	10,8	7,3	0,7	1,6	2,4	2,8	10,8	7,3	0,7	1,6	2,3	1,7
Chile	11,6	2,2	0,6	2,4	2,2	2,3	11,6	2,2	0,6	2,4	2,0	1,4
Perú	13,4	2,8	-0,4	3,3	3,0	2,8	13,4	2,8	-0,4	3,3	2,8	2,1
Emergentes europeos <sup>1</sup>	7,1	0,5	3,6	3,4	2,1	2,1	7,1	0,5	3,6	3,4	1,9	1,7
Turquía	11,4	5,5	5,1	3,2	2,8	3,3	11,4	5,5	5,1	3,2	2,6	2,2
Asia Pacífico	7,8	4,7	6,1	5,3	4,5	4,3	7,8	4,7	6,1	5,3	4,2	3,9
China	8,6	3,1	5,4	5,0	4,4	4,2	8,6	3,1	5,4	5,0	4,1	3,5
Indonesia	3,7	5,3	5,0	5,0	4,8	4,8	3,7	5,3	5,0	5,0	4,7	4,0
Mundo	6,6	3,6	3,5	3,3	2,9	3,0	6,6	3,6	3,5	3,3	2,6	2,2

Fuente: MAPFRE Economics

<sup>1</sup>Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

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

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
Estados Unidos	4,7	8,0	4,1	3,0	3,0	2,6	4,7	8,0	4,1	3,0	3,4	2,8
Eurozona	2,6	8,4	5,4	2,4	2,0	1,8	2,6	8,4	5,4	2,4	2,1	1,4
Alemania	3,1	6,9	5,9	2,3	2,1	1,8	3,1	6,9	5,9	2,3	2,2	1,5
Francia	1,6	5,2	4,9	2,0	1,0	1,7	1,6	5,2	4,9	2,0	1,1	1,1
Italia	1,9	8,2	5,6	1,0	1,8	1,7	1,9	8,2	5,6	1,0	1,9	1,4
España	3,1	8,4	3,5	2,8	2,3	1,8	3,1	8,4	3,5	2,8	2,4	1,5
Portugal	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1	2,1	1,3	7,8	4,3	2,4	2,2	1,5
Reino Unido	2,6	9,1	7,3	2,5	3,1	2,3	2,6	9,1	7,3	2,5	3,2	2,2
Japón	-0,2	2,5	3,3	2,7	2,8	1,8	-0,2	2,5	3,3	2,7	2,9	1,3
Mercados emergentes	5,8	9,5	8,0	7,7	4,1	3,6	5,8	9,5	8,0	7,7	4,3	3,4
América Latina	9,9	14,2	14,8	16,6	8,8	8,1	9,9	14,2	14,8	16,6	9,0	7,8
México	5,7	7,9	5,5	4,7	3,9	3,7	5,7	7,9	5,5	4,7	4,0	3,5
Brasil	8,3	9,3	4,6	4,4	5,3	4,4	8,3	9,3	4,6	4,4	5,5	4,0
Argentina	48,4	72,4	133,5	219,9	39,0	20,0	48,4	72,4	133,5	219,9	45,0	35,0
Colombia	3,5	10,2	11,7	6,6	4,9	3,8	3,5	10,2	11,7	6,6	5,2	3,5
Chile	4,5	11,6	7,3	3,9	4,4	3,0	4,5	11,6	7,3	3,9	4,5	2,6
Perú	4,0	7,9	6,3	2,4	1,9	2,3	4,0	7,9	6,3	2,4	2,0	1,8
Emergentes europeos <sup>1</sup>	9,0	25,2	17,1	16,8	13,5	8,7	9,0	25,2	17,1	16,8	15,0	9,0
Turquía	19,6	72,3	53,9	58,5	33,0	20,5	19,6	72,3	53,9	58,5	34,8	20,1
Asia Pacífico	2,3	3,9	2,4	2,0	0,4	1,0	2,3	3,9	2,4	2,0	0,5	0,9
China	0,9	2,0	0,2	0,2	0,2	0,8	0,9	2,0	0,2	0,2	0,3	0,7
Indonesia	1,6	4,1	3,7	2,3	2,0	2,5	1,6	4,1	3,7	2,3	2,1	2,2
Mundo	4,7	8,6	6,6	5,7	3,4	2,9	4,7	8,6	6,6	5,7	3,6	2,8

Fuente: MAPFRE Economics

<sup>1</sup>Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

[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)					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
Estados Unidos	1,52	3,88	3,88	4,58	4,77	4,37
Eurozona	0,32	3,39	2,79	3,00	3,23	3,45

Fuente: MAPFRE Economics

Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

	Escenario Estresado (EE)					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
Estados Unidos	1,52	3,88	3,88	4,58	4,93	4,26
Eurozona	0,32	3,39	2,79	3,00	3,36	3,33

[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)					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
USD-EUR	0,88	0,94	0,90	0,96	0,88	0,88
EUR-USD	1,13	1,07	1,11	1,04	1,14	1,14
GBP-USD	1,35	1,20	1,27	1,25	1,35	1,35
USD-JPY	115,00	132,65	141,91	156,65	152,16	146,15
USD-CNY	6,35	6,90	7,10	7,30	7,35	7,25

Fuente: MAPFRE Economics

Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

	Escenario Estresado (EE)					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
USD-EUR	0,88	0,94	0,90	0,96	0,84	0,84
EUR-USD	1,13	1,07	1,11	1,04	1,19	1,18
GBP-USD	1,35	1,20	1,27	1,25	1,38	1,38
USD-JPY	115,00	132,65	141,91	156,65	145,04	141,87
USD-CNY	6,35	6,90	7,10	7,30	7,37	7,32

[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)					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
Estados Unidos	0,25	4,50	5,50	4,50	4,00	3,25
Eurozona	0,00	2,50	4,50	3,25	1,75	1,75
China	3,00	2,75	2,50	2,00	1,50	1,25

Fuente: MAPFRE Economics

Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.

	Escenario Estresado (EE)					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
Estados Unidos	0,25	4,50	5,50	4,50	4,25	3,50
Eurozona	0,00	2,50	4,50	3,25	1,75	1,50
China	3,00	2,75	2,50	2,00	1,25	1,25

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



## **Apéndice B: previsiones de crecimiento de primas**



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

	No Vida						Vida					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
Estados Unidos	8,2	9,1	8,7	5,0	4,9	4,4	8,6	9,9	5,6	5,7	4,8	4,6
Eurozona							-1,6	-6,9	-5,2	2,9	2,8	3,6
Alemania	4,1	2,9	5,1	2,3	2,9	3,1	27,6	-3,5	6,0	1,8	3,2	4,4
Francia	5,3	4,0	7,0	2,1	2,9	3,4	8,3	-14,5	-2,5	2,8	2,9	3,4
Italia	2,9	6,1	8,0	2,5	2,9	3,2	7,9	4,2	36,0	-13,7	11,6	6,6
España	3,2	5,3	6,8	7,8	6,3	4,4	69,5	-22,3	-14,6	35,3	8,0	5,7
Portugal	4,9	6,9	10,7	10,5	7,3	6,9	11,5	-6,3	10,2	4,6	4,5	4,7
Reino Unido	10,7	14,1	11,7	6,4	5,2	5,5						
América Latina							9,4	1,0	15,8	18,1	8,6	9,1
México	10,9	7,7	18,5	15,2	10,1	11,2	12,2	12,2	9,2	16,2	8,1	7,5
Brasil	14,9	24,3	9,6	7,8	7,0	6,6	53,9	77,4	194,2	111,0	41,7	21,9
Argentina	51,1	89,4	215,8	117,5	44,1	24,1	16,1	67,0	-5,0	14,9	8,8	11,0
Colombia	15,9	19,4	14,5	8,7	6,2	6,9	7,8	39,3	23,9	7,7	9,5	9,9
Chile	14,2	23,3	9,7	5,5	5,5	5,5	40,4	4,2	7,2	15,7	10,9	10,1
Perú	15,3	7,6	5,9	6,9	5,5	5,7						
Emergentes europeos <sup>1</sup>							20,3	75,4	80,5	77,8	38,3	25,7
Turquía	29,4	137,0	111,5	74,6	36,9	25,0						
Emergentes Asia-Pacífico							-1,7	4,0	12,8	4,8	6,9	6,3
China	0,2	5,2	5,2	5,1	5,3	5,2	10,1	-9,4	-7,4	6,8	7,0	6,7
Indonesia	8,5	15,4	16,4	7,0	5,9	6,5	2,2	12,7	9,1	3,0	3,0	2,9
Japón	-0,3	0,1	2,0	4,2	3,2	2,2	5,0	-3,3	6,2	6,1	6,2	6,0
Mundo	6,0	4,4	8,5	5,9	5,2	5,3						

Fuente: MAPFRE Economics

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

<sup>1</sup>Previsiones de crecimiento nominal anual en USD  
Fecha de cierre de previsiones: 10 julio 2025.



# Índice de gráficas, tablas y recuadros

## Gráficas

Gráfica 1.1.2-a	Global: incertidumbre comercial . . . . .	26
Gráfica 1.1.2-b	Economías seleccionadas: cambio de los volúmenes comerciales en Asia . . . . .	26
Gráfica 1.1.2-c	Estados Unidos: ingresos por aranceles . . . . .	27
Gráfica 1.1.2-d	Economías seleccionadas: tipos arancelarios efectivos esperadas . . . . .	27
Gráfica 1.1.2-e	Estados Unidos: tipo arancelario medio efectivo . . . . .	28
Gráfica 1.1.3-a	Global: deuda de los gobiernos . . . . .	29
Gráfica 1.1.3-b	Global: deuda del sector privado . . . . .	29
Gráfica 1.1.3-c	Estados Unidos: tipos de interés reales vs tipo neutral estimado . . . . .	30
Gráfica 1.1.3-d	Economías seleccionadas: bono a 30 años . . . . .	30
Gráfica 1.1.3-e	Estados Unidos: intereses de la deuda pública . . . . .	30
Gráfica 1.1.3-f	Estados Unidos y Japón: deuda del sector privado . . . . .	30
Gráfica 1.1.4-a	Economías desarrolladas seleccionadas: previsiones de inflación . . . . .	32
Gráfica 1.1.4-b	Economías emergentes seleccionadas: previsiones de inflación . . . . .	32
Gráfica 1.1.5-a	Global: perspectivas de crecimiento e inflación y contribución por regiones . . . . .	33
Gráfica 1.1.5-b	Mercados desarrollados: PMIs . . . . .	34
Gráfica 1.1.5-c	Mercados emergentes: PMIs . . . . .	34
Gráfica 1.1.5-d	Mercados emergentes: carry trade . . . . .	36
Gráfica 1.1.5-e	Estados Unidos: EMBI vs bono a 10 años . . . . .	36
Gráfica 1.1.6	Balance de riesgos a corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales . . . . .	38
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	42
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	42

Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB .....	44
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	44
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB .....	46
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	46
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB .....	48
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	48
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB .....	50
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	50
Gráfica 1.2.6-a	Francia: descomposición y previsiones del PIB .....	51
Gráfica 1.2.6-b	Francia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	51
Gráfica 1.2.7-a	Portugal: descomposición y previsiones del PIB .....	53
Gráfica 1.2.7-b	Portugal: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	53
Gráfica 1.2.8-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB .....	55
Gráfica 1.2.8-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	55
Gráfica 1.2.9-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB .....	57
Gráfica 1.2.9-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	57
Gráfica 1.2.10-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB .....	59
Gráfica 1.2.10-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	59
Gráfica 1.2.11-a	México: descomposición y previsiones del PIB .....	60
Gráfica 1.2.11-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	60
Gráfica 1.2.12-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB .....	62
Gráfica 1.2.12-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	62
Gráfica 1.2.13-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB .....	64
Gráfica 1.2.13-b	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	64
Gráfica 1.2.14-a	Colombia: descomposición y previsiones del PIB .....	66
Gráfica 1.2.14-b	Colombia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	66
Gráfica 1.2.15-a	Chile: descomposición y previsiones del PIB .....	68
Gráfica 1.2.15-b	Chile: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	68
Gráfica 1.2.16-a	Perú: descomposición y previsiones del PIB .....	69
Gráfica 1.2.16-b	Perú: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	69
Gráfica 1.2.17-a	China: descomposición y previsiones del PIB .....	71
Gráfica 1.2.17-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica .....	71

Gráfica 1.2.18-a	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	72
Gráfica 1.2.18-b	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	72
Gráfica 2.1.1-a	Global: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	75
Gráfica 2.1.1-b	Global: contribuciones trimestrales al crecimiento de las primas . . . . .	76
Gráfica 2.1.1-c	Global: contribuciones al crecimiento de las primas Vida . . . . .	77
Gráfica 2.1.1-d	Global: contribuciones al crecimiento de las primas No Vida . . . . .	78
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	79
Gráfica 2.1.3	Alemania: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	79
Gráfica 2.1.4	Italia: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	80
Gráfica 2.1.5	España: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	81
Gráfica 2.1.6	Portugal: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	82
Gráfica 2.1.7-a	Reino Unido: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	82
Gráfica 2.1.7-b	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	83
Gráfica 2.1.8-a	Estados Unidos: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	83
Gráfica 2.1.8-b	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	84
Gráfica 2.1.9-a	Brasil: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	85
Gráfica 2.1.9-b	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	85
Gráfica 2.1.10-a	México: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	86
Gráfica 2.1.10-b	México: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	87
Gráfica 2.1.11	Argentina: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	87
Gráfica 2.1.12-a	Turquía: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	88
Gráfica 2.1.12-b	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	88
Gráfica 2.1.13-a	China: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	89
Gráfica 2.1.13-b	China: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	90
Gráfica 2.1.14-a	Japón: previsiones de crecimiento de las primas . . . . .	91
Gráfica 2.1.14-b	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	91
Gráfica 2.2.1	Unión Europea: evolución de los ratios de solvencia . . . . .	92

## Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos .....	42
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos .....	44
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos .....	46
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos .....	48
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos .....	50
Tabla 1.2.6	Francia: principales agregados macroeconómicos .....	51
Tabla 1.2.7	Portugal: principales agregados macroeconómicos .....	53
Tabla 1.2.8	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos .....	55
Tabla 1.2.9	Japón: principales agregados macroeconómicos .....	57
Tabla 1.2.10	Turquía: principales agregados macroeconómicos .....	59
Tabla 1.2.11	México: principales agregados macroeconómicos .....	60
Tabla 1.2.12	Brasil: principales agregados macroeconómicos .....	62
Tabla 1.2.13	Argentina: principales agregados macroeconómicos .....	64
Tabla 1.2.14	Colombia: principales agregados macroeconómicos .....	66
Tabla 1.2.15	Chile: principales agregados macroeconómicos .....	68
Tabla 1.2.16	Perú: principales agregados macroeconómicos .....	69
Tabla 1.2.17	China: principales agregados macroeconómicos .....	71
Tabla 1.2.18	Indonesia: principales agregados macroeconómicos .....	72
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto .....	99
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación .....	100
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años .....	101
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio .....	101
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia .....	101
Tabla B-1	Escenarios Base: crecimiento de primas de seguros .....	105

## Recuadros

Recuadro 1.1.1-a Implicaciones económicas y fiscales de la OBBBA .....	15
Recuadro 1.1.1-b Actualización de política monetaria .....	17



## Referencias

- 1/ Véase: MAPFRE Economics (2025), *Panorama económico y sectorial 2025*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 2/ Véase: MAPFRE Economics (2025), *Panorama económico y sectorial 2025: actualización de previsiones hacia el segundo trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 3/ Véase: MAPFRE Economics (2025), *Cambio climático, riesgos extraordinarios y políticas públicas*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 4/ Swiss Re Institute (2025). Natural catastrophes: insured losses on trend to USD 145 billion in 2025. Sigma 1/2025.
- 5/ Datos de Guy Carpenter, en: <https://www.guycarp.com/content/dam/guycarp-rebrand/insights-images/renewal-hub/7-1-25/Insured-Loss-Data-7-2025.pdf>
- 6/ AON, Howden, Guy Carpenter, Gallagher Re, KBW.
- 7/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/publications/financial-stability-report-june-2025\\_en?prefLang=es](https://www.eiopa.europa.eu/publications/financial-stability-report-june-2025_en?prefLang=es)
- 8/ Véase: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32024R1774>
- 9/ Véase: <https://www.boe.es/doue/2022/333/L00001-00079.pdf>
- 10/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/publications/report-biodiversity-risk-management-insurers\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/publications/report-biodiversity-risk-management-insurers_en)
- 11/ Véase: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32025L0002&qid=1737627637409>
- 12/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/publications/final-report-draft-rts-factors-identifying-undertakings-under-dominant-or-significant-influence-and\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/publications/final-report-draft-rts-factors-identifying-undertakings-under-dominant-or-significant-influence-and_en)
- 13/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/publications/final-report-draft-rts-relevance-cross-border-activities-undertakings-host-market-solvency-ii-review\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/publications/final-report-draft-rts-relevance-cross-border-activities-undertakings-host-market-solvency-ii-review_en)
- 14/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/publications/final-report-revised-its-lists-regional-governments-and-local-authorities-exposures-solvency-ii\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/publications/final-report-revised-its-lists-regional-governments-and-local-authorities-exposures-solvency-ii_en)



## Otros informes de MAPFRE Economics

MAPFRE Economics [2025], *El mercado español de seguros en 2024*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics [2025], *Ranking de ingresos de los mayores grupos aseguradores europeos 2024*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics [2025], *Cambio climático, riesgos extraordinarios y políticas públicas*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics [2025], *Panorama económico y sectorial 2025*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics [2024], *Crédito y actividad aseguradora*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics [2024], *Ahorro e inversiones del sector asegurador: una actualización*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics [2024], *El mercado asegurador latinoamericano en 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics [2024], *Demografía: un análisis de su impacto en la actividad aseguradora*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics [2024], *Entorno de riesgos 2024-2026: tipología y análisis*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics [2024], *Perspectivas de los regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics [2023], *Mercados inmobiliarios y sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics [2022], *Covid-19: un análisis preliminar de los impactos demográficos y sobre el sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics [2021], *Sistemas de pensiones en perspectiva global*, Madrid, Fundación MAPFRE.

# CENTRO DE DOCUMENTACIÓN

Todas nuestras publicaciones a tu alcance

Acceso gratuito a nuestro fondo documental especializado en:

- Seguros
- Gerencia de riesgos
- Prevención



Fundación **MAPFRE**

Centro de Documentación  
[www.fundacionmapfre.org/documentacion](http://www.fundacionmapfre.org/documentacion)

## 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](http://www.fundacionmapfre.org)  
Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid

# Fundación **MAPFRE**

---

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid